

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère d'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique



Université de M'sila

جامعة المسيلة

Faculté des Sciences Economique et
Commerciales et Sciences de Gestion
Département de Science de Gestion

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية
وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في علوم التسيير

تخصص: إدارة أعمال التجارة الدولية

الأستاذ المشرف:
أ.علي بوعبد الله

إعداد الطالب:
علي طيوب

لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
عبد القادر نويبات	أستاذ محاضر أ	المسيلة	رئيسا
علي بوعبد الله	أستاذ مساعد أ	المسيلة	مشرفا ومقررا
فريد بن عبيد	أستاذ مساعد أ	المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2012-2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَأَقْرَبَ الْعَمَلُ وَالسِّرِّيَّاتِ (اللَّيْلِ) عَمَلِكُمْ

وَأَسْأَلُهُ وَالْمُؤْمِنِينَ وَالسِّرِّيَّاتِ (الْأَسْرَى)

عَمَلِكُمْ (الْغَيْبِ) وَالسِّرِّيَّاتِ (الْأَسْرَى) عَمَلِكُمْ

تَعْمَلُونَ

"الآية 105 - سورة التوبة"

[قرآن كريم]

شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد الصادق الأمين خاتم الأنبياء والمرسلين أما بعد .
أحمد الله سبحانه وتعالى أن وفقني لإتمام هذا العمل كما أتقدم بجزيل الشكر وبأسمى عبارات التقدير والاحترام إلى أستاذي المشرف علي بو عبد الله على إسهامه الكبير في إنجاز هذا البحث .
كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم معنا في إنجاز هذا البحث ولو بكلمة تشجيعية .
ولا يفوتني المقام كي أقدم الشكر إلى كل أستاذ أو معلم كان له الفضل في وصولي إلى هذا المستوى .

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
/	شكر وعرهان
I	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
أ-هـ	مقدمة.....
الفصل الأول : الأزمة المالية العالمية 2008 و انعكاساتها	
07	تمهيد.....
08	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
08	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية
08	أولاً: تعريف الأزمة
09	ثانياً: مفهوم الأزمة المالية.....
09	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
11	المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها
11	أولاً: أسباب الأزمات المالية.
13	ثانياً: قنوات انتشار الأزمات المالية.
15	المطلب الرابع: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.
16	المبحث الثاني: حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية 2008.....
16	المطلب الأول: نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية
16	أولاً: أزمة الرهن العقاري
19	ثانياً: المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها.....
22	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية
22	أولاً: انفجار فقاعة الرهن العقاري
23	ثانياً: تفشي ثقافة الاقتراض والمضاربة.....

24	ثالثا: غياب الرقابة المالية الفعالة.....
24	رابعا: اللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة (توريق الديون)
25	خامسا: وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية.....
27	المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية.....
27	أولا: أثر الأزمة على معدلات النمو الاقتصادي.....
28	ثانيا: تراجع دور الدولار.....
29	ثالثا: انهيار البورصات.....
30	رابعا: تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصاد حقيقي.....
30	المطلب الرابع: الجهود الدولية والإقليمية المبذولة لاحتواء الأزمة.....
30	أولا: خطة الإنقاذ الأمريكية.....
31	ثانيا: خطة منطقة اليورو.....
32	ثالثا: خطة الدول السبع الصناعية.....
33	رابعا: خطة مجموعة العشرين.....
34	المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية...
34	المطلب الأول: انعكاسات الأزمة على دول شمال إفريقيا.....
34	أولا: على الاقتصاد المغربي.....
35	ثانيا: على الاقتصاد الليبي.....
35	ثالثا: على الاقتصاد التونسي.....
36	رابعا: على الاقتصاد الجزائري.....
36	خامسا: على الاقتصاد المصري.....
37	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي.....
39	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة على باقي الدول العربية.....
39	أولا: تأثير الأزمة على الاقتصاد اليمني.....
39	ثانيا: تأثير الأزمة على الاقتصاد السوري.....
40	ثالثا: تأثير الأزمة على الاقتصاد الأردني.....
40	رابعا: أثر الأزمة على الاقتصاد السوداني.....
41	المطلب الرابع: آليات انتقال الأزمة إلى الدول العربية.....

41	أولاً: التأثير من خلال أسواق المال.....
42	ثانياً: التأثير عن طريق تدفق الاستثمارات.....
42	ثالثاً: التأثير عن طريق أسواق العمل وتحويلات العاملين في الخارج.....
43	رابعاً: التأثير عن طريق ارتباط العملات الوطنية بالدولار.....
44	خلاصة
الفصل الثاني: واقع أسواق الأوراق المالية العربية	
46	تمهيد
47	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
47	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها.....
47	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية.....
48	ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية.....
50	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية - خصائصها ووظائفها -
50	أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية.....
51	ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية.....
52	المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
52	أولاً: ماهية الأسهم.....
55	ثانياً: ماهية السندات.....
57	ثالثاً: المشتقات المالية و الأوراق المهجنة
58	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية - كفاءتها ومؤشراتها -
58	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها.....
58	أولاً: مفهوم كفاءة السوق.....
59	ثانياً: متطلبات كفاءة السوق.....
60	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.....
61	المطلب الثالث: ماهية مؤشرات البورصة.....
61	أولاً: مفهوم المؤشر.....
61	ثانياً: استخدامات المؤشر.....
62	ثالثاً: كيفية بناء المؤشر.....

65	المطلب الرابع: بعض مؤشرات البورصات العالمية.....
66	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية – النشأة والتطور و المعوقات -..
66	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأة أسواق الأوراق المالية العربية.....
66	أولاً: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفع.....
68	ثانياً: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسط.....
70	ثالثاً: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المنخفض.....
72	المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية.....
72	أولاً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية(1999-2003).....
81	ثانياً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2004م-2006)...
82	ثالثاً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007-2010).....
84	المطلب الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....
86	خلاصة.....
الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية	
88	تمهيد.....
89	المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل الأزمة (1994 – 2006)...
89	المطلب الأول: مؤشرات حجم السوق.....
89	أولاً: القيمة السوقية.....
92	ثانياً: عدد الشركات المدرجة.....
94	المطلب الثاني: مؤشرات السيولة.....
94	أولاً: حجم التداول.....
98	ثانياً: معدل دوران الأسهم.....
99	المطلب الثالث: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.....
102	المبحث الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007 – 2008)
103	المطلب الأول: مؤشرات حجم السوق.....
103	أولاً: القيمة السوقية.....
104	ثانياً: عدد الشركات المدرجة.....

104	المطلب الثاني: السيولة.....
104	أولاً: حجم التداول.....
104	ثانياً: معدل دوران الأسهم.....
105	المطلب الثالث: المؤشر المرتب لصندوق النقد العربي.....
107	المبحث الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية العربية بعد الأزمة (2009 – 2011) ..
107	المطلب الأول: مؤشر حجم السوق.....
108	المطلب الثاني: مؤشرات السيولة.....
108	أولاً: أحجام التداول.....
108	ثانياً: معدل دوران الأسهم.....
109	المطلب الثالث: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.....
110	المبحث الرابع: دروس وعبر لأسواق المال العربية من الأزمة المالية العالمية ...
113	خلاصة.....
115	الخاتمة
119	قائمة المراجع
125	الملاحق

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	قنوات انتشار الأزمات المالية	13
02	مكونات سوق الأوراق المالية	50
03	تغيرات القيمة السوقية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال (1994-2006)	91
04	تغيرات قيمة وعدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال الفترة (1994-1999).	94
05	التغير في مؤشر الصندوق المركب لأسواق الأوراق المالية العربية بين عامي (2002 و2003).	101
06	إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008	103
07	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2007	105
08	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عام 2008	106
09	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عام 2009	110

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
15	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	01
23	توزيع المديونيات حسب القطاع المستفيد في نهاية 2008	02
26	التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات Fitch و S&P و Moody's	03
63	حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر	04
64	حساب قيمة المؤشر غير المرجح	05
93	التغير في عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية (1994-2005).	06
98	تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999م.	07

مقدمة



أولاً: طرح الإشكالية

إن انهيار المعسكر الاشتراكي جعل من النظام الرأسمالي خياراً عالمياً لا بديل عنه، حيث انتهجت معظم دول العالم وعملت على تعديل أنظمتها الاقتصادية بما يتلاءم مع متطلبات هذا النظام، وتعتبر السوق المالية جزءاً لا يتجزأ من القطاع المالي في ظل هذا النظام، حيث تؤدي دوراً بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية .

ولقد نشأت أسواق الأوراق المالية في الدول الرأسمالية المتقدمة نتيجة لتطور اقتصادي واجتماعي وسياسي، بدأ مع حركة الاكتشافات الجغرافية وتوسع التجارة العالمية وقيام الثورة الصناعية، ولقد أولت هذه الدول أهمية بالغة لهذه الأسواق وذلك بالنظر للدور الاقتصادي الذي تؤديه والمتمثل في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار وترشيد استخدام الموارد المالية، ولعل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية تتمثل في خلق السيولة مع إمكانية توفير وسائل تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة، كما تؤدي في نفس الوقت إلى تيسير التعامل في الأوراق المالية من خلال التوفير المستمر للسيولة التي يتطلبها النشاط الاقتصادي .

وبالمقارنة مع الدول المتقدمة تعتبر البورصات حديثة النشأة في الدول العربية، حيث نشأت في بيئة اقتصادية لم تكن مواتية تماماً لكونها تأسست في ظل الاحتلال الأجنبي والتبعية، كما تأثرت هذه البورصات بعد مرحلة الاستقلال بالسياسات الاقتصادية والتوجهات نحو توسيع القطاع العام، أما في العقدين السابع والثامن فقد حدثت تحولات اقتصادية وسياسية هامة باتجاه إعادة هيكلة الاقتصاد الوطني وتشجيع القطاع الخاص وإيلائه دوراً أكبر في النشاط الاقتصادي .

وحتى النصف الثاني من عقد الثمانينيات لم تكن في المنطقة العربية سوى ست بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والكويت والأردن ولبنان، وقبل أن ينقضي العقد الثامن شهدنا قيام بورصة البحرين وسوق مسقط للأوراق المالية وإنشاء سوق بغداد المالي، وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم .

ولقد شهد العقد الأخير من القرن العشرين إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان وقطر وفلسطين والجزائر والإمارات العربية المتحدة، ومع مطلع الألفية الثالثة شهدت أسواق الأوراق المالية العربية العديد من التطورات والإصلاحات والتي تعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت الهيكلي والإصلاح الاقتصادي التي تتضمن إحياء وتنشيط وتنمية أسواق المال لتواكب في نفس الوقت سياسات الخصخصة والتحول نحو القطاع الخاص، وذلك من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات والتي تهدف إلى تشجيع



قيام بيئة اقتصادية ملائمة لنجاح السوق وحماية حقوق المستثمرين وتعزيز الثقة في السوق، كما واكب هذا التطوير الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة في البورصات العالمية وتكريس نظام للتداول والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية .

ونظرا لكون النظام الرأسمالي نظام أزمات فقد تعرض الاقتصاد العالمي خلال العشرية الماضية لأزمة مالية تعتبر الأسوأ منذ أزمة 1929، حيث طالت معظم دول العالم، ولم تكن الأسواق المالية العربية بمنأى عن هذه الأزمة في ظل العولمة الاقتصادية والمالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي .

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هي انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية؟

وللوقوف على هذه الإشكالية نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

1/ ما هي حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية؟

2/ ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العربية؟

3/ ما هي أوجه القصور في البورصات العربية؟

4/ في ظل صغر حجم أسواق الأوراق المالية العربية هل يمكن للأزمة المالية العالمية أن تؤثر عليها؟

ثانيا: فرضيات البحث



بهدف السيطرة على الموضوع والإجابة على إشكاليته نعتمد الفرضيات التالية:

1/ يختلف تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على البورصات العربية بحسب اندماج كل بورصة في الاقتصاد العالمي.

2/ لقد سعت الدول العربية في الآونة الأخيرة إلى إجراء إصلاحات على أسواقها المالية، وهو ما مكنها من القضاء على الكثير من المعوقات التي واجهتها منذ إنشائها .

3/ لا تتأثر البورصات العربية بالأزمة المالية العالمية بسبب عزلتها وعدم انفتاحها، بالإضافة إلى صغر حجمها وقلة التداول بها .

ثالثا: أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها

- محاولة التطرق إلى جذور الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، ومعرفة أهم الحلول المقترحة للخروج منها .

- الإحاطة بالجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، وموقع سوق الأوراق المالية منها .

- معرفة موقع أسواق الأوراق المالية العربية- في ظل التطورات التي شهدتها- من الأسواق المالية الدولية .

- معرفة مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على البورصات العربية .

رابعا: أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث في أنه يعالج موضوع الأزمة المالية التي عصفت بالنظام المالي العالمي وانتقال تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي، وكذا إلى تطرقه إلى الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، ومدى قدرة هذه الأسواق على الصمود أمام مثل هذه الأزمات، بالإضافة إلى أهم التطورات التي طرأت على أسواق الأوراق المالية العربية ومدى تأثرها بالأزمة المالية العالمية الأخيرة .

خامسا: المنهج المتبع



تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي في الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمة المالية العالمية، أسبابها، تداعياتها والجهود الدولية المبذولة لاحتوائها إضافة إلى الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، كما تم الاعتماد على المنهج التاريخي من خلال تتبع نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية العربية، وكذا الاعتماد على المنهج التحليلي المقارن في الفصل الأخير وذلك من خلال تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل، أثناء وبعد الأزمة .

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

لقد تم اختيار هذا الموضوع لأهميته بالإضافة إلى أسباب أخرى منها:

- الصدى الكبير الذي أحدثته الأزمة المالية منذ اندلاعها، حيث عرفت بأنها أزمة القرن الواحد والعشرين مما جعلها موضوع اهتمامنا .
- محاولة التعرف أكثر على أسواق المال العربية وأدائها، خاصة في ظل الأزمة المالية العالمية .

سابعا: الدراسات السابقة

رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، تدور إشكالياتها حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وسبل تطويرها بغرض ربطها، وقد تطرق من خلال هذه الدراسة إلى الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية، وإلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، كما تناول معوقات هذه الأسواق، وتوصل إلى أن التشريعات و القوانين التنظيمية غير كافية لوحدها لإقامة سوق أوراق مالية فعالة .

محمد الهاشمي حجاج: أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2012، تدور إشكالياتها حول مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية وانفتاحها على الأسواق المالية العالمية، وقد اعتمد في بحثه على منهج دراسة الحالة وذلك من خلال تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث توصل إلى تأثر سوق الدوحة للأوراق المالية بالأزمة ولكن بدرجة أقل مقارنة مع دول مجلس التعاون الخليجي .

ثامنا: هيكل البحث



بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، تتقدمهم مقدمة كانت كتوطئة للموضوع من خلال الإحاطة به وطرح الإشكالية، وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة، إضافة إلى مجموعة من التوصيات، وتمثل هذه الفصول في:

- الفصل الأول والذي جاء بعنوان الأزمة المالية العالمية 2008 وانعكاساتها، ضم ثلاثة مباحث حيث تناولنا المبحث الأول مفهوم الأزمات المالية وأنواعها، إضافة إلى أسبابها وقنوات انتشارها ومؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية حدوثها، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية مروراً بأهم المحطات التي عرفت منذ اندلاعها، إضافة إلى الأسباب التي كانت وراء ظهورها وكذا تداعياتها على الاقتصاد العالمي، وصولاً إلى خطط الإنقاذ الدولية والإقليمية المقترحة للخروج منها، في حين خصصنا المبحث الثالث لانعكاسات الأزمة على الاقتصاديات العربية، حيث تطرقنا فيه إلى أثر الأزمة على اقتصاديات دول شمال إفريقيا ثم على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي وفي الأخير أثرها على باقي الدول العربية .

- أما الفصل الثاني والذي جاء تحت عنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية، فقد اندرجت تحته ثلاثة مباحث، حيث تناولنا في المبحث الأول ماهية سوق الأوراق المالية من مفهوم ومكونات وخصائص ووظائف إضافة إلى الأوراق المالية المتداولة فيها، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها والصيغ المختلفة لكفاءة السوق، إضافة إلى مفهوم المؤشر واستخداماته وكيفية بنائه، مروراً بأهم المؤشرات في البورصات العالمية، وعرجنا في المبحث الثالث على نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية العربية، إضافة إلى معوقات هذه الأسواق .

- وأما الفصل الثالث والذي جاء تحت عنوان انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، فقد تم تقسيمه إلى أربعة مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل الأزمة، وذلك من خلال دراسة مؤشرات حجم السوق المتمثلة في إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية وعدد الشركات المدرجة فيها، ومؤشرات السيولة التي تتضمن أحجام التداول (مثلة في قيمة وعدد الأسهم المتداولة) ومعدل دوران الأسهم، إضافة إلى المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، أما المبحث الثاني والثالث فقد تطرقنا فيهما إلى أداء أسواق الأوراق المالية العربية أثناء وبعد الأزمة على التوالي وذلك بدراسة التغيرات التي طرأت على المؤشرات السابقة الذكر، أما المبحث الرابع فقد كان عبارة عن دروس وعبر لأسواق المال العربية من الأزمة المالية العالمية الأخيرة .

الفصل الأول

الأزمة المالية العالمية 2008 و انعكاساتها



تمهيد

لقد أصبحت الأزمات المالية تحدث بصفة دورية في الاقتصاد-خاصة في النظم الرأسمالية- وذلك لكون الدورات الاقتصادية تتكرر عبر الزمن، حتى أصبح النظام الرأسمالي يعرف بنظام الأزمات، وقد عرف القرن الماضي العديد من الأزمات ابتداء من أزمة الكساد الكبير 1929 والتي أثبتت زيف الافتراضات الكلاسيكية مروراً بأزمة البورصات 1987، وصولاً إلى الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتي تعتبر الأعنف منذ أزمة 1929 وذلك نظراً للسرعة الكبيرة التي انتشرت بها عبر أرجاء المعمورة .

ويجمع الخبراء الاقتصاديون على أن السبب الرئيسي للأزمة هو أزمة الرهون العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية والتي كانت كبدية للأزمة، ثم تحولت فيما بعد إلى أزمة سيولة بعد أن أفلست كبريات المصارف في الو.م.أ، وبما أن هذه المصارف تمارس أنشطتها بالبورصات وذلك من خلال امتلاكها للأسهم فقد أدى ذلك إلى فقدان ثقة المتعاملين بها وهو ما أدى إلى انتقال الأزمة إلى الأسواق المالية .

وفي ظل العولمة الاقتصادية وارتباط اقتصاديات الدول بالاقتصاد الأمريكي فقد انتشرت الأزمة في جميع أنحاء العالم تقريباً، وكغيرها من الدول تأثرت اقتصاديات الدول العربية بالأزمة المالية العالمية، إلا أن درجة تأثرها اختلفت من دولة إلى أخرى وذلك لاختلاف أنظمتها الاقتصادية واختلاف درجة الارتباط بالاقتصاد الأمريكي . وعليه فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تناولنا في المبحث الأول مفهوم الأزمة المالية وأنواعها وكذا أسبابها وقنوات انتشارها إضافة إلى المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية حدوث أزمة مالية، أما المبحث الثاني والذي جاء بعنوان حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية 2008 فقد تطرقنا فيه إلى نشأة الأزمة وتطورها والأسباب التي أدت إلى ظهورها إضافة إلى تداعياتها على الاقتصاد العالمي والجهود الدولية التي بذلت من أجل احتوائها، وأما المبحث الثالث فقد خصصناه لانعكاسات الأزمة على اقتصاديات الدول العربية، حيث تم تقسيم هذه الأخيرة إلى ثلاث مجموعات هي دول شمال إفريقيا ودول مجلس التعاون الخليجي في حين ضمت المجموعة الثالثة باقي الدول العربية .

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية



لقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالباً ما سببت تدهوراً حاداً في الأسواق المالية نظراً لفشل الأنظمة المصرفية المحلية في أداء مهامها الرئيسية، والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات الإنتاج والعمالة وما ينتج عنه من إعادة توزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية .

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

قبل التطرق إلى مفهوم الأزمة المالية لا بد من الإشارة إلى مفهوم كلمة أزمة لغة واصطلاحاً .

أولاً: تعريف الأزمة

1- لغة: جاء في لسان العرب لابن منظور

أزم: الأزم: شدة العض بالفم كله، وقيل بالأنياب، والأنياب هي الأوزم.

قال الأصمعي: قال عيسى بن عمر كانت لنا بطة تأزم أي تعض ومنه قيل للسنة أزمة .

والأزم: الأنياب، فواحدة الأوزم أزمة، وواحدة الأزم آزم، وواحدة الأزم أوزم. وقال ابن سيده: الأزمة : الشدة والقحط، وجمعها إزم كبكرة وبدر، وأزم كتمره وتمر.¹

2- إصطلاحاً: بالنظر إلى الكتب التي تناولت تعريف الأزمة نجد أن هناك تباين وذلك نتيجة اختلاف وجهات النظر بين الباحثين حول مفهوم الأزمة وما تعنيه هذه الكلمة، لذا سوف نعرض لبعض هذه التعريفات على النحو التالي:

- الأزمة هي عبارة عن تزايد وتراكم مستمر لأحداث وأمور غير متوقعة على مستوى جزء من النظام أو النظام كله، بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه مادياً، نفسياً، وسلوكياً.²
- الأزمة هي خلل مفاجئ لأوضاع غير مستقرة، يترتب عليها تطورات غير متوقعة، نتيجة عدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية، وغالباً ما تكون بفعل الإنسان.³

1 ابن منظور، لسان العرب، دار صادر للطباعة والنشر، بيروت، ط1، المجلد الأول، 1997، صص 70-71 .

2 محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذاراً للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، إسكندرية، ط1، 2011، ص8.

3 بلال خلف السكرانة، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية)، يومي 28-29 أبريل 2009، ص8.



- الأزمة هي عبارة عن خلل يؤثر ماديا على النظام كله، كما أنه يهدد الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام.¹

ثانيا: مفهوم الأزمة المالية

لقد عرفت الأزمة المالية بعدة تعريفات منها:

1- الأزمة المالية هي "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة دول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية".²

2- الأزمة المالية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد، مسببة بدورها أزمة اقتصادية، ثم انكماش اقتصادي، عادة ما يصاحبهما انحصار في القروض وأزمات في السيولة النقدية، وانخفاض في الاستثمار، وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال.³

وبصفة عامة تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأزمات المالية:⁴

1- **الأزمة المصرفية:** تحدث الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع، فيما أن البنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه البنك أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية .

1 نفس المرجع السابق، ص8.

2 عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص200.

3 الداوي الشيخ، مداخلة تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها)، في إطار مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص3.

4 عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 189-190.

وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأخيرة قد تكون أزمة ائتمان وتحدث هذه الأزمة عندما تمتنع البنوك عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب، وبالتالي تحدث أزمة في الإقراض.

2- أزمت العملة وأسعار الصرف: تنجم هذه الأزمة عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف، بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث هذه الأزمة عندما تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تؤدي لانحيار سعر تلك العملة.

3- أزمة أسواق المال: تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، هذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل، وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاضم الاتجاه نحو بيع هذه الأصول، فتبدأ الأسعار في التراجع والمهبوط وتحدث حالة الانحيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى، سواء في نفس القطاع أو ربما تمتد أيضا إلى القطاعات الأخرى.

4- أزمة الديون: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء الكيانات السيادية أو الخاصة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي عام، كما أن عدم قدرة القطاع العام على الوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وبالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها .

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى أهم الأسباب المؤدية لحدوث الأزمات المالية، إضافة إلى قنوات انتشار هذه الأزمات من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام .

أولاً: أسباب الأزمات المالية

رغم اختلاف الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة وتأثير تلك الأزمات، ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:¹

1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي: تعتبر التقلبات في شروط التبادل التجاري أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية، فيصعب على عملاء البنوك العاملين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد في حالة انخفاض شروط التجارة الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية أحد مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من الدول النامية، كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستويات النمو المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

2- اضطرابات القطاع المالي: شكل انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح الائتمان وتدفعات رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، وشهد القطاع المالي توسعاً كبيراً ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي وضعف الاقتصاد.

فالعديد من الدول النامية عانت من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية، وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان، سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية، أو لقطاع واحد كالقطاع الصناعي أو التجاري، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة.

1 ناجي التوني، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، مايو/أيار الكويت 2004، ص 5 - 8.



3- تشوه نظام الحوافز: إن ملاك المصارف والإدارات العليا لا يتأثرون مالياً يمكن جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، خصوصاً عند تحمّل المصرف مخاطر زائدة عن مقدّراته، كما حدث مثلاً في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونغ. ومن ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضاً على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم ينجحاً في تفادي حدوث الأزمات أو في الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

4- سياسات سعر الصرف: يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة لصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي، وحدوث أزمة العملة مثل حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي المقابل وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.

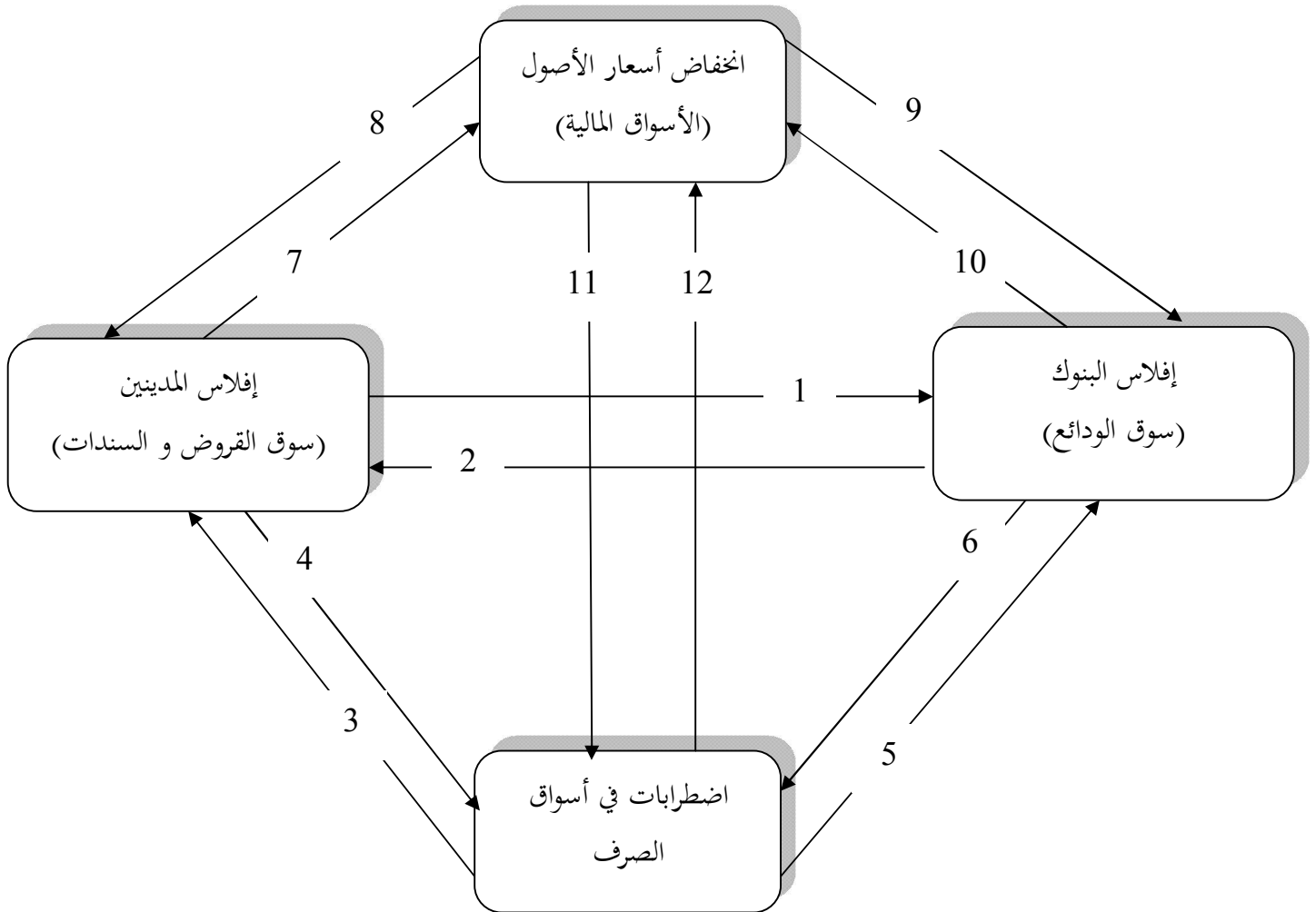
ثانياً: قنوات انتشار الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات تساهم في انتشار وتوسع الأزمة المالية، فنتقل هذه الأخيرة من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى.



تمثل الأزمة المالية حالة من الاضطراب المالي، حيث تظهر في أحد أقطاب النظام المالي الواحد والمتمثل في سوق الاستدانة، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية، لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل(1): قنوات انتشار الأزمات المالية.



المصدر: كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص12.

يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد وذلك على النحو التالي:

القناة(1): تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا ويؤدي إلى احتمال إفلاسها.

القناة(2): توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

القناة(3): أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

القناة(4): إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث تخوفا لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة(5): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة(6): إذا تم إفلاس العديد من البنوك خاصة ذات الالتزامات مع الخارج، فإن ذلك سيؤدي إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناتين(7)و(8): تمثل القناتين انتقال الأزمة من أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

القناتين(9)و(10): تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك يعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسمية السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص من أسهمها في السوق المالية وهو ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق رأس المال. كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالية.

القناة(11): قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالية وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

القناة(12): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقومة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالية.

المطلب الرابع: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية



في الواقع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل مؤكد، وإلا تمت معالجة هذه الأزمات بمجرد ظهورها، إلا انه يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما إلى أزمة أو هزة في سوق الأوراق المالية في صنفين هما:

- المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

- المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي

الجدول (1): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية للأسواق المالية
- ارتفاع معدل التضخم	- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان
- نمو سريع في التدفق النقدي	- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك
- انخفاض حقيقي لمعدل نو الصادرات	- غياب الشفافية والإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية
- عجز مالي متزايد	- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد	- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.	- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- انخفاض معدلات التبادل
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.	- قطاع التصدير أكثر تركيزا
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي	
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح	
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية	
- وارتفاع معدل البطالة	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39 .



المبحث الثاني: حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية 2008

تشير معظم التقارير والتحليل الاقتصادية المعاصرة إلى أن جذور الأزمة المالية التي هزت الاقتصاد العالمي منذ صيف 2007 تعود بصورة رئيسية إلى تداخل مجموعة من الأسباب المالية والتنظيمية، والتي كان لها أثر سلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر والمعولم في إطار المنظومة الرأسمالية المسيطرة، وللوقوف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية يتحتم علينا البحث في الإطار الزمني لهذه الأزمة وكيفية نشأتها وظروف تطورها والتعرف على أسبابها وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، وفي الأخير نستعرض أهم الجهود الدولية والإقليمية المبذولة من أجل احتواء الأزمة .

المطلب الأول: نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية.

تعرض العالم في الفترة الأخيرة لأزمة مالية وصفت بأنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين، وقد حملت الدول الأوروبية مسؤولية الو.م.أ في حدوث الأزمة، وهو ما لم تنكره الو.م.أ غير أنها أكدت مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث هذه الأزمة، وخصت بالذكر بعض الدول الآسيوية، كما أكدت على ضرورة مشاركة المجتمع الدولي لها في اتخاذ الإجراءات الكفيلة بمواجهتها والتخفيف من حدتها.

هناك إجماع على أن البوادر الأولى للأزمة المالية العالمية نشأت من مشكلة الائتمان في مجال الرهن العقاري في الو.م.أ، والذي يعتبر أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت العدوى إلى بقية النظام التمويلي من خلال أدوات مالية متطورة ومعقدة يصعب تحديد مستوى المخاطرة فيها، مما أدى إلى حالة من عدم التأكد في اتخاذ القرارات وغموض كبير وخسائر كبيرة قدرت بملايير الدولارات، وتميز الأزمة المالية العالمية عن غيرها من الأزمات المالية السابقة بسرعة انتشارها من الو.م.أ إلى الدول الأخرى بفعل العولمة.

أولاً: أزمة الرهن العقاري:

لقد أطلق على الرهن العقاري عدة تعريفات منها:

رهن (Mortgage) وبيع، وإجارة، وبيع أثناء الإجارة، في حين كلمة (Mortgage) تعني في اللغة الإنجليزية "الرهن"، وأصلها في اللغة اللاتينية: مكونة من مقطعين (Mort) وتعني: الموت، و (gage) وتعني: الرهن، أي الرهن المميت⁽¹⁾.

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري منذ الثمانينيات من القرن الماضي في الو.م.أ وبريطانيا والعديد من الدول الأوروبية، بإلغاء القواعد التنظيمية التي وضعت في الحقبة الكينزية حدوداً قصوى لقيمة القروض العقارية

(1) - محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص 132، 133.

ولأسعار الفائدة وفترات السداد، كما وضعت أيضا قواعد ملزمة لترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري⁽¹⁾.

ساهمت الإجراءات الجديدة بتوسع كبير في تحرير الأنظمة البنكية وإتباع سياسة نقدية توسعية من أجل زيادة وتيرة النمو الاقتصادي، فقد تم خفض معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية، كما توسعت البنوك في منح القروض العقارية نتيجة الوفرة في السيولة التي عرفتها الأسواق بشكل أدى إلى زيادة حدة المنافسة فيما بينها لجذب المقترضين وذلك بتسهيل وتبسيط إجراءات وشروط الحصول على القروض العقارية، مما أدى إلى توسع كبير في الائتمان العقاري، وزيادة عدد المقترضين، مع ظهور حراك غير مسبوق في سوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و 2007، تجسد في ارتفاع أسعار العقارات وظهور المضاربات المفرطة في الأسواق.

ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة بمستويات كبيرة وانفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات وتراجع معدلات العائدات على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات حصل تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح الإسكان والعقار، فقد شجع المواطنون الأمريكيون على التقدم لمختلف الشركات العقارية لشراء المنازل والعقارات، فحصل ارتفاع كبير في الطلب على العقارات⁽²⁾.

فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، فالحلم الأمريكي لكل مواطن هو أن يملك بيته، لذا فهو يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، والأزمة بدأت فيما عرف بالرهون العقارية الأقل جودة Sus prime.

يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، ثم ترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا التسمية بأنها الرهن الأقل جودة، لأنها رهون من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات⁽³⁾.

نظرا لان أسعار العقارات بحسب طبيعتها في ارتفاع مستمر، فضلا عن أنها شهدت خلال الفترة الممتدة بين عامي 2001 و 2007م رواجاً كبيراً غير مسبوق في الو.م.أ، حيث أغرى هذا المقترضين وتملكوا العقارات على رهنها، أو رهن بعضها مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء منازل أخرى أو على استهلاكهم الترفيهي غالباً، وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم، باعتبار أنها كانت تقع على حدود

(1) - صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و 2 أبريل 2009، ص 04.

(2) - زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، مارس 2008، ص 07.

(3) - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط 1، عمان، 2009، ص 28.

المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم، وبالنظر أيضا إلى الارتفاع المستمر لقيم العقارات التي تملكوها.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض كان يتضمن شروطا محففة أهمها⁽¹⁾:

* أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.

* أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي سعر الفائدة.

* إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض محل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

* المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القروض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

اندفعت المؤسسات المالية في الو.م.أ إلى تقديم تسهيلات ائتمانية مغرية وميسرة للغاية لجميع فئات الشعب الأمريكي وبالتقسيم المريح وبأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار⁽²⁾.

لقد تنافست المؤسسات المالية في التمويل العقاري المفرط لأشخاص لا يتمتعون بملاءة جيدة وليس لهم تاريخ ائتماني، وذلك لاعتقادهم بأنهم سوف يستفيدون من ملكية هذه العقارات بأسعار منخفضة في حال لم يتمكنوا من استرداد قروضهم، ومن ثم تقوم هذه المؤسسات بعرض تلك المساكن أو العقارات للبيع مستفيدة من التصاعد المستمر في أسعار العقارات خلال تلك الفترة، والذي كان ارتفاعا تضخميا، أي لا تدعمه أسباب اقتصادية حقيقية، إذ تشكل ما يسمى بـ "الفقاعة السعوية"، مما دفع معظم البنوك وشركات الإقراض التي قدمت تلك التسهيلات الائتمانية بضمانة العقارات للاعتقاد بأنها لن تخسر في أغلب الأحوال حتى لو توقف المقترضون عن سداد قروضهم في ضوء ارتفاع أسعار العقارات، بل إنها قد تبيع من الفرق في الأسعار عند إعادة تملك هذه العقارات⁽³⁾.

أدى الارتفاع الكبير وغير المتوقع لأسعار الفائدة إلى تفاقم الأقساط العقارية على المستثمرين وملاك العقارات، وامتنع الكثير منهم عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، فقامت المؤسسات المالية ببيع ديون

(1) - ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 04.

(2) - رمزي محمود، الأزمة المالية والفساد العالمي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009، ص 22.

(3) - محمد راتب النابلسي، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، ط2، 2009، ص 17.

المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بهدف تحويل المخاطر إلى المستثمرين الذين يحصلون على عوائد سندا تم من مدفوعات المقترضين من أقساطهم الشهرية.

ولتقوية ضمان السندات ابتكرت البنوك العاملة في إطار الرهن العقاري في الو.م.أ طرق جديدة بتوجيه حامل السندات إلى التأمين إلى التأمين عليها لدى شركات التأمين مع تحميلها المسؤولية في حالة عجز المقترض عن السداد مقابل الحصول على دفعات منتظمة على غرار أقساط التأمين، وقد نفذت عمليات هذا التأمين دون أي رقابة من الأجهزة المالية المسؤولة مما ساعد على انتشارها بصورة لم يسبق لها مثيل من قبل.

وعليه فإن العقارات حملت بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، وانقطعت بذلك الصلة بين المستثمرين والمقترضين بضمان العقارات وانخفضت أسعار العقارات بشكل كبير في الوقت الذي تعذر فيه على المقترضين دفع أقساط القروض المستحقة عليهم، مما أدى إلى زيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرت بذلك المواجهات بين البنوك والمقترضين، وعرض ما لا يقل على ثلاثة ملايين منزل للبيع في أواسط عام 2007، بالإضافة إلى إفلاس عدد من المصارف ومؤسسات الإقراض الأمريكية.

ثانيا: المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها

يمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية والتي ظهرت بالو.م.أ بداية 2007 في النقاط التالية: (1)

فبراير 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، مما سبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.

أغسطس 2007: البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصاريف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.

أكتوبر - ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

22 يناير 2008: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، وسيجري تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين يناير ونهاية أبريل.

17 فبراير 2008: الحكومة البريطانية تؤمم بنك (نوردزن روك).

11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.

16 مارس 2008: جي بي مورجان تشيس يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي (بير ستيرنز) بسعر متدني ومع

المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.

(1) - عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق، ص ص 268-269.

7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري (فريدي ماك) و(فاني ماي) تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود **200** مليار دولار.

15 سبتمبر 2008: اعترف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية "بنك أوف أمريكا" شراء بنك آخر للأعمال في وورل ستريت هو "ميريل لينش" وبالتالي يعلن عن أسوأ أزمة منذ مائة عام حيث يسقط رابع أكبر بنك أمريكي ليمن براذرز عن إفلاسه ليمثل صدمة عنيفة بأسواق المال وتراجع حاد بالبورصات.

16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤمان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "إيه آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97.9% من رأسمالها.

17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والإقراض يضعف في النظام المالي، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية، بالإضافة إلى هبوط الدولار الأمريكي متأثراً بتطورات إفلاس البنك الأمريكي ليمن براذرز.

18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "ايتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع، والبنوك المركزية تضخ مئات المليارات من الدولارات لتوفير السيولة وجهود مكثفة لإنقاذ كبرى شركات التأمين الأمريكية من خطر الإفلاس.

19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء على التحرك فوراً حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الـ و.م.أ وشهدت أسعار البترول انخفاضاً حاداً في أسواق آسيا، وبورصات آسيا وأوروبا تشهد تراجعاً.

20 سبتمبر 2008: خطة عاجلة بتكثيف تريليون دولار تتضمن شراء الحكومة لأصول المؤسسات المتعثرة.

23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.

26 سبتمبر 2008: انخيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الـ و.م.أ يشتري بنك (جي بي مورغان) منافسه (واشنطن ميوتشوال) بمساعدة السلطات الفيدرالية.



27 سبتمبر 2008: في أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي - الحكومة تغلق مؤسسة واشنطن ميوتيوال وتبيع أصولها لبنك جي بي مورغان بجوالي 1.9 دولار.

28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم (فورتيس) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا يجري تأميم بنك (براد فورد وبينغلي).

29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وويل ستريت تنهار، وكانت البورصات الأوروبية تراجعت بقوة هي الأخرى في وقت سابق خلال النهار في حين واصلت معدلات الفائدة بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة أعلن بنك (سي تي غروب) الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي تسجل خسارة تفوق 10%.

01 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي بعد رفض مجلس النواب له في تصويت أول والخطة تدعو لضخ 700 مليار دولار للبنوك والشركات المنهارة لتوفير السيولة وإكسابها القدرة على الإقراض مرة أخرى.



المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

لقد تعددت الأسباب التي أدت إلى انفجار الأزمة المالية العالمية، إلا أنه يمكن تلخيص هذه الأسباب فيما يلي:

أولاً: انفجار فقاعة الرهن العقاري:

ظهرت بوادر الأزمة في صيف 2007م، مع ضعف السوق العقارية في الو.م.أ ومع ذلك لم تلفت الأزمة نظر الجمهور العام إلا في منتصف سبتمبر 2008 مع إفلاس شركة ليمان براذرز، ومجموعة أخرى من البنوك والمؤسسات المالية في الو.م.أ والمملكة المتحدة وأوروبا. وكشفت الأحداث تورط هذه البنوك في مديونيات عقارية أمريكية كبيرة، وعندما تعثر المدينون في السداد كان على هذه البنوك أن تدفع الثمن.

كل ذلك حدث في ظل غياب الرقابة المالية الكافية على المؤسسات المالية الأمريكية وفي ظل مناخ التحرر الاقتصادي الذي تبناه المحافظون الجدد.

واستند هذا البناء الضخم على فكرة بسيطة ألا وهي تقديم الائتمان العقاري لكل من يطلبه بغض النظر عن قدرته على السداد، ذلك أن القرض يضمن نفسه، فحقوق البنك مضمونة بالاستيلاء على العقار وبيعه بسعر مرتفع، وعليه أسرفت البنوك في تقديم الائتمان حتى للمقترضين من ذوي الدخل المنخفضة وغير المنتظمة. وفيما بعد سميت هذه القروض بقروض النينجا Ninja loans وهي كلمة مختصرة بالإنجليزية تعني بدون دخل وبدون وظيفة وبدون أصول (No income, no job, or assets). وبهذا تكون البنوك قد تخلت عن أخلاقيات وأصول العمل المصرفي التي تقوم على التأكد من قدرة العميل على السداد.

وبالطبع فإن الإقراض للمستهلكين الضعفاء كان يولد أرباحاً أعلى من تلك المتوفرة في الأسواق، ولضمان توليد سيولة إضافية للتوسع في هذا النوع من القروض تم توثيق هذه المديونيات ذات الضمانات دون الحدية sub-prime Mortgages بعد مزجها في مديونيات أخرى أفضل حالاً في شكل صكوك مالية بيعت للبنوك وشركات التأمين، كذلك فقد نجحت البنوك الأمريكية المصدرة للصكوك في الحصول على تصنيف ائتماني مرتفع لهذه الصكوك يجعلها تبدو بدون مخاطر كبيرة.

ثانيا: تفشي ثقافة الاقتراض والمضاربة

كما أشرنا عليه، كانت الديون العقارية دون الحدية الشرارة التي أشعلت الأزمة، ومع ذلك يرى الكثيرون أن جذور معضلة الاقتصاد الأمريكي تمتد إلى ما هو أعمق من أزمة الرهن العقاري، ويشيرون إلى تفشي ثقافة الاقتراض والمديونية التي طالت المستهلكين والحكومات على حد سواء، فالاقتصاد الأمريكي يشجع الاستهلاك ببذخ، حيث اختفت روح التقشف التي خلقت أمة عظيمة واقتصاد قوي حتى ما بعد ح ع 2، وانخفضت مدخرات الأسر الأمريكية من 9% من الدخل في الثمانينيات إلى 5% في التسعينيات، ثم هبطت إلى ما يقرب من الصفر في السنوات الثلاث الأخيرة، ولقد أصبح الاقتصاد الأمريكي الذي مول إعادة اعمار أوروبا والعالم بعد ح ع 2 المقترض الأول في العالم.

وتقدر المديونيات الداخلية والخارجية للاقتصاد الأمريكي بحوالي 40 تريليون دولار منها 11 تريليون للحكومة و18.4 للشركات و9.2 للأفراد، وساعد على زيادة الاستهلاك والاستدانة سياسات التوسع النقدي التي اتبعتها البنوك المركزية بتخفيض أسعار الفائدة ابتداء من عام 2000 في كل من الو.م.أ والاتحاد الأوروبي. وقادت الو.م.أ العالم في الإنفاق الاستهلاكي عن طريق الاستدانة، ووصلت المديونيات إلى حوالي 165% من دخل العائلات الإجمالي المتاح للإنفاق (بعد خصم الضرائب)، بينما لم تزد هذه النسبة عن 85% في أوروبا و105% في اليابان.

ويوضح الجدول التالي حجم المديونيات حسب القطاعات في العالم وفي الو.م.أ:

الجدول رقم (2): توزيع المديونيات حسب القطاع المستفيد في نهاية 2008

المديونيات في العالم	المديونيات في أمريكا	
18079	12057	ديون إسكان عائلي
3374	2553	ديون إسكان إداري
8538	2591	ديون مستهلكين
23463	6585	ديون تجارية
2669	2669	ديون بلدية
56123	26455	إجمالي

Source :Global Financial Stability Report p 28

ويظهر من خلال الجدول أن حجم المديونيات في العالم يصل إلى أزيد من 56 تريليون دولار أي إلى ما يقرب من قيمة الناتج العالمي الاسمي.



ثالثاً: غياب الرقابة المالية الفعالة

إن أحد أسباب الأزمة الرئيسية كانت في غياب الرقابة الكافية على أعمال بنوك الاستثمار ووكالات التأمين الخاصة، ناهيك عن الإهمال الجسيم الذي نسب إلى شركات التقييم المالي التي اتحدت مصالحها مع المقرضين، مما ولد انطبعا بالتواطؤ، ذلك أنه كلما زادت عمليات الإقراض زاد دخل شركات التقييم مما ولد انخيازاً تجاه الإقراض بأقل الضوابط، ويشير تقرير الرقابة والإصلاح الحكومي في الكونجرس الأمريكي إلى أن شركات التقييم المالي قد استفادت فائدة كبيرة من الرواج في سوق الرهن العقاري، فارتفعت إيرادات هذه الشركات من 3 مليار دولار عام 2002 إلى 6 مليار دولار عام 2007.

ويرجع غياب الرقابة الحكومية الكافية على القطاع المصرفي وشركات الرهن العقاري إلى إلغاء القيود على بنوك الاستثمار في الو.م.أ وفي أوروبا الغربية منذ نهاية الثمانينات، ويشير البعض الآخر إلى غياب دور الرقابة الداخلية في تقييم المخاطر، وظهرت شهادات من بعض مديري الرقابة الداخلية في البنوك وشركات التأمين تشير إلى الضغوط الرهيبة التي تعرضوا لها من الإدارة العليا وإدارات العمليات التي كان همها الانغماس في هذا الصيد الصاحب، واقتنع الجميع بأن ارتفاع أسعار العقار مستمر، وأصبح هو الضمان الوحيد لاستعادة أموالها⁽¹⁾.

رابعاً: اللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة (توريق الديون)

تعددت المفاهيم المتعلقة بالتوريق بتعدد الكتاب والباحثين فقد عرف ماكس مورو التوريق بأنه: "عبارة عن تقنية مالية تتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية" وتستند هذه الأوراق إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند على قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته بسداد الديون المترتبة عليه⁽²⁾.

نشأت ظاهرة التوريق في الو.م.أ منذ مطلع سبعينيات القرن الماضي، وكان السبب البارز لاستحداث هذه التقنية الجديدة هو معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية، والتي كانت تغطي عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية⁽³⁾.

كان الهدف ولا يزال من تقنية التوريق تفادي مثل هذه الأزمات في المستقبل، بحيث يمكن توفير الأموال طويلة الأجل لتوظيفها في قروض سكنية طويلة الأجل، وقد انتشرت عملية التوريق في معظم دول العالم نظراً للاستحسان الذي شهدته.

(1) - علي عبد العزيز سليمان، العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية، المكتبة الأكاديمية، ط1، القاهرة، 2010، ص 35.

(2) - Max Moreau, l'embouchoir : 125 réponses pour le plein emploi, ED, l'harmattan, paris, 2011, p 413.

(3) - شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها، تداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن 2010، ص 17.



يعد التوريق أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري الأمريكية إلى سندات تم عرضها وبيعها وتداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم، وأقبلت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية وبنوك شهيرة ذات ثقل كبير في الأسواق العالمية بغرض تحقيق المزيد من الأرباح، والغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة ببنية المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري والمنتجات والأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها.

تجدر الإشارة إلى أن البنوك لم تكتف بالتوسع في الإقراض بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض⁽¹⁾، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق أو التسنيد، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأول بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، فالبنك يقدم محفظة من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهذه هي المشتقات المالية⁽²⁾.

خامساً: وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية⁽³⁾

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن "عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها".

تعتبر شركة Moody's أول من أصدر مؤشرات الجدارة الائتمانية في عام 1909م، وبحلول عام 1929م كانت Moody's تقوم بتصنيف حوالي خمسين حكومة مركزية تصدر سندات اقتراض دولياً، وخلال تسعينيات القرن الماضي، ازدهر نشاط تصنيف الدول للجدارة الائتمانية، وأصبح على الأقل هناك تسع شركات تقوم بعملية التصنيف أهمها: Standard و Poor's و Moody's و Fitch وكل منها يقوم بتصنيف ما يزيد عن 80 دولة مستقلة، ثم انضمت مؤخراً شركات أخرى مثل Phelps و Duff و IBCA ... وغيرها. ويوضح الجدول الموالي مستويات التصنيف الائتماني حسب أهم الوكالات الدولية.

(1) - مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و 2 أبريل 2009، ص 30.

(2) - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان - الأردن 2009، ص 28.

(3) - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2012. صص 121-122 .



الجدول (3): التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات Moody's و S&P و Fitch

الخصائص	فيتش	ستاندرد أند بورز	موديز
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسط الجودة	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة		CCC+	C
		CCC	C
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD		
	DD		
	D		

Source: F.Mishkin, Monnaie, banque et marches financiers, Pearson Education France, 9^{eme} édition, paris 2010, p 146.

تمثل الفئة AAA أعلى تصنيف لجودة السندات، وتعتبر السندات المصنفة في المجموعات الأولى من كلا التصنيفين فئات الاستثمار، وتميز بارتفاع القدرة على سداد فوائد وأصل الدين وفقاً لترتيب كل مجموعة بالجدول، أما المجموعات الأخرى فتشمل السندات التي تتوفر على خاصية المضاربة، وتميز بانخفاض جودتها، وتواجه باحتمالات التوقف عن السداد، وتزايد تلك الاحتمالات كلما انخفض التصنيف إلى أن تصل لدرجة التوقف الفعلي عن السداد.

لقد انتشر الفساد في الكثير من وكالات التصنيف في الو.م.أ و بعض الدول الأوروبية خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية، بحيث كان التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك وشركات التأمين وشركات إعادة التأمين وشركات التمويل العقاري، وبالرغم من أن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من



قبل بنوك كبيرة وقوية مثل: مورغان ستانلي، وليمان براذرز، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا وآمنا، وبدرجة أعلى تصنيف (AAA)، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض لها أو على الأقل كانت غير مدركة لها آنذاك، لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان.

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن التداخل بين الاقتصاديات بفعل العولمة المالية جعل الأزمة المالية العالمية تؤثر على معظم اقتصاديات العالم، ويمكن تلخيص أهم تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي فيما يلي:

أولا: أثر الأزمة على معدلات النمو الاقتصادي:

شهد الاقتصاد العالمي تباطؤا كبيرا منذ بداية عام 2008 نتيجة لهذه الأزمة، ودخلت معظم اقتصاديات الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي، وبهذا شكلت الأزمة قيودا على النمو في تلك الدول وعلى الاقتصاد العالمي برمته بحكم الصلات والروابط المالية والاقتصادية التي تربط الدول الرأسمالية بكل دول العالم، وتشير التقارير الدولية إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى حوالي 3.2% في عام 2008⁽¹⁾. وقد تراجعت معدلات النمو في الدول الرأسمالية المتقدمة اقتصاديا من 2.7% عام 2007م إلى 0.9% عام 2008م، وانخفض معدل النمو في الو.م.أ إلى 1.1% عام 2008م بعد أن كان 2% عام 2007م، كما تقلص معدل النمو في منطقة اليورو من 2.7% عام 2007م إلى 0.9% عام 2008م، وذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الو.م.أ وخسائر أسواق الأوراق المالية الأوروبية التي تأثرت بانخفاض قيم أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ وفي الدول الآسيوية، كذلك تأثر الاقتصاد الياباني وسجل معدل نمو سالب قدر بحوالي 0.6% عام 2008م بعد أن كان موجبا في 2007م، ويرجع السبب في ذلك إلى تأثر الاقتصاد الياباني بالأزمة لاعتماده الكبير على الأسواق المالية العالمية في مجال التجارة والاستثمار⁽²⁾.

ثانيا: تراجع دور الدولار

حتى قبل ظهور بوادر الأزمة الحالية، كانت هناك كثير من الأصوات التي تطالب ببدل للدولار كعملة احتياطي عالمي لعدة أسباب أهمها العجز المتزايد في الميزان التجاري الأمريكي، وما يحتمه ذلك من تراجع مستمر

(1) - محمد أبو حمور، جذور الأزمة المالية الاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010، ص 06.

(2) - خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010، ص 14.

* جوزيف ستيغلتز الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2001.

في قيمة الدولار، بل إن "جوزيف ستيجلتز" يؤكد بأن الاحتياطات التي تحتفظ بها كثير من الدول النامية في الو.م.أ هي في الواقع أموال مجمدة نظراً لأن العائد عليها لا يتجاوز 1-2% بينما بإمكان هذه الموارد أن تحقق عائداً يتفاوت بين 10-15% لو أنها استثمرت في مشروعات تنموية منتجة في الدول النامية، وهو ما يكبدها خسائر تقارب 300 مليار دولار سنوياً، وتزداد هذه الخسائر بتراجع قيمة الدولار التي بدأت مع الألفية الثالثة، حيث تراجعت قيمة الدولار أمام اليورو خلال الفترة ما بين فبراير 2002م وديسمبر 2004م بحوالي 37%.

كذلك فإن الأزمة الحالية ستزيد من عدم الثقة في الدولار ولا شك أن كثير من الدول ستبدأ بتوسيع محافظها الاستثمارية، بل إن هناك بعض المؤشرات التي تدل على حصول شيء من ذلك ولو على نطاق محدود، ففي الفترة ما بين 1999م-2006م تراجع نصيب الدولار من الاحتياطات الدولية من 71% إلى 66%، ولقد كان مصدر هذا التنوع دول الأوبك التي تراجعت احتياطياتها بالدولار من 75% في الربع الثالث من عام 2001م إلى 61.5% عام 2004م، وفي بداية عام 2007م ونتيجة لبيع كل من الصين واليابان وتايوان جزء من استثماراتها بالدولار، تراجع نصيب الدولار من الاحتياطات الدولية من 66% إلى حوالي 63%، هذا فيما تعلق بالاتجاهات المتوقعة بخصوص الاحتياطات الدولية بالدولار، كما أن هناك قنوات أخرى يمكن أن تؤثر بها الأزمة الحالية سلباً على قيمة الدولار في الفترة القادمة ومنها حدوث تغير في سياسات ربط العملات بالدولار وتسعير النفط بالدولار، فكثير من الدول تربط عملاتها بالدولار سعياً وراء بعض الاستقرار في اقتصادياتها، ولكن العجز المتفاقم في ميزان المدفوعات الأمريكي، وتفاعلات الأزمة الحالية ستدفع بكثير من الدول إلى البحث عن بديل، كربط عملاتها باليورو أو بسلة من العملات أو بوحدة حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي. وقد قامت الكويت في السنوات الأخيرة مثلاً بربط عملتها بسلة عملات بدل ربطها بالدولار.

وهذا التوجه متوقع في كثير من الدول خاصة الخليجية والعربية التي تتركز تجارتها مع الدول الأوروبية والآسيوية، لأن استمرارها في الارتباط بالدولار المتراجع يعني تكبدها تكاليف باهظة في قيمة وارداتها من هذه الدول، فحسب بعض الدراسات فإن هذه الدول تخسر 5% من القوة الشرائية لإيراداتها النفطية كلما تراجعت قيمة الدولار أمام العملات الأخرى بحوالي 10%⁽¹⁾.

ثالثاً: انهيار البورصات

شهدت أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ وفي معظم دول العالم تقريباً انخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات غير المتوقعة للبنوك والمؤسسات الكبرى. وترتب عن الأزمة زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير إلى شراء سندات الخزانة الأمريكية نظراً لضماناتها القوية، وقد لجأت

(1) - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، مرجع سابق، ص 56-57.



الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية.

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008م على البورصة الأمريكية هبط مؤشر دار جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258 نقطة، وانخفض مؤشر ستاندرد أند بورز 500 الأوسع نطاقا بـ 75 نقطة أي بنسبة 7.6% مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9 نقطة، وانخفض مؤشر "ناسداك" المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا بـ 95.2 نقطة أي 5.47% إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة⁽¹⁾. وآسيويا هبط مؤشر نيكاي الياباني بنسبة أكثر من 11%، وفي بكين تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57% وتراجعت بورصة هونج كونج بـ 7.3% بسبب مخاوف المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية⁽²⁾. هذا وتجدد الإشارة إلى أن التراجع الكبير الذي عرفته البورصات العالمية يعود إلى ثلاثة أسباب رئيسية هي⁽³⁾:

1- توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوفر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة، ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.

2- عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيرا، وذلك لعدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشرا سلبيا لأداء الاقتصاد الأمريكي.

3- العامل الثالث الذي كان له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعورا لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات، فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

رابعا: تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصاد حقيقي

لقد أدى توقف الائتمان إلى انتقال الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي، فبالإضافة إلى الركود الذي أصاب سوق العقار تأثرت قطاعات الاقتصاد الأخرى، وكان قطاع إنتاج السيارات والسلع المعمرة التي تعتمد على

(1) - إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدر الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص 72-73.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 320.

(3) - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، مرجع سابق، ص 33.

الائتمان في مقدمة المصابين، وبلغ التراجع في الطلب على السيارات في السوق الأمريكية إلى 60% خلال أسابيع قليلة.

وقد أدى هذا الانهيار في الطلب إلى تعثر شركات السيارات ودخول بعضها في مراحل الإفلاس الفعلي، ومع تراجع إنتاج السلع المعمرة تأثرت آلاف من الشركات المغذية لهذه الصناعة وكذلك شركات الخدمات ووكالات التوزيع، وفي النهاية وصل التأثير إلى الوظائف في كافة قطاعات المجتمع، وتقدر وزارة العمل الأمريكية أن 4.4 مليون وظيفة فقدت خلال العام 2008 فحسب.

المطلب الرابع: الجهود الدولية والإقليمية المبذولة لاحتواء الأزمة

اتخذت العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم إجراءات وأعلنت خططاً لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وفيما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات.

أولاً: خطة الإنقاذ الأمريكية

كشفت وزارة الخزانة الأمريكية تفاصيل الخطة الحكومية لإنقاذ القطاع المصرفي في الـ 30 أيلول/سبتمبر 2008 وذلك بعد الإعلان عن رصد 700 مليار دولار لتنفيذها.

وجاء في بيان لوزارة الخزانة أن الخطة تتيح لوزير الخزانة "هنري بولسون" بالتنسيق مع رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي الحصول على الصلاحية التي تخوله شراء أصول بنوك وشركات ومؤسسات مالية أخرى طالما كان ذلك ضرورياً لتثبيت الأسواق المالية.

وقال وزير الخزانة الأمريكية: "إن التدخل غير المسبوق والشامل للحكومة يعتبر الوسيلة الوحيدة للحيلولة دون انهيار الاقتصاد الأمريكي بشكل أكبر، موضحاً أن خطة وزارته تركز على إنشاء وكالة حكومية جديدة من شأنها ابتلاع كافة الأصول التي تهوي بالمؤسسات الأمريكية"، وتعليقاً على التدخلات الحكومية الأمريكية، قال رئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي "بن برنانكي" إنها ضرورية لضمان ألا تؤدي الديون المدومة إلى انهيار النظام المالي والاقتصاد⁽¹⁾.

وأعطيت لهذه الخطة مهلة تنتهي بنهاية 2009م مع إمكانية تمديدها لمدة سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها. وتهدف خطة الإنقاذ الأمريكية إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن⁽²⁾.

(1) - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، المرجع السابق، ص 40.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 388.



ثانيا: خطة منطقة اليورو:

تبنى قادة مجموعة اليورو خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأميم جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وتستند أساسا إلى ضخ أموال عامة في المصارف المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين المصارف مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها.

وأعلن الرئيس الفرنسي السابق نيكولا ساركوزي أن حكومات الدول الـ15 التي تعتمد اليورو عملة رسمية لها مستعدة لتملك حصص في البنوك، كما تعهد القادة الأوروبيون بالمساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

أ- فرنسا: اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار يورو، وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال تلك المتعثرة منها، واعتبر العديد من المراقبين أن الخطة لن تمنع الاقتصاد الفرنسي من الانزلاق نحو الركود وأن الأمر يتطلب اتخاذ قرارات أكثر تكلفة من أجل تحفيز الاقتصاد وتوجيهه نحو النمو.

ب- ألمانيا: وافقت الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق، وخصصت له 400 مليار يورو، وقال وزير المالية الألماني "بير شتاينبروك": "إن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعا إلى تقييد رواتب مسؤولي المصارف التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات إنهاء الخدمة.

من جهة أخرى توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا إلى اتفاق بشأن تفاصيل خطة لإنقاذ ثاني أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي "هيوريال ستيت (إتش آر إس)"، ورصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار يورو غير أنها انهارت لأن الضمانات الخاصة بالقروض التي حصلت عليها الشركة من العديد من المؤسسات المالية قد انتهت صلاحيتها.

ج- بريطانيا: أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها 250 مليار جنيه من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل، وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات في هذه المصارف.

ثالثا: خطة الدول السبع الصناعية:

وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الو.م.أ، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، كندا) خطة تحرك لمواجهة الأزمة، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى، واتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة، كما أعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية. وتبقى الغاية الأساسية من وراء ذلك إعادة الثقة في أسواق المال في العالم واستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات قوية و متماسكة من قبل السلطات العامة، وتمكين المصارف من جمع رؤوس الأموال الكافية من القطاعين العام والخاص على حد سواء لتمكين من مواصلة إقراض العائلات والشركات⁽¹⁾.

رابعا: خطة مجموعة العشرين⁽²⁾:

أقر مجموعة العشرين في قمته التي عقدت في الثاني من نيسان /أبريل 2009م خطة لإنعاش الاقتصاد العالمي، من خلال ضخ 1.1 تريليون دولار منها 500 مليار دولار سيتم تقديمها إلى صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى 50 مليار دولار في صورة مساعدات مباشرة للمؤسسات المصرفية بهدف تعزيز سياسات الإقراض وميزانيات المصارف، كما تتضمن الخطة تقديم 200 مليار دولار لتعزيز التجارة العالمية، حيث من المتوقع أن يصل إجمالي المبالغ التي سيجري ضخها إلى نحو 5 تريليون دولار في نهاية عام 2010م.

ويمكن القول أن القمة أظهرت نوعا من التضامن الدولي في مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، في محاولة لحسم الجدل الدائر حول احتمالات تصاعد النزعات الحمائية والصراعات الاقتصادية بين الدول الكبرى، في مساعيها إلى النجاة بنفسها من الأزمة الاقتصادية العالمية، كما شكلت نتائج القمة تعزيزا لدور الدولة التي اتفق

(1) - فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهةها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و21 أكتوبر 2009. ص 11 .

(2) - بديعة لشهب، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، بحوث اقتصادية عربية، العدد 52 / خريف 2010، ص 72.

* تضم مجموعة العشرين إضافة إلى الدول الثماني الكبرى مجموعة القوى الناشئة (الصين، روسيا، البرازيل، الأرجنتين، الهند، أستراليا، السعودية، ج إفريقيا، كوريا الجنوبية، أندونيسيا، المكسيك، تركيا).



زعماء دول قمة العشرين على تدخلها ببرامج هائلة تبلغ تكلفتها نحو 5 تريليون دولار من أجل إنقاذ اقتصادياتها من آثار انفلات قوى السوق وعدم عدالتها في توزيع الدخل.

وينظر إلى هذا الأمر على أنه تحول واضح عن النموذج الليبرالي المتوحش المنفلت من أية ضوابط أو رقابة. كما عززت القمة دور المؤسسات المالية الحكومية الدولية، وعلى رأسها FMI الذي تضاعفت موارده، لكنها تركت له الحرية في صياغة البرامج التي يفرضها على الدول المتضررة اقتصادياً من جراء الأزمة، والتي تلجأ إليه من أجل إعادة جدولة ديونها أو للحصول على قروض جديدة، على الرغم مما تتعرض له هذه البرامج من انتقادات حادة باعتبارها أحد مسببات الأزمات الاقتصادية في البلدان التي طبقتها.



المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية

يختلف تأثير الأزمة المالية العالمية على الدول العربية وذلك لمدى تبعية اقتصاد هذه الدول وارتباطه بالاقتصاد الأمريكي والأوروبي، وأيضا لمدى تطبيق النظام الرأسمالي في اقتصادياتها، وسنتطرق لآثار هذه الأزمة على الدول العربية كما يلي:

المطلب الأول: انعكاسات الأزمة على دول شمال إفريقيا

لقد اختلف تأثير الأزمة على اقتصاديات دول شمال إفريقيا باختلاف طبيعة الاقتصاد في كل دولة.

أولا: على الاقتصاد المغربي:

يرتكز الاقتصاد المغربي بالأساس على السياحة، تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، مداخل صادرات الفوسفات وبعض الموارد الغذائية والنسيج، بالإضافة إلى المداخل الجبائية التي سجلت في 2007م نسبة نمو استثنائية تصل إلى ما يفوق 150 مليار درهم، أي ما يعادل 89.4% من مجموع المداخل (دون احتساب مداخل الخصخصة)، وتمثل بذلك 25% من الناتج الداخلي الإجمالي، وأما مبيعات الفوسفات ومشتقاته إلى غاية شهر أكتوبر 2008م فقد بلغت 37.5 مليار دولار محققة ارتفاعا بنسبة 167.4% أي ما يعادل 23.5 مليار درهم، وكانت هذه الزيادة كمحصلة لارتفاع أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية، بحيث تضاعف سعر الفوسفات ثلاث مرات في ظرف 6 أشهر، وبالمقابل يعتبر المغرب مستوردا للطاقة ونسبة هامة من المواد الغذائية...، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن العجز التجاري تفاقم سنة 2007 بنسبة 40.8% ليمثل 23% من الناتج الداخلي الإجمالي.

لقد كان للأزمة المالية العالمية انعكاسات مباشرة على الاقتصاد المغربي حيث تراجع الطلب على الصادرات المغربية، وبخاصة الفوسفات والمواد الغذائية، وتأثر قطاع السياحة الذي يرتبط أساسا بالدول الأوروبية المتضررة جراء الأزمة، بالإضافة إلى انخفاض تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج نتيجة الكساد الاقتصادي وتفاقم مشكل البطالة في أوروبا، والذي بدأت تظهر بوادره خاصة بإسبانيا التي تستقبل غالبية المهاجرين المغاربة، وهذا الوضع أدى إلى انخفاض الإيرادات من العملة الصعبة وإلى ارتفاع حجم المديونية العمومية، مما انعكس سلبا على الأوضاع الاجتماعية بسبب تراجع الاستثمارات الموجهة نحو قطاعات اجتماعية حيوية (التعليم، الصحة،...).

ثانيا: على الاقتصاد الليبي:

يواجه الاقتصاد الليبي سلسلة من التحديات باعتباره يستورد أكثر من 75% من احتياجاته الغذائية، أما قطاعات الزراعة والسياحة ... فلا تستوعب أكثر من 4% من العمالة، ولا تساهم إلا بنسبة 5% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يعني أن الاقتصاد الليبي لا يزال اقتصادا ريعيا، كما أن نسبة البطالة تتعدى 17%.

وتمثل صادرات النفط حوالي 80% من الصادرات الليبية، وبلغت سنة 2005م 36.6 مليار دولار، في حين كان معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ليبيا في حدود 6.7% سنة 2004م و6.5% سنة 2005 بينما وصل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في شهر جوان 2006م إلى 54.5 مليار دولار، إلا أنه سنة 2008م لم يتجاوز 45 مليار دولار نتيجة انهيار الأسعار، أما قطاع الاستثمار فإن 80% من الاستثمارات الأجنبية المباشرة موجهة نحو قطاع النفط، في حين أن 20% فقط من تلك الاستثمارات الأجنبية هو من نصيب القطاعات الاقتصادية الأخرى، وبلغت الاحتياطات من العملة الأجنبية في نهاية 2006م حوالي 50 مليار دولار. ويواجه الاقتصاد الليبي تحديات كبيرة فرضتها الأزمة المالية العالمية يمكن إيجازها فيما يلي⁽¹⁾:

- تأثرت الأصول المالية الليبية المستثمرة في الخارج بنسبة 20% على الأقل.
- تراجع حركة السياحة مما كان له أثر سلبي على الإيرادات السياحية.
- تدهور الإيرادات النفطية نتيجة انخفاض أسعار البترول، حيث انخفض سعر البرميل من 147 دولار في شهر فيفري إلى 33.87 للبرميل في 19 ديسمبر 2008م، مما انعكس سلبا على وضعية الاقتصاد الليبي الذي يعتمد أساسا على العائدات النفطية.

ثالثا: على الاقتصاد التونسي:

نتج عن الأزمة المالية العالمية تراجعا حادا في معدلات النمو الاقتصادي في دول العالم لا سيما الصناعية منها، وبالتالي تدني مستويات التبادل الدولي، وباعتبار الاقتصاد التونسي يعتمد أساسا على ثلاث قطاعات رئيسية (قطاع الزراعة، السياحة، وبعض الصناعات الخفيفة) فإن انخفاض الطلب على المنتجات الزراعية التي تشكل نسبة 65% من الصادرات التونسية، ونقص حركة السياحة العالمية خاصة تلك الوافدة من أوروبا والتي تمثل القسم الأكبر من السياحة الوافدة إلى تونس، هذه العوامل من شأنها التأثير بشدة على إيرادات الدولة واحتياطاتها من النقد الأجنبي، وبالتالي تعثر مشاريع التنمية سواء القائمة أو المبرمجة، نتيجة لنقص التمويل الكافي والتأخر في إنجاز برامج التنمية المخططة، مما سينعكس سلبا على الوضعية الاقتصادية بدءا بارتفاع معدلات البطالة التي

(1) - زايدي عبد السلام، مقران يزيد، مرجع سابق، ص20.



تتعدى نسبة 17.78% وزيادة العجز في الميزان التجاري، ناهيك عن تأزم الأوضاع الاجتماعية وانتشار مظاهر الفقر وتدني مستويات المعيشة خاصة للأفراد ذوي الدخل المحدود الذين يشكلون الفئة الأكثر تضررا من الأزمة المالية العالمية⁽¹⁾.

رابعا: على الاقتصاد الجزائري:

إن الجزائر من الدول العربية القليلة التي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية وذلك للأسباب التالية⁽²⁾:

- ارتفاع أسعار النفط قبل الأزمة بشكل غير مسبوق ولد ثروة مالية ضخمة في الخزانة الجزائرية.
 - الاستثمارات الجزائرية في الأوراق المالية وسندات الخزانة الأمريكية تكاد تكون معدومة، وبالتالي ستكون خسائرها قليلة.
 - لا يوجد في الجزائر سوق مالي "بورصة" نشيط ، وذلك لقلّة عدد الشركات المساهمة.
 - الدولة الجزائرية تسيطر على التجارة الخارجية ولا يوجد قطاع خاص فعال.
- وبهذا الخصوص أكد مسؤول كبير في البنك الدولي بأن الجزائر لن تتأثر بالأزمة المالية العالمية وأن مركزها المالي سليم.

خامسا: على الاقتصاد المصري⁽³⁾:

لقد تأثرت العديد من القطاعات الحيوية في جمهورية مصر العربية من جراء الأزمة المالية والاقتصادية بسبب تشابك الاقتصاد المصري مع الاقتصاد العالمي، وفيما يلي بعض القطاعات المصرية التي تأثرت من جراء تلك الأزمة:

يرى بعض الخبراء أن الأزمة المالية العالمية كان لها دور قوي في تقلبات سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي، ويرجع السبب في ذلك إلى أنه بسبب الأزمة المالية تراجع العرض من الدولار بالسوق المصرية نتيجة انخفاض إيرادات البلاد من الدولار في القطاعات الحيوية مثل السياحة وقناة السويس والبتروكيمياويات الخارجية.

كما تراجع معدل النمو الاقتصادي المصري إلى 4.1% خلال الربع الثاني من العام 2008-2009م مقابل 7.7% في الربع المناظر له من العام الماضي، ويعد ذلك استمرارا للاتجاه التنزلي لمعدل النمو الاقتصادي

(1) - زايد عبد السلام، مفران يزيد، مرجع سابق، ص 21.

(2) - أحمد مخلوف، الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 و21 أكتوبر 2009، ص 9.

(3) - محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص 154 - 160.

المصري، وهذا الانخفاض الشديد راجع لانخفاض معدلات نمو القطاعات الحيوية في مصر، مثل قطاع السياحة وقناة السويس والصناعات التحويلية، حيث أعلن رسمياً عن تراجع أعداد السائحين بسبب الأزمة العالمية. كما ألقت الأزمة بظلالها على قناة السويس حيث انخفضت إيراداتها خلال الربع الثاني من عام 2008 - 2009م بحوالي 2.9% مقارنة بزيادة قدرها حوالي 22% في الربع المناظر من العام السابق، وذلك راجع لنقص أعداد السفن المار بالقناة، وانخفاض حجم الحمولة الصافية.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي*

تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من الدول العربية ذات الانفتاح المالي والاقتصادي المرتفع، حيث تشكل صادراتها نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي، على اعتبار أن النفط هو المصدر الرئيسي للدخل الوطني، وجراء الأزمة انخفضت أسعار النفط بما يقارب 50% الأمر الذي انعكس على الموازنات العامة ومعدلات النمو الاقتصادي.

من المعروف أن دول الخليج العربي تحتفظ برصيد كبير من أموالها وودائعها في بنوك ومصارف الدول الغربية، وبسبب الأزمة المالية العالمية، وربط عملات هذه الدول بالدولار تكبدت هذه الدول خسائر فادحة نتيجة أرسدتها الضخمة الموجودة في مصارف الغرب، فقد بلغت خسائر الصناديق السيادية الخليجية بسبب أزمة 2008م 400 مليار دولار، كما تأثرت ودائع البنوك العربية الخليجية الموجودة في البنوك العالمية حيث أفلس بعضها وبقي البعض الآخر يعاني من مشاكل في السيولة من جراء الأزمة المالية العالمية، كما تأثرت البنوك المركزية في الدول العربية حيث عانت في الحصول على السيولة من العملة الأجنبية بسبب قلة السيولة في البنوك التي تأثرت بالأزمة في الدول الرأسمالية⁽¹⁾.

وقد شكل رصيد قروض المصارف الأجنبية في نهاية أيلول/ سبتمبر 2008م للاقتصاديات العربية حوالي 16% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية مجتمعة، ويعود الارتفاع في الاقتراض العربي من القطاع المصرفي الأجنبي وخصوصاً من قبل دول مجلس التعاون إلى زيادة حاجة المنطقة لتمويل النشاط الاقتصادي خصوصاً في قطاع الصناعة الاستخراجية ومشاريع التطوير العقاري والأنظمة السياحية، ويذكر في هذا الصدد أن حصة القطاع المصرفي في دول مجلس التعاون من هذه القروض بلغت 69 مليار دولار في نهاية أيلول/سبتمبر 2010م، وبلغت حصة القطاع الخاص غير المصرفي 133 مليار دولار.

(1) - محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص ص 164-165.

* يضم مجلس التعاون الخليجي الدول الآتية: السعودية، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، سلطنة عمان.



وقد مثل هذا الوضع زيادة انكشاف القطاع المصرفي والقطاع الخاص غير المصرفي في دول مجلس التعاون على القطاع المصرفي في دول مجلس التعاون على القطاع المصرفي العالمي، الأمر الذي حد من قدرتها على الاقتراض مجددا من القطاع المصرفي العالمي في ظل التباطؤ الاقتصادي في دول مجلس التعاون، كما اتضح لاحقا من تفاعل أزمة ديون شركات إمارة دبي.

وفي ظل هذه التطورات المتسارعة، وسعيها منها للحفاظ على سلامة القطاع المصرفي اتخذت دول مجلس التعاون سياسات نقدية توسعية بغية التصدي لشح السيولة في القطاع المصرفي حيث طبقت تخفيضات متتابة على أسعار الفائدة، كما قامت بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع⁽¹⁾.

وقد أشارت مصادر اقتصادية إلى أن العديد من الشركات الخليجية قد استغنت منذ شهر سبتمبر 2008م على أكثر من 45 ألف موظف معظمهم من العرب بسبب إلغاء وتأجيل بعض المشاريع في المنطقة بسبب الأزمة المالية العالمية.

ووفقا لتقرير الاستثمار العالمي (جلوبال): فقد قدر الخبراء خسائر دول مجلس التعاون الخليجي الست في الربع الثالث من عام 2008م بنحو 150 مليار دولار، حيث تراجع السوق السعودية بنحو 20.2%، كما تراجع سوق الكويت والتي تمثل ثاني أكبر بورصة في العالم العربي بنحو 17% وفقدت بورصة دبي 25% من قيمتها، كما خسرت بورصة أبو ظبي 20.1% وبلغت خسائر سوق الدوحة 21.5% ومسقط 25%، والبحرين 14% خلال نفس الفترة وهي الربع الثالث من نفس العام⁽²⁾.

وعلى صعيد تداعيات الأزمة على أسواق الأوراق المالية العربية فقد هبطت مؤشرات جميع هذه الأسواق في 2008م باستثناء تونس، حيث كانت أسواق مجلس التعاون لدول الخليج العربية الأكثر انخفاضاً، وعلى الرغم من استعادة أسواق الأوراق المالية العربية استقرارها في نهاية 2009م، إلا أنها بقيت هششة، فهي لم تعد بعد إلى المستويات التي كانت سائدة قبل بروز الأزمة، بل عوضت فقط جزءاً من خسائرها، كما أنها كانت لا تزال تحت تأثير أزمة ديون شركات دبي.

وقد شملت الانعكاسات السلبية للأزمة صناديق الثروات السيادية التي فقدت 4.2% من قيمتها عام 2009م، ولم تعوض معظم خسائرها إلا في شهر سبتمبر 2010م، يذكر أنه وفق البيانات التقديرية المتوفرة عن جزء من صناديق الثروات السيادية العربية التي تعود ملكيتها إلى الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي، فقد

(1) - نبيل جورج دحدح، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي، دراسة قدمت في "ندوة الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاع النفط والغاز الطبيعي في الدول العربية" سوريا، دمشق، 22-24 نوفمبر 2010، ص ص 5-6.

(2) - محمد سعيد محمد الرملاوي، مرجع سابق، ص ص 166-167.



بلغت إجمالي قيمتها حوالي 1.5 تريليون دولار في سبتمبر 2010م، مشكلا حوالي 39% من إجمالي قيمة هذه الصناديق على الصعيد العالمي⁽¹⁾.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة على باقي الدول العربية

أولا: تأثير الأزمة على الاقتصاد اليمني:

أكد الاقتصاديون حتمية تأثر الاقتصاد اليمني بالأزمة حيث توقع المدير العام لاتحاد الغرف التجارية الدكتور "محمد الميمني" أن تخسر اليمن نصف عائداتها من النفط في حال استمر سعر برميل النفط عند مستوى أقل من 80 دولار للبرميل، وهو ما يعادل مليار ونصف المليار دولار التي هي خسارة اليمن عن تلك الأزمة المباشرة بسبب انخفاض سعر النفط.

وأكد حتمية تأثر الاقتصاد اليمني بمليارات الدولارات من الأزمة المالية العالمية، لكنه قال إنه: "تأثر ليس بمثل تأثر المراكز".

ثانيا: تأثير الأزمة على الاقتصاد السوري:

إن تذبذب تبعية انتماء الفكر الاقتصادي لا بد أن له أثر سلبي على مكونات المنظومة الاقتصادية وتركيباتها، وسيختلف أثر الأزمة قياسا على حجم القاعدة الإنتاجية للدولة (القطاع العام والخاص) ودرجة ملاءمتها ونسبة استثماراتها الخارجية خاصة في مجال شراء سندات الخزينة عموما والأمريكية منها خصوصا، ولن يستطيع أحد أن يقول بأنه في منأى عن الأزمة بل لا بد أنه متأثر، فأسعار المواد الأولية عموما بدأت بالهبوط واقتصادنا يغلب عليه تصدير هذه المواد الأولية، كما أن اعتماد السياسة النقدية على الاحتفاظ باحتياطات من سلة عملات، وكثير منها تتهاوى أسعارها هبوطا فإن الأثر موجود فعلا⁽²⁾.

(1) - نبيل جورج دحدح، مرجع سابق، ص 7-8.

(2) - أحمد مخلوف، مرجع سابق، ص 10.



ثالثا: تأثير الأزمة على الاقتصاد الأردني⁽¹⁾:

أثرت الأزمة المالية على الأردن عام 2008م حيث أظهرت المؤشرات حدوث تباطؤ في النمو الحقيقي خلال الربع الأول عام 2009م، حيث نما الناتج المحلي خلال 2009م بنسبة 3.2% مقابل 8.6% عام 2008م، كذلك سجل عجزا في الموازنة العامة عام 2009م بحوالي 7577.7 مليون دينار مقابل عجز مالي بـ 207.2 مليون دينار عام 2008م.

ولكن رغم هذا إلا أن تأثير الأزمة المالية العالمية على الأردن ظهر على شكل انعكاسات إيجابية وأخرى سلبية.

1- الجوانب الإيجابية:

- هبوط أسعار النفط مما يخفض من قيمة فاتورة النفط بحوالي 50% وهو ما يمكّن من كبح معدل التضخم.
- ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل اليورو والجنه الإسترليني سينعكس بالإيجاب على قيمة الدينار الأردني، والذي يؤدي بدوره إلى أثر إيجابي بتخفيض قيمة المديونية الخارجية وكذلك تخفيض قيمة الواردات من أوروبا.

2- الجوانب السلبية:

- إصابة الاقتصاد الأردني كغيره بعدوى الركود وبعدهى شح السيولة.
- خفضت الأزمة من قيمة الاستثمارات الأجنبية والخليجية القادمة إلى الأردن عام 2008م.
- خفضت الأزمة من قيمة المنح والمساعدات الخارجية للأردن.
- ارتفاع نسبة البطالة.

رابعا: أثر الأزمة على الاقتصاد السوداني:

لم يتأثر القطاع المصرفي والمالي المحلي في السودان بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونه أكثر انغلاقا وغير مرتبط بالنظام المصرفي والمالي العالمي بصورة مباشرة، حيث لم تتعرض سوق الأوراق المالية في السودان للتقلبات في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى انغلاقها أمام الاستثمار الأجنبي.

إلا أن الاقتصاد السوداني تأثر من جراء انخفاض الطلب على النفط والناجم عن الركود في الاقتصاد العالمي من جراء الأزمة المالية العالمية.

(1) - بنان "أحمد سعيد" الفلاح، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008، على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة تحليلية مقارنة" أطروحة دكتوراه قسم العلوم المالية والمعرفية جامعة العلوم المعرفية، عمان، الأردن، 2010، ص ص 20-21.



وفي جانب آخر شهد الاقتصاد السوداني نمو ملحوظا في نشاط القطاع غير النفطي وذلك في ظل توافر الإيرادات النفطية قبل نشوء الأزمة، غير أن التراجع في الإيرادات النفطية إثر انخفاض أسعار النفط العالمية أثر سلبا على النشاط الاقتصادي غير النفطي، حيث تراجع النشاط الاقتصادي غير النفطي من معدل نمو بلغ 8% خلال الفترة 2006 - 2008م إلى نحو 3.8% عام 2009م، ويعزى ذلك إلى تراجع الاستثمارات الأجنبية إلى السودان، بالإضافة إلى العوامل الداخلية والمتعلقة بعضها بقيام الدولة بتطبيق إجراءات للحد من الطلب على الاستيراد في ضوء التراجع الحاد في الاحتياطات الخارجية والناجمة عن تراجع أسعار النفط العالمية⁽¹⁾.

المطلب الرابع: آليات انتقال الأزمة إلى الدول العربية

لقد انتقلت الأزمة المالية العالمية إلى الدول العربية عبر عدة آليات أهمها⁽²⁾:

أولا: التأثير من خلال أسواق المال:

أظهرت الأزمة الأخيرة أن أولى آليات العدوى المالية تتم من خلال أسواق المال وعن طريق انتقال رؤوس الأموال، ولعل هذا ما يفسر السرعة الكبيرة التي انتقلت بها الأزمة إلى أركان المعمورة في غضون أيام قليلة، فبالمقارنة مع الأزمة الاقتصادية العالمية 1929م لم تنتقل تداعيات الأزمة في ذلك الوقت بالسرعة الرهيبة التي نشاهدتها هذه المرة لأسباب عدة أولها عدم ترابط البورصات والاستثمارات المتبادلة، وعدم وجود مشتقات مالية نتيجة الالتزام بقاعدة الذهب وانتشار القيود التجارية، أما اليوم فإن تقدم المواصلات والاتصالات والأخذ بمبادئ العولمة مع حرية التحويل بين العملات، جعل العالم قرية صغيرة تكاد تعيش في منظومة مالية وثقافية واحدة، كذلك فإن انفتاح البورصات ووجود استثمارات أمريكية في الخارج واستثمارات أوروبية وآسيوية في أمريكا جعل البورصات تتناغم في حركاتها من بلد لآخر.

ولم يختلف الحال كثيرا عن ذلك في بعض الدول العربية حيث تطابق الانخفاض في أسواقها المالية مع ما حدث في الأسواق العالمية، ففي أسواق الخليج العربي ومصر الأردن كان الانخفاض بمعدلات مشابهة أو أعلى من التراجع في الأسواق الغربية.

(1) - جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية، المتحدة، 2011، ص 13-14.

(2) - علي عبد العزيز سليمان، مرجع سابق، ص 79.



ثانيا: التأثير عن طريق تدفق الاستثمارات:

شهدت السنوات الأخيرة تحسنا ملحوظا في مناخ الاستثمار في الدول العربية وزيادة في التدفقات الاستثمارية إلى بعض الدول العربية، وعموما استحوذ العرب على حوالي 5% من التدفقات الاستثمارية العالمية المباشرة عام 2007م، وفاقت هذه التدفقات المعونات التي تحصل عليها الدول العربية النامية.

وتظهر أهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مجال التشغيل من حيث مساهمتها في تكوين رأس المال في الدول المتلقية، وهي بذلك تساهم في خلق فرص العمل على مرحلتين، الأولى أثناء مرحلة الإنشاء، والثانية عند دخول الاستثمارات الجديدة مجال الإنتاج، ولعل أحد مظاهر العولمة الاقتصادية هو تنامي نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى إجمالي التكوين الرأسمالي.

وامتدت هذه الظاهرة إلى الدول العربية الفقيرة والغنية على حد سواء، ويرجع ذلك إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لم تعد فقط وسيلة لفتح أسواق جديدة للشركات متعددة الجنسيات، ولكن أيضا لتحقيق مزايا إنتاجية لهذه الشركات ضمن منظومة عالمية للإنتاج والتصدير، هذا بالإضافة إلى دورها في نقل التكنولوجيا وتغطية الفجوة بين الادخار المحلي واحتياجات التنمية.

ثالثا: التأثير عن طريق أسواق العمل وتحويلات العاملين في الخارج:

يقدر البنك الدولي تحويلات العمال العرب النقدية إلى بلادهم الأصلية بما يقرب من 25 مليار دولار سنويا، هذا بالإضافة إلى التحويلات العينية في شكل سيارات وآلات ... وغيرها، وتفوق هذه التحويلات وبالذات في المغرب العربي وفي مصر والسودان والأردن ولبنان إجمالي ما تحصل عليه هذه البلدان من معونات أجنبية أو استثمارات مباشرة.

ومن المتوقع انخفاض حجم العمالة العربية المهاجرة كنتيجة لتراجع حجم الأعمال في الدول المستقبلية للعمالة وبالذات في قطاع البناء والتشييد، ويعاني العامل العربي في الأسواق الأوروبية من التمييز حيث أنه آخر من يستخدم وأول من يطرد.

ويلاحظ أن الطلب على العمالة المهنية مثل الأطباء والمهندسين والمدرسين قد لا يتأثر كثيرا وإن تأثرت رواتبهم بالانخفاض مع زيادة المنافسة وبالذات من العمالة الآسيوية وعلى العموم يتوقع أن تنخفض تحويلات العاملين العرب في الخارج بمعدل قد يصل إلى 15% من معدلها الحالية، أي ما يقرب من 4 مليار دولار سنويا.

رابعا: التأثير عن طريق ارتباط العملات الوطنية بالدولار:



ترتبط عملات تسع دول عربية بالدولار الأمريكي بشكل أحادي، وهي دول مجلس التعاون الخليجي (ما عدا الكويت)، الأردن، العراق، جيبوتي ولبنان، هذا بينما حافظت ليبيا، مصر، موريتانيا، واليمن بعلاقة ربط قريبة مع الدولار، ويفرض هذا الارتباط مجموعة من القيود على السياسة النقدية والاستثمارية في هذه الدول، ويلزم هذه الدول أن تحتفظ بجزء كبير من احتياطاتها بالدولار، وهي بهذا تلقي بمصيرها في مركب الدولار، إذا ارتفع ارتفعت معه، وإذا تدهور تحملت العواقب في صمت.

ولقد شهد خريف عام 2007م تطورات مثيرة في هذا المجال حيث حاولت دولة الإمارات وبعض دول الخليج الأخرى فك الربط مع الدولار، وحصلت هذه الدول الخليجية على دعم، إن لم نقل توصية FMI لهذا الاستقلال النقدي كوسيلة لمكافحة التضخم المستورد الذي عانت منه الأسواق بسبب ارتفاع أسعار المواد الغذائية، وكان فك الارتباط يسمح بارتفاع العملة الوطنية أمام الدولار مما يخفض أسعار الواردات، ولكن سرعان ما وئدت هذه الطموحات بعد زيارات عاجلة لوزير الخزانة الأمريكية أقنع فيها المسؤولين المحليين بأن هذه الخطوة لا تخدم مصالحه.

خلاصة:

لقد توصلنا من خلال هذا الفصل إلى أن الأزمة المالية تنعكس سلبا تدهور قيمة العملة المحلية وأسعار الأسهم، مما ينتج عنه آثار سلبية على الاقتصاد ككل. كما تندرج تحتها أنواع من الأزمات كالأزمة المصرفية التي تحدث في القطاع المصرفي وأزمة العملة التي تحدث نتيجة تغير أسعار الصرف، ومن بين الأسباب التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي إضافة إلى اضطرابات القطاع المالي، وذلك باعتبار أن الأسواق المالية جزء منه، وقد تحدث الأزمة في أحد أقسام النظام المالي لتنتشر فيما بعد إلى باقي الأقسام عبر قنوات مختلفة وذلك نظرا لتشابك أقسام هذا النظام.

وتعتبر الأزمة المالية العالمية الأخيرة أحد أسوأ الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ أزمة 1929، والتي أجمع الاقتصاديون على أن السبب الرئيسي للأزمة هو انفجار فقاعة الرهن العقاري في الو.م.أ، بالإضافة إلى أسباب أخرى من بينها تفشي ثقافة الاقتراض والمضاربة واللجوء إلى أوراق مالية متطورة في ظل غياب الرقابة المالية الفعالة، دون أن نغفل الدور السلبي الذي لعبته وكالات التصنيف الائتماني في الزيادة من حدة الأزمة، وذلك لكون التقييم التي كانت تصدره هذه الوكالات لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى. وقد بذلت الدول جهودا جبارة من أجل الخروج من الأزمة وذلك من خلال خطط الإنقاذ التي وضعتها الو.م.أ والاتحاد الأوروبي والتي تمثل معظمها في ضخ المزيد من الأموال في المؤسسات المالية المفلسة .

ونظرا لعالميتها فقد طالت الأزمة كل دول العالم تقريبا بما فيها الدول العربية، هذه الأخيرة اختلفت درجة تأثرها من دولة لأخرى، حيث أثرت بدرجة كبيرة على الدول ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي الكبيرين الممثلة في دول الخليج، في حين كانت الأزمة أخف ضررا على الدول النفطية وذلك لكون الانخفاض في أسعار النفط لم يدم طويلا، إضافة إلى الاحتياطات الكبيرة للدول النفطية قبل الأزمة .

الفصل الثاني

واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تمهيد

إن هدف النشاط الاقتصادي هو غالباً الاستمرارية في تلبية حاجيات ومتطلبات أفراد المجتمع، و ذلك من خلال جمع أكبر قدر ممكن من الأموال من خلال الأسواق المالية التي أصبحت تحتل مكانة هامة في الأنظمة الاقتصادية الحديثة، خاصة الرأسمالية منها، إذ يتم من خلالها تجميع مدخرات أصحاب الفائض المالي وتوجيهها في صورة استثمارات ليستفيد منها أصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى السيولة من أجل مواصلة نشاطهم الاقتصادي، ومن هنا تتضح الأهمية الاقتصادية للسوق المالية حيث تلعب دوراً رئيسياً في تحريك عجلة النشاط الاقتصادي .

وتعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم مكونات السوق المالية كما أنها أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصر أساسي في تقويم الشركات والمشروعات، وقد حظيت في العصر الحديث خاصة بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالية، فهي مرآة للاقتصاد الذي تتواجد به .

وكغيرها من الدول سعت الدول العربية إلى إنشاء أسواق مالية تماشياً مع التطورات الاقتصادية التي يعرفها العالم، وسعيها منها إلى مواكبة هذه التطورات من جميع الجوانب، فقد عملت منذ نشأتها على تكيف أطرها القانونية والتشريعية مع مستجدات الساعة المالية الدولية، خاصة بعد إدراكها للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها في مجالات استثمار متعددة.

وعلى الرغم من التطورات التي عرفتها أسواق الدول العربية، إلا أنها لا تزال عرضة للعديد من المعوقات التشريعية والتنظيمية والاقتصادية التي تحول دون الربط بينها وكذا تحقيق المستوى المطلوب منها.

وعليه فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث نتناول في المبحث الأول مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها وخصائصها ووظائفها بالإضافة إلى أهم الأدوات المالية المتداولة فيها، ونتطرق في المبحث الثاني إلى كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال مفهوم الكفاءة ومتطلباتها والصيغ المختلفة لكفاءة السوق، بالإضافة إلى مؤشرات سوق الأوراق المالية مفهومها واستخداماتها وكيفية بنائها مروراً بأهم المؤشرات في البورصات العالمية.

أما المبحث الثالث فقد خصصناه لنشأة أسواق الأوراق المالية العربية والتطورات التي عرفتها في مختلف المجالات خاصة التشريعية والتنظيمية، وكذا أهم المعوقات التي حالت دون ربط الأسواق ببعضها البعض.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

سنتناول من خلال هذا المبحث ماهية سوق الأوراق المالية من مفهوم ومكونات وخصائص ووظائف، بالإضافة إلى الأوراق المالية المتداولة فيها .

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

سيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى المفاهيم المختلفة لسوق الأوراق المالية "البورصة" مروراً بأقسامها المختلفة.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

هناك عدة مفاهيم لسوق الأوراق المالية منها:

1- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها "السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى (شهادات استثمار، أوراق مساهمة)، وتجري هذه العمليات في مكان محدد ومعروف، وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات والمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار⁽¹⁾.

2- وتعرف أيضاً بأنها "السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى "البورصة"، أما السوق غير المنظمة فتتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهياكل المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"⁽²⁾.

3- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول⁽³⁾.

من خلال ما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، حيث يتم من خلالها تبادل الأوراق المالية (أسهم وسندات) بيعاً وشراءً، فتشكل بذلك قناة يتم من خلالها

(1) - إلياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 433.

(2) - ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات) مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 05.

(3) - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 17.



تدفق الأموال من أصحاب الفائض المالي (المدخرين) إلى أصحاب العجز المال (المستثمرين)، كل هذا يتم في إطار منظم وتحت إشراف ورقابة هيئة تنظم هذه العملية.

ثانيا: مكونات سوق الأوراق المالية

يجري التمييز عادة بين قسمين من أسواق الأوراق المالية:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار):

وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي يتم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتماب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) مؤسسات تسمى مؤسسات الإصدار.

والاكتماب في الأسهم قد يكون خاصا (مغلقا) أي مقصورا على المؤسسين وحدهم وقد يكون عاما، وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتماب فيها، أما الاكتماب في السندات فغالبا ما يكون عاما، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للاكتماب في السندات، ويتم ذلك من خلال نشرة الاكتماب التفصيلية⁽¹⁾.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وتصريفها بإحدى الطريقتين⁽²⁾:

أ- من خلال مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرف الاستثمار والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين ومن وظائف هذا البنك ما يلي:

- النصح والمشورة نظرا للخبرة وما يتوافر لديه من كفاءات.

- الاكتماب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

ب- من خلال أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما توفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوفرة.

(1) - عصام حسين، مرجع سابق، ص 18.

(2) - عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70.

2- السوق الثانوية (سوق التداول):

وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن عائد بيع الأوراق المالية لا يذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق⁽¹⁾.

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين هما⁽²⁾:

1. **السوق المنظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... إلخ. وتنقسم إلى سوق رسمية وسوق ثانية .

2. **السوق غير المنظمة:** وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعين من الأسواق هما:

2-أ- **السوق الثالثة:** وهي جزء من السوق غير المنظمة حيث تتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة.

2-ب- **السوق الرابعة:** هي سوق التعامل بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالثة لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظمة.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا التقسيم لا يخص كل دول العالم، وإنما هناك تفاوت في وظائف وبنية كل سوق في كل دولة، فمثلا السوق الثالثة في الوم.أ تختلف عنها في لندن وهي شبيهة إلى حد كبير بسوق خارج التسعيرة بفرنسا.

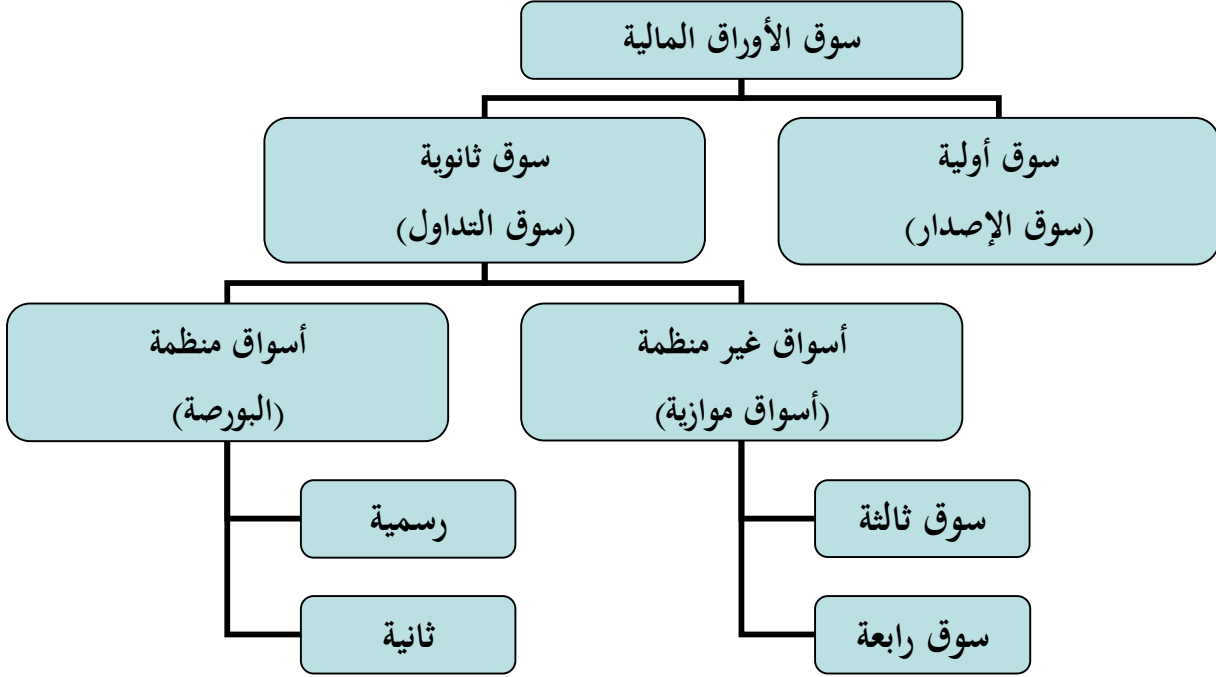
(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 19.

(2) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص من 07 ← 11.



والشكل الموالي يوضح مكونات سوق الأوراق المالية

الشكل(2): مخطط يوضح مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: إنجاز الطالب

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية - خصائصها ووظائفها -

تتميز سوق الأوراق المالية بخصائص عديدة تميزها عن الأسواق الأخرى، وتؤدي العديد من الوظائف الاقتصادية في الاقتصاد ككل.

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية

تتمثل أهم خصائص سوق الأوراق المالية فيما يلي⁽¹⁾:

- 1- تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- 2- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

(1) جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56.



3- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

4- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

5- التعامل في سوق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات، كما أن الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء⁽¹⁾.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية فيما يلي:

1- إيجاد وسيلة فعالة للادخار والاستثمار وذلك بتوفير الأوعية الادخارية القادرة على جذب المدخرات وتوجيهها لأغراض الاستثمار، مما يساعد على تدعيم عملية التكوين الرأسمالي في الاقتصاد، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي فيه.

2- يعطي نشاط سوق الأوراق المالية مؤشراً عاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة في مجال الادخار والاستثمار المحلي والخارجي والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية والسياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيها.

3- تحقيق الموازنة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم، وفي المقابل تمنح للمقرضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني.

4- توفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمرين من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها⁽²⁾.

(1) محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية- دراسات اقتصادية إسلامية-، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، جدة، ديسمبر 1993، رجب 1414هـ، ص 13.

(2) منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص 45.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين: أوراق أساسية (تقليدية) وهي تمثل إما حقوق ملكية (أسهم) أو حقوق مديونية مقابل سعر فائدة ثابت (سندات) وأوراق مالية مشتقة والتي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة ويتم تداولها في الأسواق الآجلة. من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى كل قسم من هذه الأقسام بنوع من التفصيل.

أولاً: ماهية الأسهم

1- تعريف السهم: يمكن ذكر أهم التعاريف الخاصة بالسهم في الآتي:

التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية⁽¹⁾.

التعريف الثاني: السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري⁽²⁾.

التعريف الثالث: السهم هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم يمثل حصة في رأس مال الشركة⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة نستخلص أن الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة تصدرها الشركة سواء عند تأسيسها أو عند الرفع من رأس مالها وهي بذلك تمثل حق ملكية المساهم في جزء من رأس مال الشركة وهي قابلة للتداول وفقاً للقانون التجاري.

2- قيم السهم: للسهم ثلاثة قيم هي:

1- القيمة الاسمية: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة⁽⁴⁾.

2- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم الموجود في دفاتر المؤسسة وتعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الدفترية للسهم}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{حقوق الملكية}$$

(1) مصطفى رشدي شبيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص 169.

(2) شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 65.

(3) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 164-165.

(4) محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 191.



ونقصد بحقوق الملكية: رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحجوزة (غير الموزعة) وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بزيادة نشاط الشركة لأن احتياطياتها وأرباحها تكون مرتفعة، وتقل في الحالة العكسية علما أن القيمة الدفترية للسهم تساوي قيمته الاسمية عند بداية نشاط الشركة.

2-3- القيمة السوقية: وهي تمثل سعر السهم في السوق أو البورصة وعادة ما تتحدد هذه القيمة السوقية وفقا لعدة معايير ومعطيات نذكر منها: القيمة الدفترية، ظروف العرض والطلب في السوق، الظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم في الدولة، توقعات المحللين الماليين لمستقبل نشاط وأوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، نسبة توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة⁽¹⁾.

3- خصائص السهم: يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى أهمها:

3-1- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، فإذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

3-2- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن الشركة المساهمة تصدر أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

3-3- المسؤولية المحدودة للمساهمين: المسؤولية للمساهمين تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط، لهذا فهو يملك حصة من رأس مال الشركة.

3-4- تقادم حق المساهمين: لا يتقادم حق المساهمين المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي ينتقل فيه حق المساهمين من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة⁽²⁾.

4- أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم، وذلك وفقا لعدة معايير هي:

4-1- أنواع الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: وتقسم إلى:

4-1-أ- أسهم اسمية⁽³⁾: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل.

4-1-ب- أسهم لحاملها⁽⁴⁾: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا

السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى.

(1) حسني خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص 55.

(2) أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 122.

(3) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 22.

(4) مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص 34.

4-1-ج- أسهم لأمر⁽¹⁾: للشركة الحق في أن تصدر أسهما لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

4-2- حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يمكن تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:
4-2-أ- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال شركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

4-2-ب- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

4-2-ج- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

4-3- حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتنقسم إلى:

4-3-أ- أسهم عادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكين، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغييرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها.

فحاملوها لهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، إلا أنهم يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، كما أنه بإمكان أصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية⁽²⁾.

4-3-ب- أسهم ممتازة⁽³⁾: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط أهمها:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير فالسهم الممتاز شبيه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى.
- بما أن العائد لا يتغير فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

(1) شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 23.

(2) هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 92.

(3) عبد الناصر عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2001، ص 159-160.



- حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون عادة في التصويت.
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

5- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم:

تم استحداث أنواع جديدة من الأسهم منها:

5-1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية⁽¹⁾: نذكر منها:

5-1-أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: في هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين.

5-1-ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي فإنه يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

5-1-ج- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في الو.م.أ عام 1984م وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حاملها عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

5-2- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: وتمثل فيما يلي:

5-2-أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت عام 1982م بالو.م.أ حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة وتتغير بناء على التغيير الذي يطرأ على سندات الخزينة.

5-2-ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة.

ثانياً: ماهية السندات:

1- تعريف السند: لقد تعددت التعاريف الخاصة بالسند إلا أنها تدور في نفس الإطار نذكر منها:

التعريف الأول: تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال وتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين⁽²⁾.

التعريف الثاني: "السند ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها شركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار"⁽³⁾.

(1) منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص 11.

(2) - B.laget, les nouveaux outils financiers, Top édition, paris, 1999, p 18.

(3) محمد مطر، مرجع سابق، ص 220.



التعريف الثالث: السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة⁽¹⁾.

من خلال هذه التعاريف نستنتج أن السند يمثل حق مديونية حيث يكون مصدر السند ملزم بدفع قيمة السند الاسمية مع فائدة ثابتة وذلك عند حلول تاريخ الاستحقاق.

2- أنواع السندات: يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات وذلك نظرا لاختلاف معايير تصنيفها:

2-1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة⁽²⁾: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

2-1-1-أ- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، وهذا بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها: تغطية العجز في الميزانية العامة، والتحكم في الأزمات الاقتصادية كحالة التضخم مثلا حيث تصدر سندات للتقليل من حجم السيولة.

2-1-1-ب- سندات خاصة: وهي سندات تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال لتمويل مشاريعها بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، وعادة ما تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية.

2-2- أنواع السندات حسب طريقة السداد⁽³⁾: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

2-2-1-أ- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.

2-2-1-ب- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

2-3- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: وتنقسم إلى:

2-3-1-أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم⁽⁴⁾: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك.

2-3-1-ب- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها.

2-4- أنواع السندات حسب معدل العائد: ونميز نوعين هما:

2-4-1-أ- سندات ذات معدل ثابت: هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، لأنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكبر.

(1) - j.peyart, la bourse, Imprimerie bérisssey, a ayreaux, 3^{ème} édition, 1993, p61.

(2) -M.Douis, Value mobiliers et gestion de porte faille, que bec, SMG, 1993 ,P61.

(3) - G. De fosse et p. Ball Ey, la bourse des Valeurs, que Sais, je, édition bouchère, Alger, 16^{ème} édition 1993, p18.

(4) سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 52.



- 2-4-ب- سندات ذات معدل متغير: هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات تصاعدية.
- 2-5- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة⁽¹⁾: وتنفرع إلى:
- 2-5-أ- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- 2-5-ب- سندات الدخل: تتأثر بحجم النشاط وما تحققه الشركة من نتائج حسنة فالمستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.
- 2-6- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: ونميز نوعين هما
- 2-6-أ- سندات مضمونة⁽²⁾: وهي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتتب بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.
- 2-6-ب- سندات غير مضمونة⁽³⁾: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.
- 3- خصائص السندات: للسندات عدة خصائص أهمها⁽⁴⁾:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر، ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد تقع ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

ثالثا: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية سواء بالنسبة لأدوات الملكية المتمثلة في الأسهم أو الأدوات المديونية المتمثلة في السندات، فقد ظهر نوع جديد من الأدوات المالية (المشتقات المالية) في سبعينيات القرن الماضي بالو.م.أ وقد ساهمت هذه الأدوات بشكل كبير في تعميق حجم الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

1- تعريف المشتقات المالية⁽⁵⁾:

(1) عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 15.

(2) إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص 437.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.

(4) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص 291.

(5) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر 2005، ص 56.

هي أصول أو قيم يتم تداولها في البورصة، وتشتق قيمتها من الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة- الأسهم والسندات- فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلباً أساسياً لوجود هذه المشتقات، وتمثل عقودها أساساً في عقود الخيارات، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلة.

2- تعريف الأوراق المهجنة⁽¹⁾:

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز بشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية - كفاءتها ومؤشراتها-

أثارت فكرة كفاءة أسواق رأس المال - وما زالت تثير - خلافاً بين المهتمين بتلك الأسواق، غير أن المتفق عليه هو أن كفاءة السوق تعتمد بدرجة كبيرة على المعلومات الواردة إليه، واختلاف هذه المعلومات يقودنا إلى مستويات مختلفة من الكفاءة.

كما تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تطوير نشاطها على التغيرات التي تجري في البورصة، وتعتبر المؤشرات أحد أهم تلك العوامل والمصادر التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة من خلال توفيرها جملة المعطيات المتعلقة بالتغيرات في الأسعار.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق والتفريق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ثم التطرق إلى متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم كفاءة السوق

يمكن تعريف كفاءة السوق المالي بـ:

1- مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل تكلفة ممكنة للتبادل، على أن تعكس أسعار الأدوات المالية في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، أي تكون متناسبة مع معدلات العوائد المرادودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول⁽²⁾.

2- هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات) حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (العرض والطلب) لهذه الأسعار⁽³⁾.

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم، وحيث أن المعلومات تأتي إلى

(1) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص 60.

(2) معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، ج 1، مؤسسة البيت، عمان، 1989، ص 128.

(3) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 73.



السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً أو هبوطاً مع الأنباء السارة أو غير السارة التي تصل إل السوق فجأة وبدون سابق إنذار، وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين للحصول على تلك المعلومات، فلن يتحقق لأي منهم السبق في الحصول على تلك المعلومات أو في تحليلها، ومن ثم فلن تتاح له فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين. وتنقسم الكفاءة إلى نوعين هامين هما:

1- الكفاءة الكاملة: تقتضي الكفاءة الكاملة توافر الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
 - عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
 - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة وببسر.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات على أسعار الأسهم
 - اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم.
- ### 2- الكفاءة الاقتصادية⁽²⁾: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ثانياً: متطلبات كفاءة السوق

وتتمثل في الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية

- 1- الكفاءة الخارجية⁽³⁾: تسمى كذلك بكفاءة التسعير ويقصد بها أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.
 - 2- الكفاءة الداخلية⁽⁴⁾: ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات، لذا يطلق عليها بكفاءة التشغيل، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكلفة عالية للسهم ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق معدل أو هامش ربح مغالى فيه.
- ومن هنا يتضح أن العلاقة بين كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل علاقة تكاملية حيث تعتمد كفاءة التسعير بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 32.

(2) نفس المرجع السابق، ص 32.

(3) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 10.

(4) محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص ص 284-285.



1- فرضية الصيغة الضعيفة:

محتوى هذه الفرضية أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع ولتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية.

2- فرضية الصيغة شبه القوية:

وتتضمن هذه الصيغة الفرضية التي يتضمن محتواها بأن الأسعار الجارية (الحالية) للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، تعكس المعلومات المتاحة جميعاً والتي تؤثر بتقويم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن أسعار وحجم التبادل ومستويات الائتمان في الاقتصاد وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية، لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتسعير، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة⁽¹⁾.

3- فرضية الصيغة القوية⁽²⁾:

يقضي فرض الصيغة لكفاءة السوق بأن سعر السهم في السوق يعكس جميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه، مثل المعلومات المتاحة لإدارة المنشأة وكبار العاملين فيها، والمعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

وتجدر الإشارة إلى أن الدراسات الميدانية قد كشفت عن صعوبة الجزم بأن السوق كفؤ على مستوى الفرض القوي أو شبه القوي حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة، وعليه تبقى الفرضية (الصيغة الضعيفة) أقرب إلى أرض الواقع.

المطلب الثالث: ماهية مؤشرات البورصة

يشكل نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تتداول أوراقها المالية في سوق رأس المال الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، لذا فإن المؤشر يصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال والذي يمكن أن يكون مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى ماهية مؤشرات البورصة من خلال: تعريف المؤشر واستخداماته وكيفية بنائه والتعرف على أهم مؤشرات البورصة الأكثر شيوعاً في العالم.

(1) نفس المرجع السابق، ص 285.

(2) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 404-405.

أولاً: مفهوم المؤشر

مؤشرات البورصة هي تقنية تعطي لمستعملها نظرة شاملة عن أوضاع البورصة من حيث تطور الأسعار في هذا السوق في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر معين محدود على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على السوق موضوع الدراسة⁽¹⁾.

ثانياً: استخدامات المؤشر

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات ما يلي⁽²⁾:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً وسلباً بمجرد معرفته اتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2- الحكم على أداء المديرين المحترفين: أي أن المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية (البنوك، شركات التأمين، شركات الاستثمار، مؤسسات إدارة أموال المعاشات،...) والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع والتي منها تنوع ماركو ويتز، ويتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل في وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

4- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

ثالثاً: كيفية بناء المؤشر

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث كيفية بنائها فإنها جميعاً تقوم على أساس عينة ملائمة وتحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة وطريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر⁽³⁾.

(1) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002، ص 73.

(2) عصام حسين، مرجع سابق، ص 39-40.

(3) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 132.



1- ملاءمة العينة: إن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع كموضوع الدراسة وكلما كان حجم العينة كبيراً كلما أعطى بوضوح نتائج أدق على المجتمع الذي تمثله، ويقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي: الحجم، الاتساع والمصدر.

أ- **الحجم:** القاعدة العامة تشير إلى أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

ب- **الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما منشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون هناك تحيز لفتحة معينة من المنشآت، وبالطبع لو أن المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

ج- **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذا ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق.

2- الأوزان النسبية لمفردات العينة: بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق الشروط الملائمة لابد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر ويقف في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لا سيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق.

ويقصد بالأوزان في هذا الصدد القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وتوجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي:

أ- مدخل الوزن على أساس السعر (المؤشر المرجح بالأسعار):

يمكن تعريف المؤشر المرجح بالأسعار بأنه متوسط للأسعار المالية لعينة من الأسهم التي تمثل مجتمع الأسهم التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، حيث يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشأة في بناء محفظة المؤشر وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر داخل العينة (المحفظة) ⁽¹⁾.

وطالما يوجد سهم واحد لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر.

(1) سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2002م، ص 306.



مثال: نفترض أن المؤشر يتكون من 3 أسهم فقط هي: أ، ب، ج، وأن أسعارها هي 50 جنية، 40 جنية، 10 جنية على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر تساوي 100 جنية، وبناء عليه تكون الأوزان النسبية للأسهم الثلاثة هي: 0.1، 0.4، 0.5 على التوالي. وإذا افترضنا تحسن أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح 80 جنية، 50 جنية، 20 جنية على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150 جنية مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50% وهو ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم(4): حساب عائد المؤشر باستخدام مدخل السعر

السهم	س1	س2
أ	50	80
ب	40	50
ج	10	20
القيمة المطلقة للمؤشر	100	150
متوسط العائد على المؤشر = $100 / (100 - 150) = 50\%$		

س1: تمثل سعر السهم في نهاية السنة الأولى.
س2: تمثل سعر السهم في نهاية السنة الثانية

المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999م، ص 135.

ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

ب- مدخل الأوزان المتساوية:

يقصد به إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر حيث يقوم هذا المؤشر على إعطاء أوزان نسبية متساوية لجميع الأسهم التي تشمل عليها عينة المؤشر بغض النظر على أسعار تلك الأسهم وبذلك تتساوى الأهمية النسبية للسهم الذي يباع بـ 80 جنية، مع الأهمية النسبية للسهم الذي يباع بـ 20 جنية، ويمكن استخدام هذا المؤشر من قبل المستثمرين الذين يقومون باستثمار مبالغ نقدية متساوية في كل سهم من الأسهم التي تشمل عليها عينة الأسهم⁽¹⁾.

مثال: إذا افترضنا أن أحد المستثمرين لديه 4000 جنية ويرغب في استثمارها في أربعة أسهم: أ، ب، ج، د، والتي تبلغ أسعارها: 40 جنية، 25، 20، 10 على التوالي، فإن المستثمر في تلك الحالة يقدم بتوزيع المبلغ الإجمالي (4000) على الأسهم الأربعة بواقع 1000 جنية لكل سهم، وطبقا للأسعار الخاصة بتلك الأسهم فإن أعداد الأسهم التي يقوم بشرائها يتم تحديدها على النحو التالي:
عدد الأسهم المشتراة من السهم أ = $1000 \div 40 = 25$ سهم.

(1) نفس المرجع السابق، ص ص 315-316.



عدد الأسهم المشتراة من السهم ب = $1000 \div 25 = 40$ سهم.

عدد الأسهم المشتراة من السهم ج = $1000 \div 20 = 50$ سهم.

عدد الأسهم المشتراة من السهم د = $1000 \div 10 = 100$ سهم.

أما التغيرات التي تطرأ على المؤشر غير المرجح فإنه يتم احتسابه على ضوء المتوسط الحسابي للنسبة المئوية للتغيير في أسعار الأسهم التي تشمل عليها عينة المؤشر.

ولبيان ذلك نفترض أن أسعار الأسهم الأربعة المذكورة قد تغيرت خلال فترة معينة على النحو المبين في

الجدول الموالي، وفي تلك الحالة يتم احتساب قيمة المؤشر باستخدام المعادلة الآتية.

قيمة المؤشر في يوم معين = (قيمة المؤشر في اليوم السابق) $(1 +$ المتوسط الحسابي للنسبة المئوية للتغيير في أسعار الأسهم).

الجدول رقم (5): حساب قيمة المؤشر غير المرجح

السهم	سعر السهم		عائد السهم**
	اليوم ت	اليوم ت+1	
أ	40	44	0.1
ب	25	20	0.2
ج	20	23	0.15
د	10	15	0.50
مجموع النسب المئوية للتغيير في أسعار الأسهم 0.55			
المتوسط الحسابي للنسب المئوية للتغيرات في أسعار الأسهم = $0.55 \div 4 = 0.1375$			

المصدر: المصدر نفسه، ص 137.

ج- مدخل الأوزان حسب القيمة⁽¹⁾:

أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر (السعر \times الكمية = القيمة)، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر

(1) عصام حسين، مرجع سابق، ص 42.

*القيمة النسبية للسهم = (سعر السهم لليوم ت+1) \div سعر السهم لليوم ت.

**عائد السهم = القيمة النسبية للسهم - 1.

بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن أي خلل في المؤشر، ويحسب اعتمادا على العلاقة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum p_t Q_t}{\sum p_b Q_b} \times \text{beginning index value}$$

حيث:

- Index = قيمة المؤشر في الفترة t.
- P_t = إقبال أسعار الأسهم في الفترة t.
- Q_t = عدد وحدات الأسهم في الفترة t.
- P_b = إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.
- Q_b = عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.
- Beginning index Value = القيمة الابتدائية للمؤشر

المطلب الرابع: بعض مؤشرات البورصات العالمية

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى أهم المؤشرات العالمية في دول العالم المختلفة وذلك كما يلي⁽¹⁾:

1- الو.م.أ:

- مؤشرا داو جونز: يعتبر أحد أقدم المؤشرات، فقد تم إصداره سنة 1885م، لصاحبه "تشارلز داو" وفي عام 1928م أصبح يضم 30 سهما إلى حد الآن، ويعتبر مؤشر "داو جونز" الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك، يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار.

- مؤشر ستاندرد أند بورز 500: بدأ تكوين هذا المؤشر في 04/03/1957م، يحتوي على 500 ورقة مالية، ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة وهو أكثر شهرة واستخداما.

2- إنجلترا:

- FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين 30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

- FTSE-100: المؤشر الأكثر شهرة، يحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رصمة

البورصة.

3- فرنسا:

- مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم: يعبر عن البورصة ككل وهو المؤشر الأكثر تمثيلا، يتكون من

300 مؤسسة.

- مؤشر كاك CAC 40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

4- ألمانيا:

- مؤشر DAX: يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رصمة البورصة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 50.



5 - اليابان:

- مؤشر NIKKEI: يحتوي على 255 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.
- مؤشر توييوكس: يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية - النشأة والتطور و المعوقات-

يعود تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي، باستثناء سوق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية، إذ يعود تاريخ إنشائها إلى 1883م، تلتها بورصة بيروت 1920م والدار البيضاء 1929م، ويبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 15 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فعلي.

وتمشيا مع التطورات الاقتصادية لم يعد بوسع الدول العربية إلا مسايرة هذه الأوضاع وذلك من خلال إصدار تشريعات وقوانين تنظم عمل هذه الأسواق إضافة إلى إضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح وتطوير أنظمة التداول.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأة أسواق الأوراق المالية العربية

في هذا الجزء من الدراسة سنتطرق إلى نشأة مختلف أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تم تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات على حسب درجة انفتاحها الاقتصادي والمالي.

أولاً: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفع

1- سوق الأوراق المالية السعودية⁽¹⁾:

تعتبر السوق المالية فيها الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية، إلا أنه تم تطوير آلية فريدة للتداول من خلال المصارف وبإشراف مؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة التجارة السعودية، ورغم أن التعامل في هذه السوق مقتصر على مواطني دول مجلس التعاون الخليجي فإن البورصة السعودية تحتل المكانة الثالثة عشرة في عالم الأسواق الناشئة، كما تتميز بنظام تعاملها الالكتروني المتطور وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة بيوم واحد فقط، فإنها لا تخلو من المشاكل حيث تفتقر إلى مقاييس ومعايير محاسبية دولية، كما أن قائمة الشركات المسجلة محددة، إذ تضم 70 شركة فقط، ولم يطرح في السوق إصدار أولي من الأسهم منذ شهر تشرين الثاني 1984م، وقد صدر في السعودية مرسوم تنظيم تبادل الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وقد قامت مؤسسة النقد السعودية (البنك المركزي) بإدارة سوق الأسهم من خلال عمليات التسوية ونقل الملكية أولاً، ثم تبع ذلك مرحلة التداول الالكتروني المتطور في عام 1990م.

2- سوق البحرين للأوراق المالية⁽²⁾:

يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني، والذي بدأ نشاطه في 1957م وتبعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية في البلاد خلال عقدي الستينيات والسبعينيات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينيات الذي شهد أيضاً نشوء سوق غير رسمي "سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة، والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة، وذلك للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية.

كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت بنتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظراً لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي، وبحكم كونها مركزاً مالياً، إقليمياً ودولياً.

¹ بنان محمد سعيد الفلاح، مرجع سابق، ص ص 26-27.

² رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 216.



وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987م والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988م، وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والمستويات والمعلومات التي على ضوءها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989م.

3- سوق الكويت للأوراق المالية⁽¹⁾:

صدر في شهر آب 1971م قرار وزير التجارة والصناعة رقم (10) بشأن تداول الأوراق المالية في فبراير من عام 1972م، وتم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت، وفي نوفمبر 1976م صدر القرار الخاص بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، أما الأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، فهي أسهم الشركات الكويتية وغير الكويتية المرخص لها بالتداول.

4- سوق الإمارات العربية للأوراق المالية⁽²⁾:

تنشئ الدولة أسواقا لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة، ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضو في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطا ماليا، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية. ويلتزم المدير العام للسوق ونائبه، وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطيا لدى هيئة الأوراق المالية والسلع ويمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات الآتية:

- تعيين المدير العام للسوق ونائبه.
- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته، والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية.
- المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

ثانيا: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسط

سوف نتطرق في هذا الجزء إلى بعض هذه الدول (الأسواق):

1- بورصة عمان⁽³⁾:

¹ بنان محمد سعيد الفلاح، مرجع سابق، ص 27.

² رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، ص 220.

⁽³⁾ بنان محمد سعيد الفلاح، مرجع سابق، ص ص 27-28.



يشكل السوق المالي في الأردن المرتبة الثانية من حيث الوزن النسبي في الهيكل المالي الأردني وقد نشأ سوق الأوراق المالية في الأردن عام 1978م، باسم سوق عمان المالي نظراً لزيادة حجم حوالات العاملين الأردنيين في الخارج وارتفاع حجم المساعدات والاستثمارات الموجهة للأردن، بالإضافة إلى زيادة الوعي الادخاري والمالي، ويدير السوق لجنة إدارة سوق عمان المالي الممثل بالبنك المركزي والمصارف التجارية، وغرفة صناعة عمان، واتحاد غرف التجارة الأردنية، ومراقب الشركات في وزارة الصناعة والتجارة، وفي عام 1997م تم إعادة هيكلة سوق رأس المال وتطويره واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية لتحقيق الشفافية والعدالة والكفاءة وسلامة التعامل بالأوراق المالية بتشكيل هيئة الأوراق المالية لتعمل كهيئة رقابية حكومية من خلال تزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية والتفتيش المستمر على شركات الخدمات المالية.

وتتألف بورصة عمان من سوق الإصدار الأولي وسوق التداول الثانوي، وتعتبر بورصة عمان من البورصات الناجحة في المنطقة العربية، وذلك بالاستناد إلى مجموعة من المؤشرات، ففي الفترة ما بين عامي 2000 - 2004م نجد أن بورصة عمان احتلت المرتبة الثانية بين تسع بورصات عربية، وذلك من ناحية القيمة السوقية ونسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، والمرتبة الثالثة من حيث نسبة نمو القيمة السوقية، وفي عام 2003م جاءت بورصة عمان في المرتبة الثانية من ناحية عدد الشركات المدرجة فيها وبلغت 161 شركة.

2- سوق الأوراق المالية بمصر⁽¹⁾:

يعتبر سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقد أنشئ أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م وأنشئ سوق كبير للأوراق المالية في القاهرة عام 1898م، وقامت الحكومة المصرية في عام 1903م بتنظيم سوق للمعاملات الآجلة وإعادة تنظيم بورصة القاهرة والإسكندرية وبورصة العقود، وفي عام 1933م صدرت لائحة جديدة منظمة لبورصة الأوراق المالية وعدلت فيما بعد عام 1940م ونمت هذه السوق وازدهرت وظلت تمارس نشاطاتها خلال عقد الخمسينيات.

ومنذ عام 1970م وإعلان الدولة عن انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي وضرورة الاستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع ومدخراته ووجود سوق للأوراق المالية يوفر للاقتصاد القومي سوقاً للاستثمار في كافة المشروعات، بدأت الدولة في البحث عن الوسائل والأساليب لتنشيط سوق الأوراق المالية وإجراء الدراسات وتشكيل اللجان بهدف تنمية هذا السوق، وركزت التطلعات خلال عام 1997م على تحقيق طموحات كثيرة كان أهمها:

- تطوير برنامج الخصخصة بهدف تحسين التكنولوجيا.
- العمل على سرعة تطوير وتحديث أساليب العمل واستحداث أدوات مالية وخدمات جديدة.

(1) نفس المرجع السابق، ص ص 25-26.



- تعزيز دور المصارف وصناديق الادخار وهيئة التأمين والمعاشات في الأوراق المالية حتى يمكن خدمة أكبر عدد من المستثمرين.

3- بورصة الدار البيضاء (المغرب)⁽¹⁾:

تم إنشاء بورصة الدار البيضاء سنة 1929م ومرت بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب التصفية بالقيم المنقولة، حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية تغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب تسعيرة القيم المنقولة، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967م حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وتنظيم السوق الأولية قانون الشركات الصادر في عام 1992م، وكذلك قانون السندات لسنة 1941م، ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مراسلا له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عملية الصرف والمباةة إلى بنك المغرب، والجدير بالذكر أنه لا يسمح للمواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج.

4- بورصة تونس⁽²⁾:

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988م بصور القانون رقم 13 لعام 1988م، وبدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989م، وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

ثالثا: الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المنخفض

1- بورصة الجزائر⁽³⁾:

عرفت الجزائر عهد الاشتراكية نظاما اقتصاديا مبنيا على أسلوب التخطيط المركزي، حيث لعبت الخزينة دورا هاما في تجميع الموارد المالية للمؤسسات ثم القيام بتمويل الميزانية العامة وتمويل الاستثمارات المخططة، ثم جاءت مرحلة الإصلاحات الرامية إلى استقلالية المؤسسات وتحرير أسعار الفائدة والتجارة الخارجية وتشجيع الاستثمار الأجنبي وخصخصة المؤسسات العمومية، فانطلاقا من قانون 1988م الذي منح الاستقلالية للمؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، صدرت عدة قوانين أخرى تدعم فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية والتي مرت بالمراحل التالية:

المرحلة التمهيدية: في 09 ديسمبر 1990م قامت الصناديق المساهمة بإمضاء العقد التأسيسي لدى الموثق تحت اسم "شركة القيم المنقولة" SVM وهي شركة ذات أسهم يقدر رأس مالها بـ 32000000 دج.

(1) الهندي خليل أنطوان الناشر، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 251.

(2) صلاح الدين حسن السبسي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص - ص 116-117.

(3) شعون شعون، البورصة بورصة الجزائر، ط2، دار هومة، الجزائر، 1999، ص 79.



وفي شهر فيفري 1992م اتخذ قرار برفع رأس مالها ليصل إلى 9.32000000 دج وكذا تعديل قوانينها الأساسية، ومن ذلك أخذت هذه الشركة رسمياً اسم "بورصة القيم المنقولة"، وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- المرسوم التنفيذي رقم: 91 - 169 الصادر في 21 مايو 1991م المتعلق بتنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي رقم: 91 - 170 المتعلق بتحديد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها.
- المرسوم التنفيذي رقم: 91 - 171 المتعلق بلجنة تنظيم مراقبة البورصة التي أوكلت لها مهام تنظيم السوق.

المرحلة الأولى: وفيها تم تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم تداولها وذلك من خلال المرسوم التشريعي رقم 93 - 08 المؤرخ في 25/04/1993م المكمل للقانون التجاري، حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها، واختارت الدولة ثلاث شركات عمومية لإدراجها في البورصة، وهي مؤسسة "أرياض سطيف، مجمع صيدال، وفندق الأوراسي" وانتهت هذه المرحلة بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات وطرحها في السوق كمرحلة أولى.

المرحلة الثانية: في هذه المرحلة تم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999م، حيث تم تسعير سهم "أرياض سطيف" وبعد أسبوع تم تسعير "أسهم صيدال"، أما سهم "الأوراسي" فتم تسعيره في أواخر شهر نوفمبر، أما فيما يخص السندات فقد تم تسعير سند "سونا طراك" في شهر أكتوبر 1999م.

2- مشروع إقامة سوق أوراق مالية في اليمن:

يعتبر القطاع العام الركيزة الأساسية للاقتصاد اليمني وترعاه الدولة وتشرف على تسييره والتخطيط له وقد بلغت نسبة مساهمته في مجال التنمية الاقتصادية بما يمثل 88% من الأنشطة الاقتصادية خلال الفترة 1996م - 2000م بما يسمى الخطة الخماسية الأولى، وتقوم الدولة بتمويل القطاع العام عن طريق البنوك المتخصصة أو عن طريق القروض الاستثمارية سواء قروض داخلية أو خارجية وهذا يشكل عبئاً على خزينة الدولة لوجود عدد كبير من تلك المؤسسات التي تنتمي للقطاع العام لم تحقق النجاح والأهداف المرسومة لها، لهذا فقد بدأت تظهر أهمية وجود سوق الأوراق المالية كقناة تمويلية جديدة تدعم نشاط المؤسسات الخاصة، وبالتالي التوسع في المساهمة لزيادة نمو الاقتصاد⁽¹⁾.

وقد قامت الدولة اليمنية بتوفير بيئة تشريعية من أجل قيام سوق للأوراق المالية من خلال القوانين التالية:

(1) عبد الوهاب علي حسن العاشم، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003، ص 107.



قانون الشركات: صدر قانون رقم 22 لسنة 1997م بشأن الشركات التجارية والمعدل بقانون رقم 15 لعام 1999م وهذا القانون جاء ليعدل ويكمل قانون الشركات رقم 34 لعام 1991م، ولقد ميز هذا القانون بين أنواع الشركات وحددها إلى شركات أشخاص وشركات أموال وفرق بين هذا النوع الأخير إلى شركات مساهمة عامة وشركات التوصية بالأسهم وشركات ذات المسؤولية المحددة.

قانون الاستثمار: صدر قانون رقم 29 لسنة 1997م بشأن الاستثمار، وقد جاء ليتمم القانون رقم 22 لسنة 1991م والقانون رقم 14 لسنة 1995م بشأن الاستثمار، وذلك كنتيجة لتطور النشاط الاقتصادي في اليمن وليواكب تلك التطورات، ويهدف هذا القانون إلى تشجيع وتنظيم استثمارات ورؤوس الأموال اليمنية والعربية والأجنبية الخاضعة لأحكام هذا القانون في إطار السياسة العامة للدولة.

قانون الخصخصة: صدر قانون رقم 45 لسنة 1999م والمتعلق بالخصخصة حيث جاء هذا القانون نتيجة لسلسلة من الإجراءات التي اتخذتها الدولة منذ عام 1995م بقرار مجلس الوزراء المتضمن إنشاء المكتب الفني للخصخصة تحت إشراف رئيس الوزراء، وقد بلغ عدد الشركات المعروضة للخصخصة في اليمن 140 شركة صغيرة ومتوسطة الحجم، وذلك حسب تقرير بعثه صندوق النقد العربي خلال الفترة 1998م - 2000م.

المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية العديد من التطورات الهامة وعلى وجه الخصوص تلك المتعلقة، بالأطر التشريعية والتنظيمية وأنظمة التداول وأنظمة التسوية والحفظ المركزي ونشاط الوساطة وكذا الإفصاح والشفافية وغيرها، وقد عرفت الفترة الممتدة من (1999-2003) أهم هذه التطورات حيث تمثل مرحلة انتقالية لأسواق الأوراق المالية العربية .

أولاً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية (1999-2003).

1- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999م⁽¹⁾:

تمثلت التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال 1999م في المجالات التالية:

1-1- تعزيز الدور الرقابي للسوق:

ويلاحظ في هذا الجانب التوجه المتزايد لدى العديد من الدول العربية نحو الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص، ففي مسقط تم خلال هذا العام تنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، وهو القانون الذي يفصل بين الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية وإدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص ص 123-127.



كما تولت بورصة عمان مهامها كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا وكجهة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي للتداول بالأوراق المالية في الأردن.

وتجدر الإشارة إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي تقوم بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية 1999م (06) أسواق هي: الأردن، مصر، تونس، المغرب، عمان والإمارات العربية المتحدة، في حين بقية أسواق الأوراق المالية العربية تقوم بالدورين معا في نفس الوقت ومنها الجزائر على سبيل المثال.

1-2- تعزيز الشفافية والإفصاح:

أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، فمن جانب السوق شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.

من جانب آخر أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى شركات المساهمة المدرجة فيها بالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية.

وفي بعض الدول العربية تلزم شركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية، على غرار سوق البحرين للأوراق المالية التي ألزمت خلال هذا العام شركات الوساطة وشركات صناع السوق بإصدار حساباتها المالية السنوية المدققة خلال (03) أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية.

1-3- تطوير دور المستثمر الرئيسي وزيادة الأدوات الاستثمارية:

وذلك من أجل دعم استقرار الأسواق وحماتها من التقلبات الحادة، ففي مصر بلغ عدد الشركات المرخص لها بالعمل في مجال سمسة الأوراق المالية 148 شركة خلال 1999م، كما تم خلال نفس السنة تأسيس صناديق استثمارية جديدة في كل من: عمان، الأردن، فلسطين، تديرها مؤسسات عالمية ومحلية متخصصة، كما تم إدراج 04 صناديق استثمار في سوق البحرين للأوراق المالية.

كما بلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في بورصة القيم بالدار البيضاء 125 صندوقا في نهاية 1999م، أما في تونس تم إحداث 03 صناديق استثمار جديدة ليرتفع العدد إلى 26 صندوقا في السوق.

1-4- تشجيع الاستثمار الأجنبي:

فقد تم في البحرين خلال 1999م إدخال تعديلات على أحكام قانون الشركات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في البورصة وذلك بالرفع من نسبة تملك الأسهم في شركات البحرين من قبل مواطني دول مجلس التعاون الخليجي إلى 100% مقارنة مع 49% في السابق، ورفع نسبة التملك للأجانب إلى 49% في جميع الشركات المدرجة مقابل



24% سابقا وعلى عدد محدود من الشركات، كما بلغت قيمة مشتريات الأسهم المصرية خلال 1999م حوالي 2.6 مليار دولار تمثل 27% من إجمالي قيمة التعامل، وتجدر الإشارة إلى غياب القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب، الأردن، لبنان.

1-5- تعديل الأنظمة الضريبية ومكننة أنظمة التداول: حيث تم في هذا الصدد إلغاء الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تملك أسواقا مالية منظمة باستثناء المغرب بنسبة 10%، وفي تونس تم تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح من 35% إلى 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويض 30% على الأقل من رأسمالها.

أما فيما يتعلق بمكننة أنظمة التداول فتوجد أنظمة تداول آلي متطور في أسواق كل من الكويت، السعودية، مصر، تونس، المغرب، عمان، ونظام آلي متطور بدأ العمل به خلال 1999م في بورصة عمان.

2- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000م⁽¹⁾:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2000م عدة تطورات وذلك في مستويات مختلفة هي:

2-1- التطورات التشريعية والتنظيمية:

أقدمت السلطات في دولة الإمارات على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية، حيث تم إنشاء هيئة بسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية، وسوقي دبي وأبو ظبي للأوراق المالية كأسواق التداول للأوراق المالية. - في مصر تم تنظيم مؤسسات السوق وتعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة للمتعاملين. - في الكويت أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خلال هذا العام إنشاء السوق الموازي بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج كما وضعت عدد من المعايير والضوابط لنظام بيع الأجل.

2-2- تحديث أنظمة التداول:

في الأردن تم استكمال نظام شبكة المعلومات التي تربط جميع الشركات الواسطة العامة بهدف توفير سهولة الاتصال بين البورصة والوسطاء من خلال خدمة البريد الإلكتروني. - في الكويت أقرت مشروع الوساطة الإلكترونية التي تتم من خلال وحدات منخفضة لدى شركات الوساطة. - في مصر تم إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة. - في الإمارات نظام التداول المعتمد في سوق أبو ظبي ودبي هو نظام الكتروني.

2-3- أنظمة التسوية والحفظ المركزي:

في الأردن بدأ مركز إيداع الأوراق المالية بتنفيذ المرحلة التجريبية للنظام الإلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المسمى بنظام الإكيوتير والجدير بالذكر أن هذا النظام يستخدم في كل من السعودية، مصر، الإمارات، البحرين، قطر، فلسطين.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 240-241.

2-4- تطور نشاط الوساطة:

في البحرين أقدمت السلطات في سوق البحرين للأوراق المالية على عدم السماح للوسطاء الماليين وممثليهم بمزاولة مهنة الوساطة ما لم يكونوا حاصلين على شهادة مندوب استثماري التي اعتمدها إدارة البورصة كشرط أساسي لتحديد الوسطاء الماليين المتعاملين في السوق.

وفي عمان أقدمت السلطات على تشجيع الدمج بين شركات الوساطة عبر منح حوافز ضريبية وذلك بهدف تشجيع قيام شركات وساطة كبيرة من جانب ومعالجة المشاكل التي تعاني منها بعض شركات الوساطة الصغيرة من جانب آخر.

3- تطورات أسواق الأوراق المالية خلال عام 2001م⁽¹⁾:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001م العديد من التطورات أهمها:

- 3-1- الإطار التشريعي والتنظيمي: أقدمت العديد من الدول العربية على تطوير التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية فيها لتتماشى مع المستجدات والمعايير الدولية، وفي السعودية أعدت السلطات مشروع قانون يقوم على استحداث ثلاث مؤسسات تتمثل في هيئة الرقابة والإشراف، البورصة ومركز التسوية.
- وفي سوق البحرين للأوراق المالية أعلنت إدارة السوق عزمها على تعديل متطلبات الإفصاح من قبل الشركات المدرجة في السوق من خلال توسيع نطاق المعلومات والبيانات المالية وغير المالية والتغييرات في الإدارة العليا الواجب الإفصاح عنها.
- وفي سوق مسقط للأوراق المالية تم خلال الربع الثالث من العام تطبيق قواعد جديدة لإدراج الشركات وذلك في إطار زيادة الإفصاح وتعزيز الشفافية التي تسعى إليها السلطات المعنية، وبمقتضى هذه التعديلات تم تقسيم السوق الثانوي إلى سوق نظامي (أول) وسوق موازي (ثاني) وسوق ثالث.
- وفي تونس أدخل مجلس إدارة البورصة في مطلع شهر يوليو 2001م بعض التعديلات على نسب العمولات سارية المفعول، ففيما يخص المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار تم خفض نسبة العمولة التي يدفعها كل من البائع والمشتري من 0.1% إلى 0.05%، أما المعاملات التي تفوق قيمتها 50 ألف دينار فقد تم خفض نسبة العمولة من 0.01% إلى 0.005%.
- وفي الكويت أقرت الحكومة الكويتية بدء العمل بضريبة بلغت نسبتها 2.5% من أرباح الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- وفي مصر انتهت هيئة سوق المال خلال الربع الأول من عام 2001م من إعداد الأدلة الإرشادية وذلك للتأكد من مدى التزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح ونشر القوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص ص 118-121.

- 3-2- أنظمة التداول:** في السعودية أدخل سوق الأسهم السعودي خلال شهر أكتوبر 2001م نظاما جديدا لتداول الأسهم يعرف باسم "تداول" ومن خلال هذا النظام تقوم وحدات التداول التابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين على حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء.
- وفي الأردن قرر مجلس إدارة بورصة عمان نقل تداول السوق الثالث وسوقي السندات وصناديق الاستثمار من مجموعة التسعير الثابت* إلى مجموعة التسعير المستمر** وذلك اعتبارا من مطلع شهر أكتوبر 2001م.
- وفي لبنان أنهت إدارة البورصة خلال شهر يونيو 2001م العمل بنظام تداول التثبيت وإحلاله بنظام التداول المستمر الذي كانت قد باشرت به بصورة تجريبية في نهاية عام 2000م.
- 3-3- زيادة الأدوات الاستثمارية:** في مصر تم استحداث نشاط التوريق العقاري مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم "سندات التوريق".
- وفي البحرين أصدرت مؤسسة النقد البحرينية خلال شهر سبتمبر صكوك التأجير الإسلامي التي تمتد فترة استحقاقها إلى 05 سنوات وذلك بقيمة إجمالية بلغت 100 مليون دولار.
- 3-4- التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية:** بدأت الأسواق المالية في كل من سلطنة عمان والكويت ومملكة البحرين خلال شهر أبريل من عام 2001م تنفيذ المرحلة الأولى من مشروع الربط الإلكتروني فيما بينها.
- 3-5- الخصخصة:** استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في لعب دورها الرامي إلى إنجاح عمليات الخصخصة التي تنفذها الدول العربية المعنية.
- في تونس قررت السلطات المختصة خلال النصف الأول من عام 2001م عرض 10 شركات للبيع، كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص.
- في الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار خلال الربع الثاني من عام 2001 نحو 113 مليون سهم من أسهمها في شركة الاتصالات عبر الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 553.7 مليون دولار.
- في المملكة العربية السعودية تحولت أكثر من 10 شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة، وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودي.
- وفي سلطنة عمان واصلت السلطات المعنية جهودها الرامية إلى إشراك القطاع الخاص المحلي والأجنبي في تطوير وتجديد قطاعات البنية التحتية حيث وقعت هذه السلطات اتفاقيات أولية مع مستثمرين استراتيجيين لبناء وتحديث محطات للطاقة في بركاء وصلالة والكامل.

* مجموعة التسعير الثابت: هي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلية التداول يمثل آخر سعر توازن تأثري عند الافتتاح.

** مجموعة التسعير المستمر: هي مجموعة الأوراق المالية التي تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة.

4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002م⁽¹⁾:

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات هامة خلال عام 2002 تمثلت فيما يلي:

1-4- الأطر التشريعية والتنظيمية: اتخذت العديد من الدول العربية إجراءات تهدف إلى تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية المتعلقة بأسواقها المالية بما يتماشى مع المستجدات الدولية.

- أصدرت البحرين قانوناً جديداً للشركات يمنح صلاحيات أكبر لمؤسسات القطاع الخاص في اتخاذ القرارات الخاصة بالاندماج والتأمين على الشركات وتغيير طبيعة عملها دون الحاجة إلى الحصول على موافقة مسبقة من الحكومة.

- في مصر تم إدخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية، تتعلق بعضوية مجالس إدارات الشركات وصلاحيات وزير التجارة والصناعة في إصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقاً للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال.

- وفي قطر تم إجراء تعديلات هامة على قانون الشركات المعمول به منذ عام 1981م كان من أبرزها ما يتعلق بإنشاء بورصات أخرى بجانب بورصة عمان والسماح بإنشاء صندوق مستقل لحماية المستثمرين إضافة إلى تشديد معايير السلوك المهني والكفاءة المهنية.

4-2- أنظمة التداول: شهد سوق الأسهم السعودي بداية تداول أسهم الشركات المدرجة فيه من خلال شبكة الإنترنت في بعض البنوك وتتيح هذه الخدمة لعملاء البنوك القيام بمختلف العمليات في سوق الأسهم المحلي، بما في ذلك إبرام صفقات البيع والشراء الفوري وغيرها من العمليات.

- في عمان أصدرت الهيئة العامة لسوق المال عدداً من اللوائح والتعليمات التي تم تطويرها لتناسب مع متطلبات المرحلة ومع المعايير الدولية والتي من شأنها رفع كفاءة عمليات السوق خصوصاً في مجالات التداول والإدراج وإجراءات بيع الأوراق المالية.

- في الكويت قامت بعض الشركات بطرح خدمة جديدة تتمثل في تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عبر الإنترنت باللغة العربية، والتي من خلالها يمكن للمستثمرين العرب استخدام الإنترنت في شراء وبيع الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية.

- في مصر أقر مجلس إدارة سوق المال قواعد الشراء الهامشي، واشترطت هذه القواعد على شركات الوساطة ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال لمزاولة نشاط الشراء الهامشي.

- في قطر تم تطبيق نظام تداول الكتروني في سوق الدوحة للأوراق المالية يهدف إلى توفير الوقت والجهد على المستثمرين والوسطاء في متابعة تنفيذ الأوامر.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص ص 13-17.

4-3- أنظمة التسوية والحفظ المركزي: أنشأت العديد من الدول العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي

تتميز بالكفاءة وتعمل في البعض منها بصورة مستقلة عن البورصة، وقد اتجهت العديد من الأسواق العربية إلى تطبيق المعايير الدولية في هذا المجال، فمثلا بالنسبة للأسواق التي تمتلك أنظمة تداول الكترونية ومراكز للإيداع والتحويل يتم نقل مكتبة الأسهم من حساب البائع إلى حساب المشتري الكترونيا فور إتمام الصفقة في اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة (t+1).

4-4- التعاون بين البورصات: تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون

والتكامل فيما بينها من خلال عقد الاتفاقيات الثنائية والثلاثية، وفي هذا المجال تم خلال عام 2002م التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس.

وتجدر الإشارة على وجود اتفاقيات تعاون مشترك بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان، واتفاقية موقعة بين سوقي البحرين والأردن، ومذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية، وبين سوق أبو ظبي وسوق الخرطوم للأوراق المالية.

4-5- الخصخصة: لقد كان لبرامج خصخصة مؤسسات وشركات القطاع العام دورا بارزا في تفعيل

وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية.

- في الأردن قامت السلطات الأردنية بتعويم 26.25 مليون سهم لشركة اتصالات الأردن وإدراجها في بورصة عمان مما نتج عنه إيرادات بلغت 61.7 مليون دينار، وأصبحت شركة اتصالات الأردن بذلك ثاني أكبر شركة مدرجة في البورصة بعد البنك العربي.

- في البحرين تم في شهر أكتوبر 2002م إصدار قانون الخصخصة، وفي هذا الصدد أكدت الحكومة البحرينية التزامها ببرنامج الخصخصة التدريجي واستخدام عائدات التخصيص في تمويل إعادة هيكلة الشركات المراد خصخصتها.

- وفي تونس باعت السلطات التونسية 52% من رأسمال مصرف (UIB) إلى المصرف الفرنسي "سوستيه جنرال" بمبلغ 102.7 مليون دينار، كما وافقت على بيع 50% من رأس مال شركة أوراسكوم التونسية إلى الشركة الكويتية الوطنية للاتصالات بمبلغ 113.4 مليون دولار.

- وفي السعودية أعلن مجلس الوزراء عن تفاصيل الموافقة على إجراء أكبر عملية اكتتاب في الأسهم ستتم في المملكة منذ أكثر من 15 عاما، تتمثل في بيع 30% من أسهم شركة الاتصالات السعودية للقطاع الخاص.

- في عمان تم إنشاء وكالة تنظيمية لخصخصة شركة الاتصالات بنهاية عام 2002م.

- وفي لبنان وقعت شركة "ليبانسل" اتفاقا يتم بموجبه نقل ملكية شبكتها إلى الحكومة مما يمهد الطريق لخصخصتها.

- وفي المغرب قررت السلطات خصخصة قطاع الهاتف العادي، كما منحت تفويضا لمصرف كويديه ليونيه الفرنسي للإشراف على بيع الشركة الوطنية للتبغ.



- وفي قطر قامت وزارة الطاقة والصناعة بطرح أسهم شركة قطر للوقود في سوق الدوحة للأوراق المالية، ويعد ذلك أول حالة خصخصة يشهدها قطاع النفط والغاز القطري.

5- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2003م⁽¹⁾:

تشير البيانات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية*، إلى أن عام 2003 كان عاما استثنائيا بالنسبة لها، إذ شهدت هذه الأسواق مجتمعة تطورا نوعيا وكميا وأداء جيدا رغم الأجواء المتوترة التي شهدتها المنطقة العربية، ويعزى هذا الأداء إلى عدة عوامل إيجابية منها الأداء الجيد لاقتصاديات الدول العربية من جراء ارتفاع أسعار تصدير النفط، واستمرار تدني أسعار الفائدة وعودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج، وتضمنت التطورات والمستجدات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال هذا العام المجالات التالية:

5-1- في مجال الإفصاح: قامت مؤسسة نقد البحرين باعتماد وتعميم المعايير المطلوب الالتزام بها من قبل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية عند نشر بياناتها المالية والإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات المتعلقة بأنشطتها.

- وفي قطر ألزمت السلطات الشركات المقيدة في السوق بتقديم تقارير سنوية وحددت مدة أقصاها ثلاثة أسابيع من انتهاء الربع لتزويد السوق بهذه التقارير.

وقد أقدمت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية على وضع تعليمات للإفصاح ومعايير للمحاسبة والتدقيق تتماشى مع المعايير الدولية في هذه المجالات وذلك تعزيزا لمبدأ الشفافية وحماية المستثمرين وزيادة مصداقية هذه الأسواق.

5-2- التعاون المشترك: أقدمت العديد من الأسواق المالية العربية على عقد اتفاقيات تهدف إلى زيادة التعاون وخاصة في المجالات المتعلقة بعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات.

- قام سوق البحرين للأوراق المالية في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران للأوراق المالية تهدف إلى تعزيز التعاون القائم بين السوقين في مختلف المجالات.

- وفي الأردن والإمارات انضمت بورصة عمان وهيئة الأوراق المالية والسلع في هذين البلدين إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO والتي تعني بكافة الشؤون المتعلقة برقابة الأسواق المالية وبصناعة الأوراق المالية وبشكل خاص القوانين والأنظمة التي تحكم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها والإفصاح والرقابة.

5-3- الأطر القانونية والتنظيمية: اعتمد سوق الدوحة للأوراق المالية خلال عام 2003م لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة وإضافات جديدة تغطي مختلف جوانب العمل في السوق.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص ص 13-17.

* يتناول هذا الجزء التطورات المتعلقة بـ 14 سوقا مدرجا في قانون بيانات الصندوق، وذلك بعد انضمام بورصة الجزائر وسوق الخرطوم للأوراق المالية.



- في مصر تم الانتهاء من إعداد صيغة نهائية لمشروع القانون الموحد لتأسيس الشركات بهدف تحسين البيئة التشريعية ومناخ الاستثمار.
- في السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق، وهي مستقلة عن الهيئة.
- وفي سلطنة عمان قامت الهيئة العامة لسوق المال بإدخال مجموعة من التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال بهدف تنظيم نشاط الشركات وإرساء القواعد المهنية المناسبة.
- وفي دولة الإمارات أدخلت الحكومة تعديلات جوهرية على قانون الشركات لعام 1984م والمعدل في 1989 هدفت في مجملها إلى حماية المستثمرين وتعزيز عنصر الإفصاح.
- وفي الإمارات قامت هيئة الأوراق المالية والسلع بتوحيد المقاصة الالكترونية وأنظمة التداول وأوقات التداول بين سوقى أبو ظبي للأوراق المالية ودبي المالي، وأصدرت قرارا بتشكيل لجنة فنية لتطوير أداء السوقين.
- وفي الكويت أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خطة لإدارة السوق تهدف إلى تطوير التشريعات وتفعيل الدور الرقابي للسوق وتطوير الآليات والأنظمة الحالية، وتنويع أدوات التداول وتوسيع القاعدة الاستثمارية وتوفير المعلومات عن السوق ونشرها.

- 5-4- الواسطة المالية:** قامت العديد من أسواق الأوراق المالية العربية بوضع تعليمات جديدة تتعلق بأنشطة الواسطة لديها تهدف إلى المحافظة على الملاءة المالية لشركات الواسطة باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية تعتبر من أهم مقومات سلامة التداول في السوق، وفي هذا الصدد:
- تم في قطر تعزيز بعض المعايير المتعلقة بشركات الواسطة المالية حيث تم التوقيع على اتفاقية مع إحدى شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الواسطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات آليا بنظام التداول في السوق تمكنهم من متابعة ومراقبة عملياتها بصورة أكثر دقة.
 - وفي الأردن أقرت هيئة الأوراق المالية تعليمات حول التمويل على الهامش حيث تم وضع عدد من الشروط الواجب على الوسيط تحقيقها لمنحه رخصة ممارسة هذا النوع من النشاط ومنها أن لا يقل رأسماله عن مليون دينار، بالإضافة إلى تمتعه بإمكانيات فنية وكوادر بشرية مؤهلة.
 - وفي البحرين قامت مؤسسة البحرين بمنح ترخيص لشركة كويتية لتقديم خدمات الواسطة بين سوق البحرين للأوراق المالية والأسواق الخليجية والدولية.

- 5-5- التخصصية:** أقدمت العديد من الدول العربية على تعزيز برامج التخصصية المتبعة لديها لإعطاء القطاع الخاص دورا كبيرا في النشاط الاقتصادي، وكان لذلك دور مهم في تفعيل نشاط أسواق الأوراق المالية.
- في السودان أعلنت وزارة المالية والاقتصاد الوطني عن تنفيذ حزمة من السياسات والإجراءات لصالح القطاع الخاص وتقوية الأطر القانونية والمؤسسية، والتوسع في برامج تخصصية المؤسسات العامة ورفع كفاءة هيئات وشركات القطاع العام لتلعب دورها في زيادة حجم الإيرادات القومية.



- وفي مملكة البحرين تم توقيع العقد الخاص بدراسة تخصيص قطاع الكهرباء والماء بهدف رفع الكفاءة الإنتاجية وإشراك القطاع الخاص بشكل أكثر فعالية في عملية التنمية الاقتصادية.
 - وفي مصر قررت وزارة قطاع الأعمال إعادة النظر في أساليب تقييم الشركات المطروحة للبيع في إطار برامج الخصخصة، لتيسير عملية بيع الشركات، حيث سيتم التوسع في البيع بنظام الوحدات المستقلة والذي يشمل طرح الشركات للبيع في تقسيمها إلى فروع ومصانع وبيع كل فرع ومصنع بصفة مستقلة للتيسير على المستثمرين.
 - وفي سلطنة عمان انتهت السلطات المختصة من إعداد قانون جديد ينظم قطاع الكهرباء والمياه وتحويل أصوله إلى مؤسسة جديدة في المرحلة الأولى، على أن يتم تخصيصه في مرحلة ثانية.
- ثانيا: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2004م - 2006م).

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال هذه الفترة بعض التطورات الإيجابية في مجالات الإفصاح، تقنية المعلومات، الخصخصة والأطر التنظيمية.

ففي مجال الإفصاح والشفافية قامت الشركات المدرجة في السوق الأولى في بورصة عمان بتزويد البورصة بتقاريرها الفصلية المراجعة من قبل المدققين الخارجيين بهدف إضفاء المزيد من المصداقية والثقة على البيانات والمعلومات، كما قام سوق الدوحة للأوراق المالية بإدخال تعديلات على نظامه الداخلي بهدف تعزيز جوانب الإفصاح والشفافية⁽¹⁾، وبهدف تسهيل عمليات التداول وضمان أوامر البيع والشراء وافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في بورصة الدوحة عبر شبكة الإنترنت⁽²⁾.

وفي إطار العمل على تطوير الأسواق المالية العربية من خلال استقطاب تقنية المعلومات والأساليب الحديثة لنظم التداول، تم في مصر التوقيع على اتفاقية بين شركة مصر لنشر المعلومات بسوق الدوحة للأوراق المالية لتطوير النظم الرقابية على التداول⁽³⁾، وفي الأردن تم اعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة⁽⁴⁾.

وفي إطار عمليات الخصخصة قامت السلطات التونسية ببيع ما يعادل 33.5% من رأس مال بنك الجنوب للقطاع الخاص، كما قامت السلطات السعودية بخصخصة اثنتين من أكبر الشركات العامة وهي شركة النقد في العربية السعودية "معادن" تحويل الخطوط الجوية الكويتية إلى شركة مساهمة عامة، وفي السودان حولت الحكومة الشركة الجوية السودانية إلى شركة مساهمة خاصة⁽⁵⁾.

وفي إطار العمل الجاري على تحديث وتطوير الأطر التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية العربية أدخلت بورصة عمان لأول مرة مفهوم الإدراج المستمر، حيث تقوم الشركة المدرجة في السوق الأولى المحافظة على

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 19.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 133.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 20.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 133.

(5) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص ص 19-20.



متطلبات الإدراج طيلة وجودها في هذا السوق، وفي السعودية قرر مجلس سوق الأسهم السعودي تعيين لجنة جديدة للإشراف على تنفيذ قانون سوق رأس المال الذي صدر في 2003م، وفي الكويت أدخلت بعض التعديلات في شأن الشركات صانعة السوق، وفي مصر أقر مجلس الوزراء اللائحة التنفيذية لمشروع قانون سوق رأس المال بهدف تنشيطه، وفي الإمارات منحت السلطات الترخيص لمركز دبي المالي العالمي كما تم إصدار التشريعات اللازمة لأنشطته مثل قانون العقود...، وفي قطر أصدر المصرف المركزي تعميماً يسمح بموجبه تمويل الأسهم عن طريق القروض شريطة استيفاء تغطية القرض 100% أو بضمان الراتب⁽¹⁾.

ثالثاً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007م-2010م)

استمرت الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين، كما استمرت الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالمية⁽²⁾.

وبهدف تحسين أسواق المال، خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008م على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق، وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار وتعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة⁽³⁾.

واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية العربية خلال عام 2010م جهودها على صعيد تعزيز القدرات الرقابية وأدائها وتوفير الحماية للمتعاملين، فعلى صعيد تطبيق مبادئ الحركة السليمة والالتزام بها أدخلت السعودية في حيز التنفيذ الإلزامي بعض التعديلات المعتمدة على لائحة حوكمة الشركات، وذلك فيما يخص العضو المستقل ولجنة المكافآت، وفي الأردن أصبح يتعين على الشركات المساهمة تضمين فصل خاص في تقاريرها السنوية حول تطبيق الحوكمة، وفي سلطنة عمان يواصل مركز عمان للحوكمة نشاطه التدريبي لتأهيل أعضاء الإدارات العليا، وفي الإمارات باشرت هيئة الأوراق المالية والسلع إرسال بعثات ميدانية للتحقق من الالتزام بمعايير الحوكمة المعتمدة.

ومن التطورات الهامة خلال عام 2010م التي اتخذتها هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي الخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم، وتبني لوائح موحدة لإصدار وطرح الأوراق المالية⁽⁴⁾.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص ص 21-22.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 136.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 134.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 145.



وعموما يمكن تلخيص أهم التطورات التي عرفتها أسواق الأوراق المالية العربية في النقاط التالية:

● الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة:

وذلك لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور التشريعي للحكومة يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين بسوق الأوراق المالية. وإن كان الدور الحكومي في البورصة يمكن قبوله في بداية تطور سوق المال لكن من الصعب قبوله إلى ما لا نهاية لأنه يتناقض مع طبيعة اقتصاد السوق الذي تعد البورصة أحد أعمدته الرئيسية .

● تنظيم مهنة الوساطة:

جاءت الإصلاحات الجديدة لتنظيم مهنة الوساطة ونصت التشريعات على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، ووضعت مجموعة الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، حيث تم الفصل بين مهنة الوساطة في البورصة والنشاط المصرفي الذي تمارسه البنوك .

● تطوير نظم التداول في السوق:

خطت البورصات العربية مؤخرا بعد الإصلاحات التي شهدتها نحو تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحاسبات الآلية، وقد تم توسيعه بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة، وتسود البورصات العربية حاليا أنظمة تداول آلي متطورة أجهزة كفاءة للتسوية خاصة في أسواق الكويت والسعودية ومصر وتونس وعمان .

ولا شك أن مكننة الأسواق المالية العربية تزيد من السرعة والشفافية وسهولة التعامل وإتمام عمليات التداول بطريقة أسرع مما يسمح بنشر كافة المعلومات الموجودة فورا، وهو ما يعزز ثقة المستثمرين في السوق .

● الإفصاح المالي:

راعت جميع الاصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على أهمية الإفصاح المالي لأنه من أهم شروط حرية السوق وضمن الفرص المتكافئة فيها، حيث ألزمت التشريعات الجديدة الشركات بداية من السوق الأولية بالإفصاح عن طريق نشرات الاكتتاب المعتمدة من هيئة سوق المال أو سلطات البورصة وهو ما من شأنه تعزيز الثقة في السوق .

المطلب الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي والتحسن الملحوظ في أدائها إلا أنها مازالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات التي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور الأساسي المتمثل في تمويل عمليات التنمية، وتتمثل هذه المعوقات فيما يلي:

1- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية:



على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أن التشريعات في بعض الدول العربية ما زالت تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها، ومن أمثلة ذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يكون هناك فاصل زمني كبير بين مرحلة سن التشريعات وبين مرحلة تطبيقها وهو ما لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية.

ومن أوجه القصور في عدد من الدول العربية غياب التشريعات المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، كما أن الأسواق المالية في كثير من الدول العربية لا تزيد على أن تكون وحدة تابعة للقطاع العام أو ملحقة، لإحدى جهاته، فهي ليست مستقلة لا ماليا ولا إداريا.

يضاف إلى ما سبق وجود تباين كبير في القواعد والنظم التي تحكم شروط إصدار القيم المنقولة وكذا إدراجها في قيد الأسواق العربية، وكذا تباين طرق عمل هذه الأسواق وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، كما أن الهياكل التنظيمية للكثير منها غير مكتملة، وهي أمور يترتب عليها سوء أداء مما يجعل هذه الأسواق تنصف بمحدودية الأوراق المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

2- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، ويمكن تصنيف القيود التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي⁽¹⁾:

1-1- قيود معلوماتية:

- ضعف الإيضاح المالي.
- عدم وجود تحليل فني واقتصادي مستقبلي.
- انخفاض الوعي الاستثماري خاصة لدى الأفراد ووجود اعتبارات دينية تحول دون توجيه المدخرات لأنواع من الأوراق المالية وذلك فيما يتعلق بتوزيع عائد ثابت لبعض الأوراق المالية كالسندات.
- نقص نظام المعلومات بالبورصات.

2-2- قيود تنظيمية: ونلخصها فيما يلي⁽²⁾:

- غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات العربية.

(1) رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 259 ← 266.

(2) نفس المرجع السابق، ص 267.



- تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات الناجحة نتيجة لتباين الثقافات العربية وتأثيرها على البورصات، وهو ما يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات.
- عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.
- غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار.
- عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض.

3- ضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية العربية:

بالرغم من التطور الذي حققته أسواق الأوراق المالية العربية، فهي لا تزال ضيقة ومحدودة مقارنة مع الأسواق المالية الناشئة في العديد من الدول النامية لأسباب عديدة منها حداثة هذه الأسواق من جهة ونتيجة لعوامل ثقافية واجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها، وعدم تسجيلها في البورصات أو طرح أسهمها للتداول من جهة أخرى، كما تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بما يلي:

- صغر حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر ذلك في سوق كل من الكويت، البحرين، قطر، الأردن، الذي تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما السعودية والإمارات فتزيد عن 50% في حين تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50% في كل من مصر، سلطنة عمان، المغرب، تونس، لبنان، السودان والجزائر⁽¹⁾.
- نقص عدد الشركات المدرجة فيها، وذلك لأن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار وزيادة حجم التداول، حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في البورصات باستثناء بورصة مصر 75 شركة بمقابل 330 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و750 شركة في البورصات المتقدمة⁽²⁾.

خلاصة

رأينا من خلال هذا الفصل الأهمية الاقتصادية للسوق المالية باعتبارها قناة ربط بين وحدات الفئات ووحدات العجز المالي، كما تطرقنا إلى أهم قسم من أقسامها وهو سوق الأوراق المالية التي تتم بها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، وتتكون سوق الأوراق المالية من سوق أولية (سوق الإصدار) وسوق ثانوية (سوق التداول)، هذه الأخيرة تنقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة تضم سوقين هما السوق الثالثة والرابعة، وتتميز البورصة بخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق وذلك بكونها أكثر تنظيماً ويتم التداول فيها من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية، وتمثل الأسهم والسندات أهم الأدوات المالية المتداولة فيها إلى جانب الأوراق المالية المشتقة والمهجنة .

(1) مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2010/2009، ص 191.

(2) محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2007، ص 10.



كما أن أداء الأسواق يختلف من سوق لأخرى وذلك لاختلاف مستويات الكفاءة التي تعتمد بدرجة كبيرة على نظام المعلومات، أين تنعكس هذه الأخيرة على أسعار الأسهم مباشرة في السوق الكفؤة. ولتطوير نشاطها تعتمد المؤسسات الاقتصادية على التغيرات التي تجري بالبورصة أين تمثل المؤشرات أحد أهم المصادر التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، من خلال توفيرها لجملة من المعطيات المتعلقة بالتغيرات في الأسعار .

وكغيرها من الدول قامت الدول العربية بإنشاء أسواق مالية بعد إدراكها للدور الاقتصادي الكبير الذي تلعبه هذه الأسواق، وعملت منذ نشأتها على تكييف أطرها القانونية والتشريعية مع متطلبات المالية الدولية، حيث شهدت الأسواق المالية العربية تطورات هامة على الصعيدين التشريعي والتنظيمي خاصة في الفترة (1999-2003) أين عرفت إصلاحات في مجال الشفافية والإفصاح وأنظمة التداول وغيرها، وذلك بغرض تطوير عمل هذه الأسواق وربطها ببعضها البعض .

ورغم هذه التطورات إلا أن أسواق المال العربية لا تخلو من بعض النقائص والمعوقات المتعلقة بالإطار التنظيمي والتشريعي والميكلي والتي كانت سببا في عدم ربط الأسواق ببعضها البعض.

الفصل الثالث

انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على

أداء أسواق الأوراق المالية العربية



تمهيد

عرفت الآونة الأخيرة اهتماما متزايدا في مجال إنشاء وتطوير الأسواق المالية العربية، خاصة وأن معظمها قد أولى موضوع الدخول في عصر العولمة بمختلف مجالاتها وخصخصة مؤسسات القطاع العام اهتماما كبيرا، كما أن نجاح هذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية فعالة لها القدرة على استيعاب متطلبات المرحلة. ويلاحظ من خلال آخر تطورات أسواق الأوراق المالية العربية إلى أنها شهدت إنشاء المزيد من أسواق الأوراق المالية المنظمة لتصبح أربعة عشر سوقا، كما يلاحظ من خلال تطورات هذه الأسواق بأنها قد قامت بإجراء إصلاحات هيكلية على أسواقها أهمها الفصل بين الهيئة الرقابية والهيئة التنفيذية للسوق . وحول أداء أسواق الأوراق المالية العربية سوف نتطرق في هذا الفصل إلى أدائها قبل، أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية، حيث نتناول في المبحث الأول أداء الأسواق قبل الأزمة المالية العالمية، وذلك من خلال مؤشرات حجم السوق المتمثلة في القيمة السوقية الإجمالية وعدد الشركات المدرجة، ومؤشرات السيولة المتمثلة في حجم التداول ومعدل دوران الأسهم، وأخيرا المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، أما في المبحث الثاني فنتناول أداء هذه الأسواق أثناء الأزمة، في حين خصصنا المبحث الثالث للأداء بعد الأزمة.

**المبحث الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل الأزمة (1994-2006)**

قبل تناول تأثير الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية لابد من إلقاء الضوء بشكل سريع على تطور وأداء أسواق المال العربية قبل الأزمة المالية العالمية، حيث نمت أسواق الأوراق المالية العربية بشكل كبير خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي ومطلع القرن الحالي، وبجانب هذا النمو سعت هذه الأسواق إلى تحسين هيكلها التنظيمية وتطوير أطرها القانونية والرقابية وتبني وتطبيق المعايير الدولية في مجال النظم المحاسبية والإفصاح وحماية المستثمرين.

المطلب الأول: مؤشرات حجم السوق.

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مؤشر حجم سوق الأوراق المالية العربية وذلك بدراسة كل من القيمة السوقية الإجمالية والتي هي عبارة عن مجموع القيم السوقية لمجموع الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية وكذا عدد الشركات المدرجة فيها.

أولاً: القيمة السوقية.

بشكل عام شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطوراً ملحوظاً منذ إنشائها، ففيما يتعلق بزيادة حجم نشاط الأسواق المالية العربية المدرجة في القاعدة* فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 21.5% لتبلغ في نهاية 1999 حوالي 149.4 مليار دولار، وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تشكل نسبة 41% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، لتبلغ حوالي 61.1 مليار دولار في حين تعتبر بورصة بيروت أصغر أسواق الأوراق المالية العربية، حيث بلغت قيمتها السوقية في نهاية 1999 حوالي 1.9 مليار دولار،⁽¹⁾ غير أن القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق انخفضت بنسبة 0.7% عام 2000 لتبلغ حوالي 148.2 مليار دولار مقارنة مع 149.2 مليار دولار في نهاية عام 1999 باستثناء أسواق كل من السعودية والكويت وتونس،⁽²⁾ لتعاود الارتفاع عام 2001- رغم انخفاض الأسعار- بنسبة 2.8% لتبلغ 152.2 مليار دولار، مسجلة أعلى رقم لها في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 34.3%، في حين سجلت القيمة السوقية في سوق مسقط الأوراق المالية أعلى انخفاض وذلك بنسبة 25.1%.⁽³⁾

واستمر أداء أسواق الأوراق المالية العربية في التحسن للعام الثاني على التوالي، حيث ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنسبة 37% لتبلغ في نهاية عام 2002 حوالي 208.9 مليار دولار ويعزى هذا الارتفاع إلى عدة أمور أهمها:

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 17

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 242.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 123.



- انضمام أسواق الأوراق المالية في كل من أبو ظبي والدوحة ودبي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002، وارتفاع عدد الشركات المدرجة إذ ارتفع نهاية عام 2002 ليصل إلى 1826 شركة مقابل 1687 شركة في العام السابق.⁽¹⁾

ونتيجة للتطورات السابقة الذكر ما رافقها من عوامل أخرى إيجابية والتي من أهمها تحقيق الشركات المدرجة في الأسواق العربية أرباحاً مجزية، فقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً كبيراً في جميع مؤشراتهما، فبالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل كبير، إذ بلغت في نهاية عام 2003 ما يقارب 361.8 مليار دولار مقابل 208.9 مليار دولار سجلت في نهاية عام 2002، أي نسبة ارتفاع بلغت 73.2%.

وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبة 152.7% ويعزى الارتفاع الكبير في القيمة السوقية في عام 2003 إلى عدة عوامل أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر.⁽²⁾

واستمرت أسواق الأوراق المالية العربية⁽³⁾ خلال عام 2004 في أدائها الجيد الذي حققته في عام 2003 وذلك نتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، حيث ارتفعت أسعار النفط العالمية إلى مستويات عالية واستمر تدني أسعار الفائدة، فارتفعت بذلك القيمة السوقية وبلغت في نهاية العام 622.4 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 72% وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الخرطوم للأوراق المالية أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، إذ ارتفعت بنسبة 175.2% في حين انخفضت القيمة السوقية لبورصة الجزائر بنسبة 2.3%.⁽⁴⁾

وواصلت أسواق الأوراق المالية العربية أداءها الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العامين الماضيين مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية التي نجمت عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2005 بنسبة 107.2% لتصل إلى حوالي 1290 مليار دولار مقارنة مع نحو 622.4 مليار دولار في نهاية عام 2004،

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 19.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 19.

(3) أسواق الأوراق المالية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي: بورصة عمان، سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة تونس، سوق الأسهم السعودي، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة بيروت، بورصتي القاهرة والإسكندرية، بورصة الدار البيضاء، سوق أبو صبي للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بورصة الجزائر.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 17.

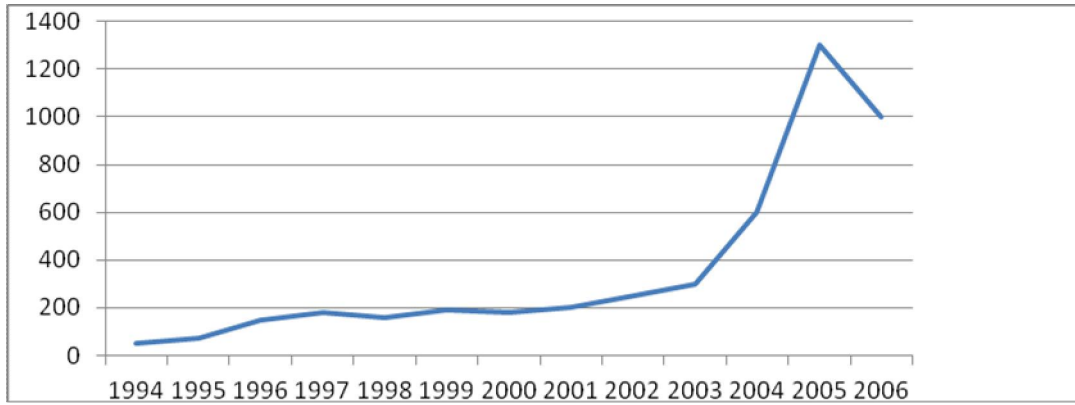


وسجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية للسوق بنسبة 219.2%⁽¹⁾.

ورغم التطورات الهامة التي عرفتتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2006، إلا أنها شهدت انخفاضا كبيرا على كافة المستويات، ويعزى هذا التراجع إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها.⁽²⁾

ويمكن توضيح التطورات التي عرفتتها أسواق الأوراق المالية العربية في جانب القيمة السوقية من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل (3): منحنى بياني يوضح تغيرات القيمة السوقية في أسواق الأوراق المالية العربية خلال (1994-2006)



المصدر: إنجاز الطالب بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي

من خلال المنحنى البياني الذي يمثل تغيرات القيمة السوقية لمجمل الأسواق المالية العربية خلال الفترة (1994 - 2006) نلاحظ أن القيمة السوقية كانت متزايدة في أغلب الفترات حيث أخذت منحى تصاعديا باستثناء الفترة (1997 - 1998) أين شكلت انخفاض بلغ 15.3% وكذا الفترة (1999 - 2000) التي شهدت انخفاضا طفيفا بلغ 1 مليار دولار أي حوالي 0.7% حيث ابتداء من سنة 2003 كانت هناك زيادات معتبرة ومضاعفة في القيمة السوقية، وذلك نتيجة للتطورات التي شهدتها الأسواق العربية فقي هذه الفترة وكذا ارتفاع عدد الشركات المدرجة، وانضمام بعض الأسواق إلى في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 136.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 143.



ثانيا: عدد الشركات المدرجة.

شهدت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تحسنا كبيرا حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1089 شركة سنة 1994 إلى 1634 شركة نهاية 1999 مسجلة زيادة تقدر ب 545 شركة أي ما نسبته 50%، حيث احتل سوق المال بمصر الترتيب الأول بواقع 1033 شركة نهاية عام 1999 وشكل هذا العدد ما نسبته 63.2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية.⁽¹⁾ وفي العام الموالي ارتفع عدد الشركات المدرجة ليلبلغ حوالي 1672 شركة وذلك كمحصلة لإضافة وشطب واندماج بعض الشركات المدرجة في هذه الأسواق، حيث بقي سوق المال المصري يحتفظ بمركز الصدارة من حيث عدد الشركات إذ بلغ 1071 شركة، ونلاحظ من هذا أن الزيادة المسجلة في عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية خلال هذا العام كانت كلها بسوق المال في مصر(38 شركة) حيث أصبح يشكل 64% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية.⁽²⁾

ورغم تراجع الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة خلال عام 2001 جراء انخفاض الأسعار، فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية ليلبلغ 1687 شركة نهاية عام 2001،⁽³⁾ و 1826 شركة نهاية 2002 حيث كانت الزيادة في عدد الشركات المدرجة من بين العوامل التي أدت إلى ارتفاع القيمة السوقية نهاية عام 2002.

وقد شهد عام 2003 ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية، وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق ومنها على سبيل المثال شركة الاتصالات السعودية التي تمثل قيمتها السوقية ما نسبته 21.5% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي، والذي يمثل بدوره في نهاية 2003 ما نسبته 43.48% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، كما تم خلال هذه السنة إدراج شركات الاتصالات في كل من الأردن وقطر والإمارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا،⁽⁴⁾ إلا أن هذا الارتفاع لم يدم طويلا حيث انخفض عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية في نهاية 2004 إلى 1597 شركة مقابل 1723 شركة مدرجة في نهاية 2003، وذلك كمحصلة لدرج وشطب عدد من الشركات في هذه الأسواق، ويعزى هذا الانخفاض إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر الذي بلغ 792

1 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 129

2 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 243.

3 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص ص 122-123

4 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 19.



شركة مقابل 967 شركة في العام السابق وعلى الرغم من هذا الانخفاض فإن عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر تمثل ما يقارب 50% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العربية.⁽¹⁾

ومع حلول عام 2005 واصلت أسواق الأوراق المالية العربية أداءها الجيد، حيث ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي لهذه الدول، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق، فارتفع بذلك عدد الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 كانت مدرجة في نهاية 2004 أي بزيادة تقدر ب 4.08%، ويشكل عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر ما يقارب 44% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية أي 732 شركة.⁽²⁾

أما عام 2006 فقد شهد تراجع الأداء الكلي لأسواق الأوراق المالية العربية حيث تراجع حجم ونشاط أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة بعام 2005 فقد تراجع عدد الشركات المدرجة فيها بالموازاة مع تراجع القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية.

والجدول الموالي يوضح تغيرات عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-2005)

(2005).

الجدول (6): التغير في عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية (1994-2005).

السنوات	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
عدد الشركات المدرجة	1089	1081	1091	1184	1446	1634	1672	1687	1826	1723	1517	1665
التغير	-	8-	10+	93+	262+	188+	38+	15+	139+	103-	126-	68+

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

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ التزايد المستمر لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية وذلك نظرا للتطورات التي عرفتها أسواق المال العربية خلال هذه الفترة، إضافة إلى انضمام أسواق عربية جديدة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، على غرار انضمام بورصة الجزائر سنة 2003 و بورصة فلسطين في 2005، حيث أدى تزايد الشركات المدرجة إلى ارتفاع القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأوراق المالية العربية.

1 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2005، ص 17

2 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 134-136.



المطلب الثاني: مؤشرات السيولة.

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مؤشرات السيولة في سوق الأوراق المالية العربية والمتمثلة في حجم التداول الذي يعبر عنه بقيمة وعدد الأسهم المتداولة، إضافة إلى معدل دوران الأسهم الذي هو عبارة عن إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية .

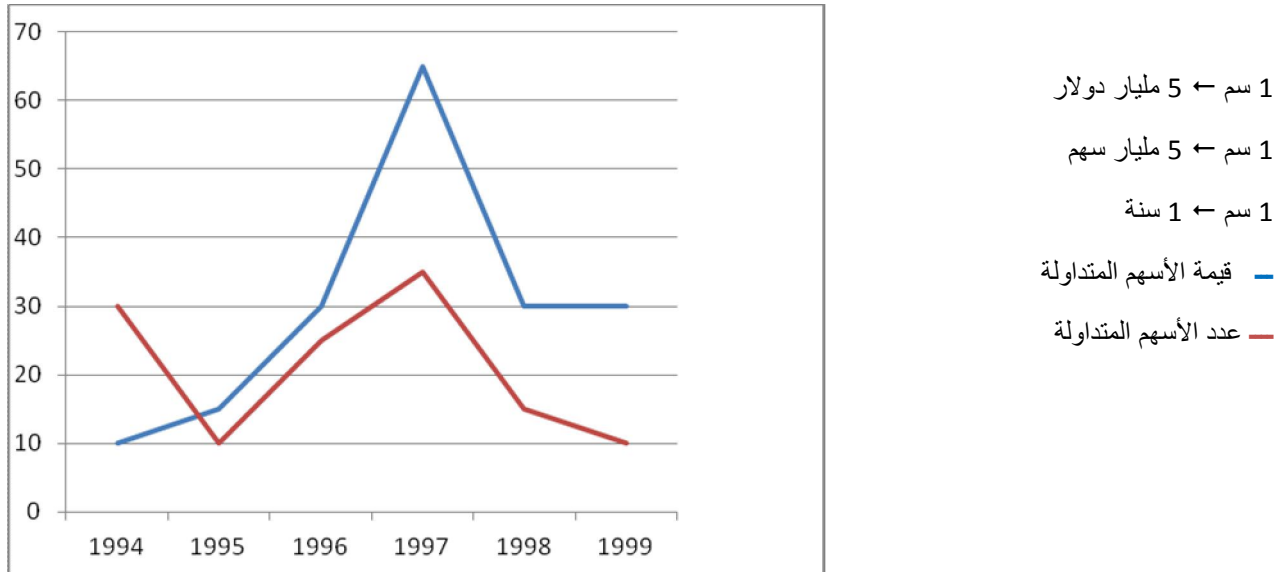
أولاً: حجم التداول

وفيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق الأوراق المالية العربية بنسبة طفيفة بلغت 0.2% لتبلغ 35.6 مليار دولار سنة 1999 بعد أن كانت 35.5 مليار دولار سنة 1998، وقد سجلت أعلى نسبة لها خلال الفترة (94-99)، سنة 1997 بعد أن بلغت 63.8 مليار دولار، في حين كانت 10.5 مليار دولار فقط سنة 1994.

أما عن عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت بنسبة 25.1% لتبلغ حوالي 11.9 مليار سهم سنة 1999 بعد أن كانت 15.9 مليار سهم في العام الذي قبله، أما السنة التي شهدت تداول أكبر عدد من الأسهم فقد كانت 1997، كما بلغ عدد الأسهم المتداولة 36 مليار سهم تقريباً.

ولتتبع التغيرات في قيمة وعدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال هذه الفترة سوف نوضح ذلك من خلال منحنى بياني

الشكل (4): منحنى بياني يوضح تغيرات قيمة وعدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال الفترة (1999-1994).



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي

من خلال المنحنى البياني الذي يوضح تغيرات قيمة وعدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية

خلال الفترة (1999-1994) نلاحظ أنه يمكن تقسيم هذه الفترة إلى فترات جزئية:



الفترة الأولى: 1994-1995.

في هذه الفترة ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من 10.5 مليار دولار إلى حوالي 15 مليار دولار بنسبة تقدر ب 42.56%، في حين انخفض عدد الأسهم المتداولة من أكثر من 30 مليار سهم إلى ما يقارب 10 مليار سهم بنسبة انخفاض تقدر ب 68.15% وهي نسبة مرتفعة نسبياً.

الفترة الثانية: 1995-1997.

في هذه الفترة ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة من حوالي 15 مليار دولار سنة 1995 إلى أكثر من 30 مليار دولار سنة 1996 لتتضاعف مرة أخرى سنة 1997 وتصل إلى أعلى قيمة سجلت خلال هذه الفترة وهي أكثر من 63 مليار دولار، وقد صاحب ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة ارتفاع عدد الأسهم ب 177.58% بين سنتي 1995-1996 حيث بلغ أكثر من 26 مليار سهم بعد أن كان في حدود 10 مليار سهم في 1995 ليرتفع بعد ذلك إلى أكثر من 35 مليار سهم سنة 1997 وهي أكبر قيمة تبلغها الأسهم في الأسواق العربية مجتمعة مسجلة بذلك زيادة تقدر ب 34.68% عن السنة التي قبلها.

الفترة الثالثة: 1998-1999.

بعد أن سجلت قيمة الأسهم المتداولة رقماً قياسياً سنة 1997 عاودت الانخفاض سنة 1998 إلى ما يقارب نصف القيمة المسجلة في 1997 حيث انخفضت بسبة 44.33% لتعاود الارتفاع بعد ذلك سنة 1999 ولكن بنسبة طفيفة بلغت 0.16% حيث لم تتجاوز عتبة 35 مليار دولار.

أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة فقد كانت مرحلة انخفاض بحتة بحيث انخفض عدد الأسهم المتداولة من حدود 36 مليار سهم سنة 1997 إلى ما يقارب 12 مليار سهم نهاية عام 1999، أي بنسبة انخفاض تقدر ب 66.90% هي نسبة مرتفعة نسبياً.

وما نستخلصه من خلال هذه التغيرات هي العلاقة الطردية تقريبا بين عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة، حيث أن إدراج شركات جديدة في أسواق الأوراق المالية يؤدي إلى ارتفاع عدد الأسهم والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة.

وعرفت أسواق الأوراق المالية العربية ارتفاعاً في أحجام التداول خلال عام 2002 مقارنة مع العام الذي قبله، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 2.6% لتبلغ حوالي 36.5 مليار دولار، وهذا راجع لارتفاع قيمة التعاملات في أسواق كل من تونس، مصر والسعودية بما نسبته 50.2% و 30.9% و 21.3% على التوالي⁽¹⁾، حيث عرفت هذه الفترة في مصر

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 243.



إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة إضافة إلى تعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة للمتعاملين.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2000 بنسبة 23.5% ليلعب حوالي 9.1 مليار سهم، ويرجع هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 28.8%، ويشكل عدد الأسهم المتداولة في هذه السوق ما نسبته 74.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة⁽¹⁾ وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001 بنسبة 16.8% لتبلغ حوالي 42.7 مليار دولار مقارنة مع 36.5 مليار دولار التي سجلت عام 2000، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال العام بنسبة كبيرة ليلعب 23.5 مليار سهم مقارنة مع 9.1 مليار سهم خلال عام 2000.

وقد نجم هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع عدد الأسهم المتداولة بسوق الكويت للأوراق المالية، إذ ارتفع هذا العام بنسبة كبيرة بلغت 20.8%، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في هذه السوق يشكل ما يقارب 88.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة⁽²⁾، واستمر أداء أسواق الأوراق المالية العربية ف التحسن للعام الثاني على التوالي، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية خلال عام 2002 لتبلغ 65.4 مليار دولار، أي بزيادة نسبتها 53.2% عن عام 2001.

ونتيجة لذلك الارتفاع ارتفع متوسط التداول اليومي في هذه الأسواق إلى 955.1 مليون دولار مقابل 620.5 مليون دولار خلال الفترة نفسها.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2002 ليلعب 46.1 مليار سهم بزيادة نسبتها 2% مع عام 2001، حيث واصل عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت وللعام الثاني على التوالي ارتفاعه الملحوظ وذلك بنسبة 102.5% عن عام 2001 وتشكل كمية الأسهم المتداولة في سوق الكويت ما يعادل 91.5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في القاعدة⁽³⁾.

وشهدت أحجام التداول خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا مقارنة مع العام السابق، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة 252.3% لتبلغ نحو 230.4 مليار دولار، وقد سجلت

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 243.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 124.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 18-19.



قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى إذ بلغت نسبته 414.5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذه السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة 37.5% ليبلغ خلال عام 2003 نحو 63.4 مليار سهم مقابل 46.1 مليار سهم خلال عام 2002، وقد احتل سوق أبو ظبي للأوراق المالية الترتيب الأول من حيث الارتفاع إذ بلغت نسبته 283.4%، وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية قد شكل خلال هذا العام ما نسبته 78.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية.⁽¹⁾

ويعود سبب هذا الارتفاع إلى التطور النوعي والكمي الذي عرفته الأسواق العربية مجتمعة وأدائها الجيد رغم الأجواء المتوترة التي عرفتها المنطقة العربية إضافة إلى الأداء الجيد لاقتصاديات الدول العربية جراء ارتفاع أسعار النفط، وعودة بعض رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج.

ونتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية شهدت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2004 ارتفاعاً كبيراً، حيث ارتفعت بنسبة 146.6% لتبلغ نحو 568.889 مليار دولار، وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي عام 2004 أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، إذ بلغت نسبته 1238%، وفي المقابل انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر بنسبة 47.1%. أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2004 بنسبة 10% ليبلغ 57.029 مليار سهم، ويعود هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى انخفاض عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 32.3%.⁽²⁾

واستفادت أسواق الأوراق المالية العربية من الأداء التصاعدي خلال العامين الماضيين لتواصل أداءها الجيد، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال 2005 ارتفاعاً ملحوظاً بلغت نسبته 152.5% لتبلغ حوالي 1434.8 مليار دولار، وسجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي أعلى ارتفاع نسبته قدرها 703.1% وبالمقابل انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر بنسبة 60.4%.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 20.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص 16-18.



وارتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال 2005 بنسبة 94.4 ليلبلغ 111 مليار سهم، وتشكل الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية ما نسبته 47% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.⁽¹⁾

ثانيا: معدل دوران الأسهم.

لقد عرف هذا المعدل تغيرات في أسواق الأوراق المالية العربية اتسمت بالارتفاع تارة وبالانخفاض تارة أخرى، تبعا للظروف الاقتصادية السائدة، والجدول الموالي يوضح تغيرات مثل دوران الأسهم للأسواق العربية خلال الفترة (1994-1999).

الجدول (7): تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999م.

البيان	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل دوران الأسهم %	14.49	17.71	28.28	43.90	28.92	23.86

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2000، ص 29.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية كان في تزايد مستمر منذ 1994 إلى غاية 1997 أين بلغ 43.9% لينخفض في السنتين الموالتين بعد ذلك ويصل إلى 23.86% سنة 1999، وبعدها شهد تزيادا مستمرا حيث ارتفع في السنة التي بعدها ولكن بنسبة طفيفة بلغت 0.8%.

وفي عام 2001 ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 28% مما يشير إلى ارتفاع السيولة في إجمالي أسواق الأوراق المالية المشاركة في قاعدة بيانات الصندوق،⁽²⁾ ليصل عام 2002 إلى 31%، حيث ارتفع في ستة دول أسواق عربية من بين الأسواق المشاركة وهي: الكويت، السعودية، مصر، الأردن، لبنان والمغرب وانخفضت في باقي الأسواق (مسقط، تونس، البحرين).⁽³⁾

ويمكن اعتبار عام 2003 عاما استثنائيا حيث ارتفع معدل الدوران بأكثر من 100% إذ بلغ 63.7% بعد أن كان 31% عام 2002، وسجل أعلى زيادة في السعودية حيث ارتفع من 47.6% إلى 101.1% في حين سجل أعلى انخفاض له ببورصة الجزائر أين بلغ 0.15% ويعزى انخفاض هذه النسبة في بورصة الجزائر إلى أن التداول فيها يقتصر على يوم واحد في الأسبوع.⁽⁴⁾

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص ص 136-137

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 124.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 20.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 20.



ونتيجة للأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية العربية خلال هذه الفترة فقد قفز معدل الدوران سنة 2004 إلى 91% مما يدل على ارتفاع نسبة السيولة في هذه الأسواق، وسجل معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع إذ بلغ 154% وهو ما يدل على مستوى النشاط الكبير في السوق، في حين انخفض في بعض الأسواق الأخرى حيث بلغ أدناه في بورصة الجزائر بنسبة 0.09% ويعود ذلك إلى انخفاض أحجام التداول في هذه البورصة واقتصرها على يوم واحد في الأسبوع، بالإضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة فيها والبالغ 3 شركات فقط.⁽¹⁾

وخلال عام 2005 ارتفع معدل دوران الأسهم في معظم أسواق الأوراق المالية العربية، مسجلا زيادة إجمالية قدرت ب 21.47% حيث بلغ 111%، وسجل سوق الأسهم السعودي 170% خلال هذا العام في حين كان معدل الدوران في بورصة الجزائر 0.05%⁽²⁾ ويرجع ذلك إلى الأسباب السالفة الذكر، وفي عام 2006 ارتفع من 111% إلى 189%، وسجلت أعلى زيادة في سوق الأسهم السعودي بنسبة 258%.⁽³⁾

المطلب الثالث: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.

يحتسب الصندوق مؤشراتته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

ويشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربع عشر سوقا السالفة الذكر. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر لكل دولة على حدة، وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المعينة كأنها دولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية. وعموما فقد عرف المؤشر المركب ارتفاعا مستمرا خلال الفترة (94-99) حيث تراوحت نسبة الزيادة من 8% إلى 16% بين سنة وأخرى، وبلغ أعلى نسبة له سنة 1997 بنسبة 138.4% لينخفض في العام الذي بعده ويرتفع سنة 1999 بنسبة 9.8%.

لقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية عام 1999 تحسنا في الأداء العام لهذه الأسواق إذ ارتفع المؤشر مقارنة مع عام 1998 بنسبة 9.8%، ويعود هذا التحسن إلى الأداء المميز لأسواق الأوراق المالية في

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، ص ص 18-19.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 137.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 145.



كل من السعودية ومصر وتونس، ذلك أن مؤشرات أسعار الأسهم في باقي الأسواق شهدت انخفاضا خلال العام.⁽¹⁾

كما أظهر المؤشر المركب تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة البيانية في نهاية عام 2000، إذ انخفض بنسبة 10.6% مقارنة بعام 1999، حيث انخفضت مؤشرات أسعار الصندوق في كل الأسواق باستثناء مؤشر الأسعار لسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية اللذين ارتفعا بنسبة 11.3%، و 7.2% على التوالي. وقد بلغت هذه الانخفاضات أعلاها في مؤشر أسعار الصندوق الخاص بسوق المال بمصر إذ انخفضت بنسبة 45.8%، وهذا راجع إلى انخفاض الجنيه المصري مقابل الدولار خلال هذا العام⁽²⁾. وكما نعلم فإن مؤشرات الصندوق يتم احتسابها بالدولار.

واستمر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في التراجع للعام الثاني على التوالي حيث انخفض بنسبة 1.1% وسجل سوق المال بمصر أعلى انخفاض بما يقارب 34% وذلك بسبب ضعف أداء الشركات المدرجة في السوق بالإضافة إلى تخفيض سعر الجنيه مقابل الدولار عام 2001.

وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية الدولية يمكن القول أن المؤشر المركب للصندوق كان أكثر استقراراً حيث انخفضت أهم المؤشرات العالمية نتيجة للأحداث التي عرفها الاقتصاد العالمي خلال الربع الأخير من العام⁽³⁾ والتي كان أبرزها هجمات 11 سبتمبر 2001 وما لحقته من خسائر بالاقتصاد الأمريكي بخاصة وبالاقتصاد العالمي بعامه.

وفي العام الموالي أظهر المؤشر المركب للصندوق تحسناً في الأداء العام- وإن كان طفيفاً- بلغت نسبته 0.6% ويعود هذا التحسن بشكل عام إلى الأداء الجيد الذي حققته معظم الشركات المساهمة العامة المدرجة في الأسواق المالية العربية وإلى التطورات والإجراءات التي اتخذتها معظم الأسواق العربية السالفة الذكر.⁽⁴⁾

ونتيجة للتطورات السابقة الذكر وما رافقها من عوامل إيجابية والتي من أهمها تحقيق الشركات المدرجة بالأسواق العربية أرباحاً مجزية خلال عام 2003- سببها ارتفاع أسعار النفط خلال عام 2003- فقد أظهر المؤشر

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2000، ص 127.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2001، ص 248.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2002، ص 122-123.

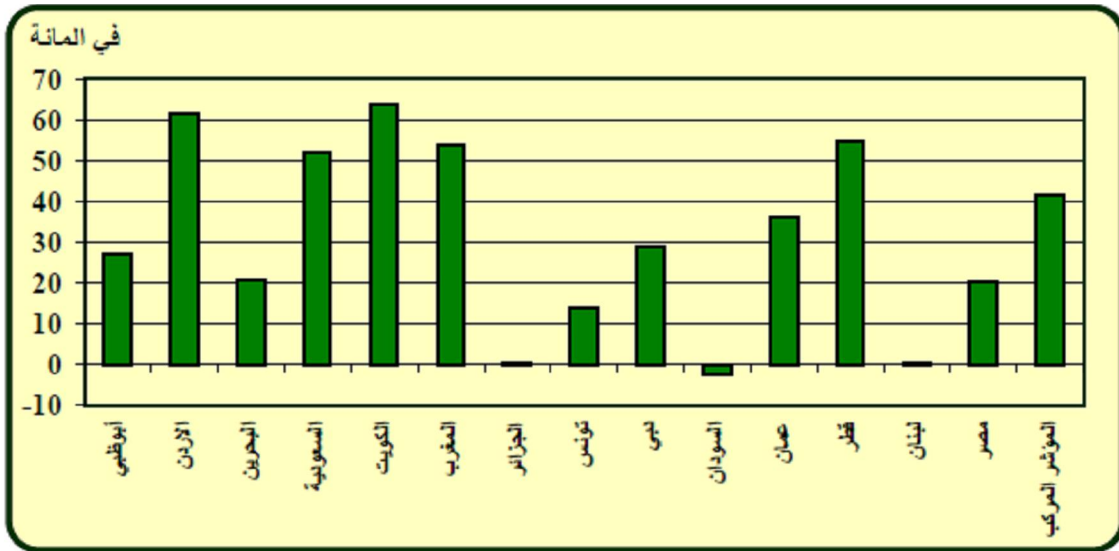
(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، ص 18.



المركب للصندوق ارتفاعا كبيرا بلغ نسبة 40.9% ليلغ 141.9 نقطة. ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ الصندوق في احتسابه عام 1994⁽¹⁾

والشكل الموالي يوضح التغير في مؤشر لصندوق بين عامي 2002-2003.

لشكل(5): التغير في مؤشر الصندوق المركب لأسواق الأوراق المالية العربية بين عامي 2002 و2003.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2004، ص 18.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ ارتفاع مؤشرات الأسواق المالية العربية في 13 دولة ولكن بنسب متفاوتة، حيث سجل سوق الكويت للأوراق المالية أعلى ارتفاع بلغت قيمته 101% في حين سجلت كل من بورصة الجزائر ولبنان أقل نسبة ارتفاع في حين انخفض مؤشر سوق الخرطوم بنسبة 2.3%.

ونتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، ارتفع المؤشر المركب للصندوق من 141.9 نقطة عام 2003 إلى 215.7 نقطة عام 2004، أي بزيادة نسبتها 52% وهو أعلى مستوى بلغه المؤشر منذ البدء في احتسابه عام 1994، ويعزى هذا الارتفاع بشكل أساسي إلى زيادة السيولة بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققتها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة في زيادة الأسواق العربية خلال العام، وتجدر الإشارة إلى أن جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لهذه الأسواق ارتفعت باستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي انخفض بنسبة 2.3%⁽²⁾ وبحلول عام 2005 واصلت أسواق الأوراق المالية العربية أداءها الجيد حيث ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي لهذه الدول مما أثر

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2004، ص 18.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2005، ص 16.



بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم. وارتفع المؤشر المركب للصندوق بنسبة 91.6% نهاية عام 2005، حيث بلغ 413.3 نقطة وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ بداية احتسابه، الملفت للانتباه هو أن سوق فلسطين للأوراق المالية سجل أعلى نسبة ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية إذ ارتفع بنسبة 285.6% علما بأنه انضم إلى قاعدة البيانات في الربع الأول من عام 2005.⁽¹⁾

وعرف عام 2006 انخفاضا كبيرا في المؤشر المركب للصندوق بلغت نسبته 42% ليصل إلى حوالي 237 نقطة نهاية عام 2006. ويعزى هذا التراجع إلى عدة عوامل أهمها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف نسبة هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها.² الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ آخر عام 2005 وحتى نهاية 2006.

وعلى العموم نستطيع القول أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية كان جيدا خلال الفترة (1994-2001)، حيث عرف منحى تصاعديا سواء من ناحية القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة أو من ناحية مؤشرات السيولة، حيث عرفت هذه الفترة تزايد حجم التداول في أسواق الأوراق المالية العربية وذلك بارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة نتيجة زيادة عدد الأسهم المتداولة والمتأتية من ارتفاع عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى الانضمام المتتالي لمختلف الأسواق المالية العربية إلى قاعد بيانات صندوق النقد العربي.

والملاحظ خلال هذه الفترة أن عام 2003، كان عاما استثنائيا حيث شهد أداء جيدا على جميع المستويات ويعود ذلك إلى الإصلاحات الكبرى والتطورات التي عرفت أسواق المال العربية خلال الفترة (1999-2003) والمتعلقة بالشفافية والإفصاح وتطوير أنظمة التداول بالإضافة إلى تعزيز الدور الرقابي بالبورصة.

المبحث الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007-2008).

استمرت الجهود التي اتخذتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين حيث أدى ذلك إلى تحقيق الأسواق العربية لمستويات أداء جيدة وأفضل من خلال تلك المحققة عام 2006.

وبطبيعة الحال طالت الأزمة المالية الاقتصادية اقتصاد المنطقة العربية وأثرت على أسواقها المالية وهو ما أدى إلى انخفاض أغلب مؤشرات السوقية في النصف الثاني من عام 2008.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص 134-135.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص 143.



المطلب الأول: مؤشرات حجم السوق.

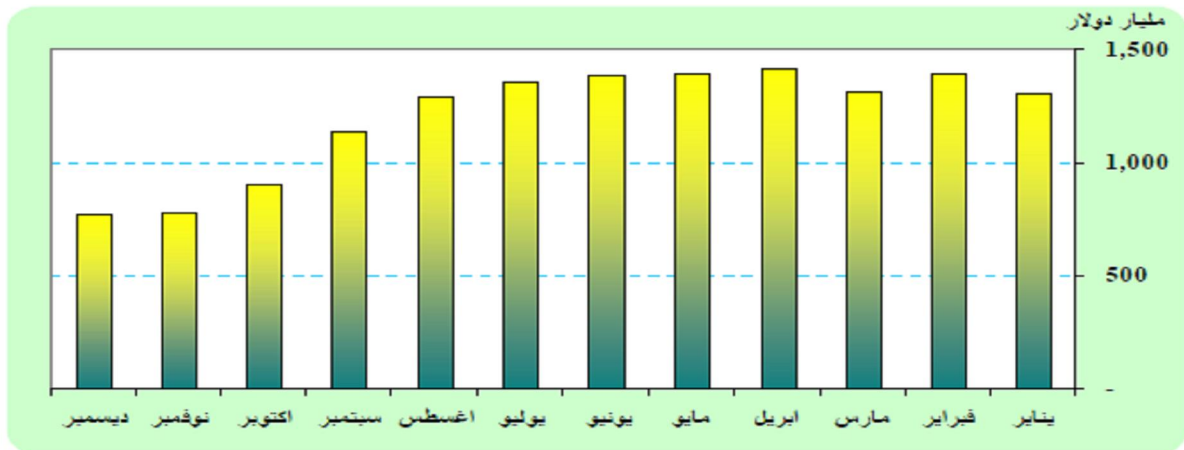
أولاً: القيمة السوقية.

بتحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية عام 2007 و من خلال احتساب القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج الإجمالي، فقد أظهر هذا المؤشر أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال عام 2007 تجاوزت قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان حيث بلغ المؤشر نسبة 260%، وسوق الدوحة للأوراق المالية نسبة 150%، و سوق البحرين للأوراق المالية 146% وسوق الأسهم السعودي 138% وسوق الكويت للأوراق المالية 127% وبورصتي القاهرة والإسكندرية 108% وفي بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 103%. وتجاوزت القيمة السوقية للأسهم المتداولة 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق أبو ظبي 63% وسوق دبي المالي 72% و سوق مسقط للأوراق المالية 57%، في حين بلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة الأخرى نسبة تقل عن 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية (الجزائر، الخرطوم، تونس، فلسطين).

كما ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية لتبلغ 1339 مليار دولار نهاية 2007، بزيادة قدرها 450 مليار دولار، وفي عام 2008 شهدت الأسواق المالية العربية تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة في النصف الثاني من العام 2008، فبعد التحسن النسبي في الأداء خلال الفترة 2007 وبداية 2008، عاودت مؤشرات هذه الدول الهبوط، وانخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق المالية العربية نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال الفترة 2008 حيث بلغت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق 769.6 مليار دولار مقارنة ب 1338 مليار دولار نهاية العام 2007، بنسبة انخفاض 42.5%⁽¹⁾.

والشكل البياني التالي يوضح التغيرات في القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية خلال عام 2008

الشكل (6): إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 131.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 16.

**ثانياً: عدد الشركات المدرجة.**

وبالنسبة للشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفع العدد في معظم الأسواق باستثناء مصر ولبنان، حيث تصدرت سوق الأسهم السعودية قائمة الزيادات بنسبة 25% تليها سوق دبي للأوراق المالية بنسبة 20% والمغرب بنسبة 16%⁽¹⁾.

ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة إلى 1550 شركة مدرجة نهاية عام 2007، وفي نهاية عام 2008 انخفض العدد إلى 1542 شركة مدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية.⁽²⁾

المطلب الثاني: السيولة.**أولاً: حجم التداول:**

شهدت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً ملحوظاً من حيث أحجام التداول حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في تلك الأسواق مقارنة بعام 2006، وتشير البيانات إلى أن سوق مسقط للأوراق المالية يأتي في الصدارة بارتفاع 61.9%⁽³⁾ وبلغت قيمة الأسهم المتداولة الإجمالية لعام 2007 نحو 1107.51 مليار دولار.

ونظراً لانخفاض عدد الشركات المدرجة نهاية عام 2008 فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 بنسبة بلغت 9.9% لتصل في نهاية العام إلى 997.87 مليار دولار أمريكي، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق ثلاثة دول فقط هي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات ما نسبته 80.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2008 بنسبة 5.9% ليلعب نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال 2007، وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية.⁽⁴⁾

ثانياً: معدل دوران الأسهم.

أما فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم فقد تراجع المؤشر من 190% عام 2006 إلى 83% في 2007، وتصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفضت فيها معدلات دوران الأسهم من 429% عام 2006 إلى 131% في 2007.⁽⁵⁾

وفي عام 2008 أتت الأسواق الخليجية الرئيسية في الطليعة حيث بلغت النسبة 212% في سوق الأسهم السعودي و 132% في دبي و 107% في سوق الكويت للأوراق المالية.⁽⁶⁾

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 137.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 132.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 137.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 132.

(5) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 138.

(6) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، ص 133.



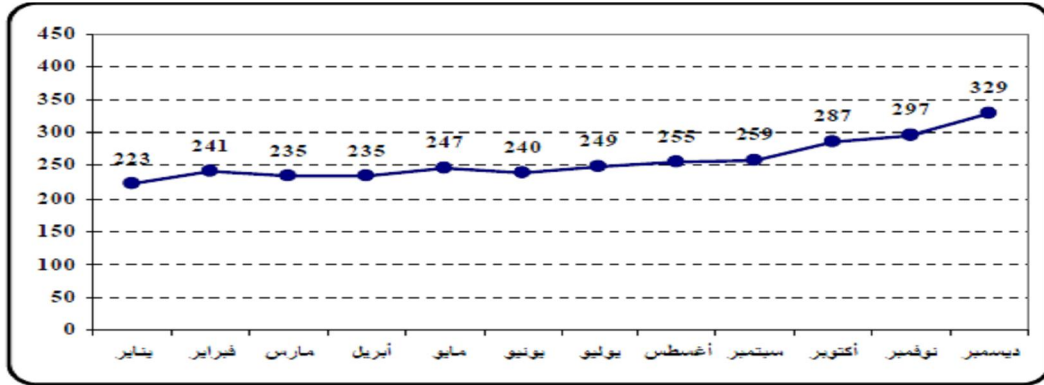
المطلب الثالث: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي*.

وفيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة

38.3% ليصل إلى 328.7 نقطة نهاية 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة نهاية 2006. (1)

والشكل البياني الموالي يوضح تغيرات المؤشرات المركب للصندوق خلال عام 2007.

الشكل (7): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2007.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2008، ص 136.

من خلال الشكل البياني الذي يوضح تغيرات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال 2007 يتضح أن المؤشر تميز بالتذبذب خلال النصف الأول من العام 2007، إلا أن الأداء الجيد للأسواق العربية خلال النصف الثاني من عام 2007 الذي عرف ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة في معظم الأسواق العربية ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية الإجمالية كان له الأثر البالغ في تحسن المؤشر المركب للصندوق حيث عرف منحى تصاعدياً خلال النصف الثاني من عام 2007 فارتفع بذلك من 240 نقطة في جوان إلى 329 نقطة شهر ديسمبر 2007. وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الناشئة في عام 2007 فإن الارتفاع الذي حققه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي يفوق الارتفاع في المؤشرات التي تعكس أداء الأسواق الناشئة الدولية، حيث اقتضرت نسبة الارتفاع التي سجلها من مؤشر ستاندرد اند بورز 500 وفوتسي على حوالي 3.5% و 3.8% على التوالي، في حين انخفض مؤشر نيكاي بنحو 11%².

هذا إن دل على شيء فإنما يدل على أن اقتصاديات هذه الدول كانت عرضة للأزمة المالية العالمية قبل الدول العربية.

وخلال 2008 شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، وخاصة في النصف الثاني من عام 2008 حيث انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إلى 166.2 نقطة نهاية 2008 مقارنة مع 328.7 نقطة نهاية 2007، ويعكس هذا الانخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 136 .

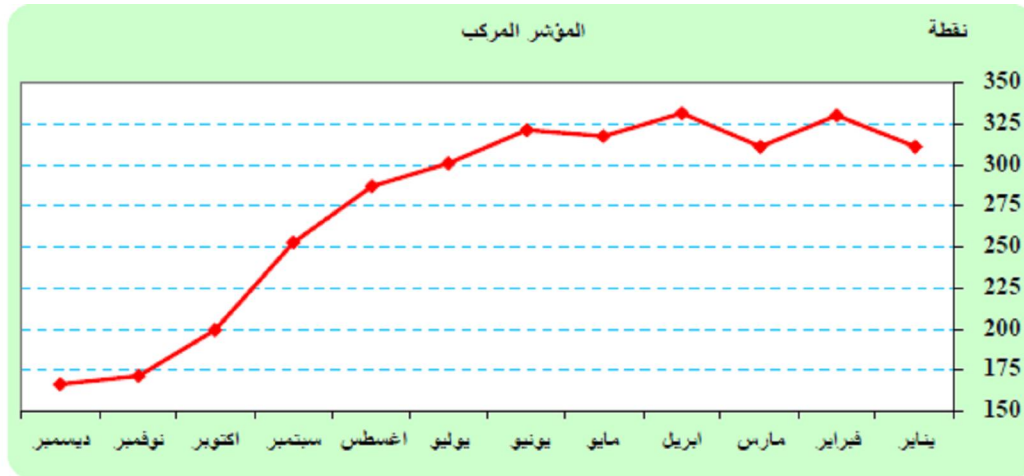
(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص 137 .



الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وتراجعت الأسواق العربية عموماً بنسب على من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية، فعلى سبيل المثال فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية عام 2008 بنحو 49.4% بينما انخفض مؤشر ستاندرد أندبورز بنسبة 38.5% وهو مؤشر فوتسي بنحو 31.3% ومؤشر نيكاي بنحو 42.1% ومؤشر كاك40 بنحو 42.7%¹.

والشكل التالي يوضح تغيرات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عام 2008.

الشكل رقم (8): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عام 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2009، ص 130.

من خلال المنحنى البياني الذي يوضح تغيرات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008، فإنه يمكن

تقسيم التغيرات إلى فترتين:

الفترة الأولى: من جانفي إلى جوان 2008

في هذه الفترة تميز المؤشر بالارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، حيث ظل محصوراً في المجال بين [300-

330] تقريباً وعليه يمكن اعتبار هذه الفترة فترة استقرار.

الفترة الثانية: من جوان إلى ديسمبر 2008

في هذه الفترة عرف المؤشر المركب للصندوق انخفاضاً شديداً حيث انخفض من 325 نقطة تقريباً إلى

266.2 نقطة في ديسمبر، ويعود هذا الانخفاض إلى التقلبات الحادة التي عرفت أسواق الأوراق المالية العربية على

أعقاب الأزمة المالية العالمية خلال النصف الثاني من 2008، حيث انخفضت أسعار النفط من 147 دولار إلى

1 صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2009، ص 130 .



حوالي 34 دولار للبرميل في ديسمبر 2008، حيث كان لهذا الانخفاض الأثر البالغ والكبير على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية العربية بعد الأزمة (2009-2011).

كان قطاع أسواق المال العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر هذه الأزمة، وما أنتجته من أجواء عدم التيقن لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، وقد تفاوت هذا التأثير بين الأسواق والبورصات العربية وفقاً لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية.

ولقد كان أداء أسواق المال العربية خلال 2009 متفاوتاً حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من 2008، لتحسن الأوضاع في النصف الثاني من العام 2009، وعام 2010 حيث ارتفعت أغلب المؤشرات.

المطلب الأول: مؤشر حجم السوق.

لقد كان أداء الأسواق المالية العربية خلال 2009 متفاوتاً حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من العام 2008، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة تعافيتها لتنتهي عام 2009 على ارتفاع، حيث ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 17.3% خلال العام لتصل إلى 903.4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2009، مقابل 769.6 مليار دولار نهاية ديسمبر 2008، وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2009 تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق العربية خلال العام. وقد سجلت مؤشرات الأسعار المحلية لأسواق تونس ومصر والسعودية أعلى الارتفاعات خلال عام 2009، بين الأسواق العربية في حين تراجعت مؤشرات أسعار كل من البحرين والكويت والأردن والمغرب.⁽¹⁾

وارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 8.9% لتصل إلى 983.8 مليار دولار نهاية ديسمبر 2010، مقابل 903.4 مليار دولار نهاية ديسمبر 2009، وبذلك تكون الأسواق المالية العربية قد استعادت نحو 80.4 مليار دولار من خسائرها عام 2010، ونحو 214.2 مليار دولار من خسائرها المسجلة خلال الفترة من منتصف عام 2008 حتى الربع الأول من عام 2009، وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2010 تحسن مؤشرات الأسعار لعدد من الأسواق العربية خلال العام.⁽²⁾

المطلب الثاني: مؤشرات السيولة.

أولاً: أحجام التداول.

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 158 .

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 141 .



تراجعت أحجام التداول خلال عام 2009 عما كانت عليه في عام 2008، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 وللعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت 35% مقارنة بعام 2008، لتصل القيمة الإجمالية إلى 654 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 998 مليار دولار خلال عام 2008، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط هي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر، بالإضافة إلى البورصة المصرية ما نسبته 93.9% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال العام 2009⁽¹⁾ كما تراجعت أحجام التداول بشكل كبير خلال عام 2010، مقارنة بما كانت عليه في العام السابق، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت 42% لتصل القيمة الإجمالية إلى نحو 380 مليار دولار عام 2010 مقابل 654 مليار دولار عام 2009²

ثانيا: معدل دوران الأسهم.

وفيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم فقد كانت سوق الكويت الأنشطة حيث سجلت أعلى معدل لدوران الأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2009 بنسبة بلغت 126.5% تلاه سوق الأسهم السعودي والبورصة المصرية بنسبة 119% و 91.7% على التوالي، وتراوح معدل دوران الأسهم بين 20% و 40% لدى أسواق عمان ومسقط وقطر وأبو ظبي والخرطوم وفلسطين وكان دون ذلك في بقية الأسواق، وبالمقارنة مع عام 2008 فإن معظم الأسواق العربية شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم لتعكس بذلك من جهة انخفاض الأسعار خلال العام انعكاساً لتداعيات الأزمة المالية، ومن جهة أخرى انخفاض نشاط التداول في عدد من الأسواق.⁽³⁾ وكانت بورصة الدار البيضاء هي الأنشطة بين البورصات العربية حيث سجلت أعلى معدل دوران للأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2010 بنسبة بلغت 76.4% تلتها البورصة المصرية والسوق المالية السعودية بنسبة 65.7% و 60.2% على التوالي .

وتراوح معدل دوران الأسهم بين 15% و 40% لدى أسواق عمان ودبي وقطر والخرطوم وفلسطين وتونس وكان دون ذلك في بقية الأسواق.

وبالمقارنة مع عام 2009 فإن معظم الأسواق العربية قد شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم عاكسة بذلك مخاوف المتعاملين من الانكشاف على الأسواق المالية العربية نظراً لتأثيرات الأزمة المالية العالمية من جهة وتداعيات أزمة ديون شركة دبي من جهة ثانية.⁽⁴⁾

المطلب الثالث: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 159.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 142.

(3) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص 159.

(4) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 143.



ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18.1% خلال عام 2009، ليصل إلى 196.3 نقطة نهاية عام 2009، ويعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق العربية خلال 2008 وبداية عام 2009، ولقد كان من الممكن أن يرتفع المؤشر بأعلى من ذلك خلال عام 2009 لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من عام 2009. وتجدد الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 758 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية جوان 2008 إلى نهاية مارس 2009.

كما جاء أداء أسواق المال العربية قريبا من أداء أسواق المال الدولية خلال عام 2009، فقد ارتفع مؤشر ستاندرد أندبوردز 500 بنسبة 23.5% وسجل مؤشر فوتسي ارتفاعا بنحو 22.1%، في حين سجل مؤشر نيكاي ارتفاعا بنسبة 19.1% ومؤشر كاك 40 بنسبة 22.3% وذلك خلال عام 2009، وهي ارتفاعات مماثلة نسبيا للارتفاع الذي سجله المؤشر المركب للصندوق خلال عام 2009.⁽¹⁾

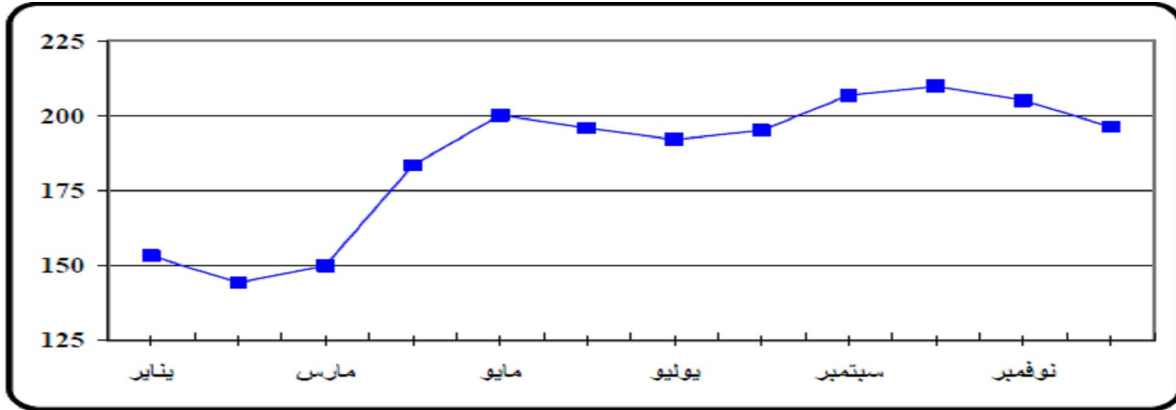
وفي عام 2010 ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 7.3% ليصل إلى نحو 240 نقطة في نهاية عام 2010، ويعكس هذا الارتفاع تعافي أسواق المال العربية من تأثيرات الأزمة المالية العالمية وتداعيات أزمة ديون شركة دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الأشهر الأخيرة من العام الماضي.⁽²⁾

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010، ص ص 157-158.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2011، ص 141.



الشكل (9): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2009



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2010، ص 157.

نلاحظ من خلال المنحنى البياني الذي يمثل تغيرات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2009 أنه خلال الفترة (جانفي/مارس) قد واصل المؤشر انخفاضه الذي بدأه في النصف الثاني من عام 2008 متأثراً بالأزمة المالية العالمية، ليعاود الارتفاع بداية من الثلث الثاني لعام 2009، ويعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي لحقت بالأسواق العربية خلال النصف الثاني من عام 2008 وبداية 2009 .
علما انه كان من الممكن أن يرتفع المؤشر بأكثر من ذلك لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على البورصات العربية .

المبحث الرابع: دروس وعبر لأسواق المال العربية من الأزمة المالية العالمية

بالرغم من الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية التي تم الإشارة إليها، وفي الوقت التي تضع فيه هذه التطورات المالية والاقتصادية الأسواق العالمية والعربية بمواجهة تحديات، تشكل هذه الأزمة أيضا فرصة سانحة لكي تستقي أسواق المنطقة العربية العبر من خلال دراسة مسببات تهاوي الأسواق المالية العالمية والاستفادة من هذه التجربة للعمل على توفير البيئة المناسبة لتفادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل. ويمكن تلخيص أهم الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة في النقاط التالية:

1 - لقد أثبتت تداعيات الأزمة المالية العالمية بأنه في ظل عوامة القطاع المالي فإن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلا أم آجلا إلى إضعاف دور وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى وضع القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته على حافية الهاوية. وهذا يستوجب أن يترافق التحرير المالي مع السعي لتقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي الذي يشمل أسواق الأوراق المالية والمصارف الاستثمارية والمصارف التجارية وشركات التأمين ...

إن مكونات القطاع المالي هذه لا تخضع في معظم دول العالم إلى نفس الجهة الرقابية بحيث تتوزع المهام الرقابية بين البنوك المركزية ووزارات المالية ووزارات التجارة والهيئات الرقابية على أسواق الأوراق المالية. وبالتالي فإن تعدد الجهات الرقابية خاصة في ظل العوامة المالية أدى إلى تعقيد مهمة الجهات الرقابية الدولية والقطرية على حد



سواء، مما فتح مجالاً أمام المؤسسات المالية بابتكار أدوات مالية معقدة بهدف تحسين صورة تقاريرها وبياناتها المالية وإخفاء حجم المخاطر الحقيقية عن المستثمرين.

2 - الإفصاح والشفافية أمران ضروريان لتطوير واستقرار الأسواق المالية، وفي المنطقة العربية هناك حاجة ماسة لتوفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات حول أداء الشركات والمسائل التي تؤثر في أسعار الأسهم وفي قرار المستثمرين وهذا أمر غير متوفر بالشكل المطلوب حالياً. فعلى سبيل المثال: إن عدداً من المؤسسات التي واجهت مصاعب مالية مؤخراً في المنطقة كانت أعلنت عن أداء جيد وعن تحقيق أرباح وذلك قبل أسابيع من تعرضها للمشاكل المالية مما ينطبق أيضاً على تجربة الأسواق الدولية.¹

3 - على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، وهذا يستوجب الانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها.

4 - بالرغم من الأهمية القصوى لدور تدفق الاستثمارات، يجب أن لا نغفل عن حقيقة أن جذب الاستثمارات ليس غاية بحد ذاته بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية. وهنا يجب التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون عادة استثمار طويل الأجل ويتضمن نقل خبرات ومعرفة، وبين استثمارات المحافظ خاصة قصيرة الأجل منها والتي تسعى إلى المضاربة. وبالرغم من أن المضاربة مطلوبة لتعزيز السيولة في الأسواق غير أنها قد تؤدي في حال عم وضع أسس واضحة لها إلى عدم الاستقرار في الأسواق وتعثرها. وقد يكون من المناسب في ظل العولمة المالية وانفتاح عدد لا بأس به من الأسواق المالية العربية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزز الاستقرار في هذه الأسواق.

5 - تلعب شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية دوراً محورياً في تطوير عمل البورصات العربية. وليس من المغالاة القول بأن سلامة هذه البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها هذه المؤسسات والعاملين بها، وعلى كفاءة الجهات الرقابية التي تنظم عملها. وفي هذا المجال هناك حاجة ماسة إلى تطوير عمل هذه المؤسسات في الأسواق العربية على كافة المستويات وتحديد الحاجة لوضع حد لفوضى التحليل المالي وضبط هذا الموضوع لما له من تأثير على القرارات الاستثمارية لصغار المستثمرين .

6 - هناك شبه إجماع مؤخراً بأن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي من الأزمة المالية التي بدأت في دول جنوب شرق آسيا عام 1997 مروراً بالفضائح المالية التي هزت القطاع المالي الأمريكي خلال عامي 2001-2002، وحتى الأزمة المالية العالمية الأخيرة كلها إنما تكشف عن فشل في حوكمة الشركات.

والعبرة التي يجب أن نستخلصها هي أن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من ناحية توازن العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة وضعف دور لجان الرقابة الداخلية وضعف مستوى الشفافية والإفصاح وحماية

(1) إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، أبو ظبي، العدد 09، 2009، ص 14.



المستثمرين يزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة.¹

(1) نفس المرجع السابق ، ص ص 15-16 .



خلاصة

لقد اختلف أداء الأسواق المالية العربية من مرحلة إلى أخرى تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بها، حيث عرفت المرحلة الأولى-مرحلة ما قبل الأزمة- أداء جيدا في أغلب الأحيان، وهو ما يظهر جليا من خلال الارتفاع المتتالي في إجمالي القيمة السوقية وكذا عدد الشركات المدرجة والذي أدى بدوره إلى زيادة عدد الأهم المتداولة وارتفاع معدل دورانها، بالإضافة إلى ارتفاع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي من عام لآخر، ويعزى هذا الأداء الجيد إلى التطورات التشريعية والتنظيمية التي عرفت الأسواق العربية خلال هذه الفترة خاصة في الفترة (1999-2003) والتي عرفت إصلاحات جوهرية.

غير أن هذا الأداء عرف تراجعا نتيجة تأثر الأسواق العربية بالأزمة المالية العالمية، حيث ورغم استمرار الأداء الجيد خلال عام 2007 فإن أغلب المؤشرات انخفضت ابتداء من منتصف عام 2008 وخلال النصف الأول من عام 2009 نتيجة تأثرها بالأزمة المالية العالمية، لتعاود الارتفاع ابتداء من النصف الثاني لعام 2009 وتستمر في أدائها الجيد خلال عام 2010 نتيجة تحسن الأوضاع الاقتصادية وتخلصها السريع من تأثيرات الأزمة المالية العالمية .

خاتمة



تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم، كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة، و يتم في هذه السوق تداول العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة.

إلا أن هذه الأسواق اصطدمت بالعديد من الأزمات التي أثرت على أدائها، وتعتبر الأزمة المالية العالمية الأخيرة من أشد وأعنف الأزمات على الأسواق المالية، حيث طالت تقريباً كل بورصات العالم، بما فيها البورصات العربية والتي لم تكن بمنأى عن هذه الأزمة في ظل العولمة المالية التي يشهدها العالم .

غير أن درجة تأثر البورصات العربية بالأزمة كان متفاوتاً، إذ كانت بورصات دول مجلس التعاون الخليجي الأكثر تضرراً بالأزمة وذلك لانفتاحها الاقتصادي والمالي الكبيرين على الاقتصاد الرأسمالي العالمي، حيث شهدت تقلبات حادة وانخفضت أحجام التداول فيها، وتدافع المستثمرون لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية. في حين نجد أن بعض أسواق الأوراق المالية العربية مثل بورصة الجزائر لم تتعرض للأزمة نظراً لصغر حجم التداول فيها وقلة عدد الشركات المدرجة وانغلاقها على المستثمر الأجنبي .

1- اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: لقد اختلف تأثير الأزمة المالية العالمية على البورصات العربية بسبب اختلاف هذه البورصات في حد ذاتها، حيث كان التأثير كبيراً على البورصات الأكثر اندماجاً في الاقتصاد العالمي، والممثلة أساساً في بورصات مجلس التعاون الخليجي، حيث خسرت بعض هذه البورصات أكثر من نصف قيمتها. وهو ما يثبت صحة الفرضية .

الفرضية الثانية: على الرغم من التطورات التي عرفتتها أسواق الأوراق المالية العربية، في المجال التشريعي والتنظيمي وتعزيز الشفافية والإفصاح وتحديث أنظمة التداول وغيرها، إلا أنها لا تزال تعاني من بعض السلبيات التي تحد من إمكانية تعاملها وربطها ببعضها البعض، والتي من بينها عدم توافق السياسات النقدية وسياسات الاستثمار والإقراض وعدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع، إضافة إلى تعدد المصطلحات المالية نتيجة لتباين الثقافات العربية وتأثيرها على البورصات، وهو ما يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات. وهو ما ينفي الفرضية الثانية .



الفرضية الثالثة: رغم صغر حجم البورصات العربية وقلّة الشركات المدرجة فيها إلا أنّها لم تكن بمنأى عن الأزمة، حيث تأثرت كغيرها من بورصات العالم بالأزمة المالية، وإن اختلفت درجة التأثير من بورصة لأخرى . وهو ما ينفي الفرضية الثالثة .

2- نتائج البحث

من يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث فيما يلي:

- إن تعرض الاقتصاديات وأسواق المال لأزمات مالية كبيرة يعد أمر لا مفر منه، وهو جزء من الدورة الاقتصادية العالمية، خاصة في ظل النظام الرأسمالي الذي أصبح يعرف بنظام الأزمات .
- تعتبر الأزمة المالية العالمية الأخيرة من أعنف الأزمات التي شهدتها الرأسمالية، وذلك بسبب سرعة انتشارها وانتقالها إلى مختلف القطاعات، حيث تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادي حقيقي مصحوب بركود اقتصادي .
- لقد أثرت الأزمة العالمية على الاقتصاديات العربية ولكن بدرجات متفاوتة، حيث كانت دول مجلس التعاون الخليجي أكثر تأثراً وذلك لارتباط عملاتها (ماعدا الكويت) بالدولار بشكل أحادي، وهو ما أثر على قيمة احتياطاتها الإجمالية، في حين كان الأثر طفيفا على اقتصاديات الدول النفطية الأخرى(الجزائر، ليبيا...) حيث أن انخفاض أسعار النفط لم يدم طويلا، إضافة إلى استفادتها من ارتفاع الأسعار قبل الأزمة، وهو ما ولد لديها فوائض مالية معتبرة .
- لقد تأثرت أسواق الأوراق المالية العربية جراء الأزمة المالية العالمية، وذلك خلال النصف الثاني من عام 2008 وبداية عام 2009 إلا أن الأثر كان نفسيا، وذلك بسبب ورود معلومات إلى السوق حول حدوث أزمة مالية والدليل على ذلك هو سرعة الخروج من الأزمة.
- اختلف تأثير الأزمة على أسواق الأوراق المالية العربية من سوق لأخرى، حيث كانت بورصات دول مجلس التعاون الخليجي أكثر تضررا نظرا لانفتاحها الاقتصادي والمالي الكبيرين، في حين كان التأثير طفيفا على البورصات ذات الانفتاح المالي المتوسط (الأردن...)، وكانت بورصات أخرى في منأى عن الأزمة مثل بورصة الجزائر التي لم تطلها الأزمة وذلك بسبب صغر حجمها وقلّة عدد الشركات المدرجة فيها -4 شركات حاليا- بالإضافة إلى انغلاقها على الاستثمار الأجنبي .



- كان من الممكن أن تكون فترة تعرض الأسواق المالية العربية للأزمة أقصر لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي

التوصيات والاقتراحات

من خلال تناولنا لهذا الموضوع ارتأينا طرح التوصيات التالية التي نرى أنه من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية .

1- في ظل عوامة القطاع المالي فإن عدم تبنى وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلا أم آجلا إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى تعثر القطاع المالي والاقتصاد الكلي .

2- إن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول أزمات، ويضعف من حجمها .

3- على البورصات العربية عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق ودعم السيولة فيها من جهة، والانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية من جهة أخرى .

4- على البورصات العربية التي تعيش بمعزل عن الاقتصاد العالمي والتي من بينها الجزائر أن تفتح أسواقها للاستثمار الأجنبي لأنه ليس غاية في حد ذاته، بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية .

5- يجب على الدول العربية أن تعمل جاهدة في مجال التعاون بين أسواقها المالية من أجل ربط الأسواق ببعضها البعض، وتحقيق التكامل الاقتصادي العربي الذي أصبح مطلبا ضروريا في عصر لا يعترف إلا بالتكتلات .

6- لقد أثبتت الأزمة الأخيرة أن النظام الرأسمالي لم يعد بإمكانه الصمود أمام الأزمات المالية والاقتصادية، وفي ظل غياب نظام بديل - بعد التخلي عن النهج الاشتراكي - لا بد من التفكير في صياغة أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي وبلورتها في شكل نظام اقتصادي يكون بديلا للنظام الرأسمالي، خاصة وأن البنوك التي تعتمد على صيغ التمويل الإسلامي لم تطلها الأزمة المالية العالمية الأخيرة .

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

أ- الكتب

- 01- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدر الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 02- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 03- إلياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
- 04- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 05- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مطبعة دار هومة، 2002.
- 06- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002 .
- 07- حسني خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، 1998.
- 08- خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط1، عمان - الأردن 2009.
- 09 - رمزي محمود، الأزمة المالية والفساد العالمي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009.
- 10- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2002م.
- 11- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
- 12 - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر 2005.
- 13 - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، ط2، دار هومة، الجزائر، 1999.
- 14- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 15 - صلاح الدين حسن السيبي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، ط1، 2003.
- 16- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات) مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

- 17- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 18 - عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2001.
- 19- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر.
- 20- عبید سعید توفیق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 21- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 22- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- 23- علي عبد العزيز سليمان، العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية، المكتبة الأكاديمية، ط1، القاهرة، 2010.
- 24- محمد راتب النابلسي، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، ط2، 2009.
- 25- محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، إسكندرية، ط1، 2011.
- 26- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى وجمال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 27- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- 28- محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية- دراسات اقتصادية إسلامية-، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 1993، رجب 1414هـ، جدة.
- 29- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 30 - محمود محمد داغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 31 - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، ط2، 1967.
- 32- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993.
- 33- معبد علي الجارحي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام، الإدارة المالية في الإسلام، ج1، مؤسسة البيت، عمان، 1989.

- 34- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
- 35- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
- 36- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.
- 37- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.
- 38- الهندي خليل أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 39 - هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- ب- الرسائل العلمية:**
- 40- بنان "أحمد سعيد" الفلاح، انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008، على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة تحليلية مقارنة" أطروحة دكتوراه قسم العلوم المالية والمعرفية جامعة العلوم المعرفية، عمان، الأردن، 2010.
- 41- عبد الوهاب علي حسن الغاشم، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم، التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- 42- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.
- 43- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006.
- ج- المجالات:**
- 44- إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، أبو ظبي، العدد 09، 2009.
- 45- بدیعة لشهب، الأزمة المالية العالمية محاولة في الفهم والتجاوز، بحوث اقتصادية عربية، العدد 52/ خريف 2010.
- 46- جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية، المتحدة، 2011.

- 47- مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2009./2010.
- 48- ناجي التوني، الأزمات المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، السنة الثالثة، العدد 29، مايو/أيار 2004.

د- القواميس والمعاجم

- 49- ابن منظور، لسان العرب، دار صادر للطباعة والنشر، بيروت، ط1، المجلد الأول، 1997.

هـ - الندوات العلمية

- 50- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 8-9 ماي 2007.
- 51- نبيل جورج دحدح، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية المصدرة للنفط والغاز الطبيعي، دراسة قدمت في "ندوة الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاع النفط والغاز الطبيعي في الدول العربية" سوريا، دمشق، 22-24 نوفمبر 2010.

و- الملتقيات

- 52- أحمد مخلوف، الأزمة المالية العالمية واستشراف الحل باستخدام مبادئ الإفصاح والشفافية وحوكمة الشركات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20 و21 أكتوبر 2009.
- 53- بلال خلف السكرانة، خطط الطوارئ ودورها في إدارة الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثالث تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية)، يومي 28-29 أبريل 2009.
- 54- خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010.
- 55- الداوي الشيخ، مداخلة تحت عنوان (الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها)، في إطار مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009.
- 56- زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، مارس 2008.

- 57- شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها، تداعياتها وعلاجها، جامعة جرش، الأردن. 2010.
- 58- صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و2 أبريل. 2009.
- 59- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و21 أكتوبر. 2009.
- 60- محمد أبو حمور، جذور الأزمة المالية الاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر. 2010.
- 61- مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و2 أبريل. 2009.

ز- التقارير

- 62- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، من سنة 2000 إلى سنة 2011.

ثانيا: المراجع الأجنبية

- 63- Max Moreau, l'embouchoir : 125 réponses pour le plein emploi, ED, l'harmattan, paris, 2011.
- 64- B.laget, les nouveaux outils financiers, Top édition, paris, 1999.
- 65- j.peyart, la bourse, Imprimerie bérisey, a ayreaux, 3^{eme} édition, 1993.
- 66- M.Douis, Value mobiliers et gestion de porte faille, que bec, SMG, 1993.
- 67-G. De fosse et p. Ball Ey, la bourse des Valeurs, que Sais, je, édition bouchère, Alger, 16^{eme} édition 1993.

الملاحق

الملحق (1)

منهجية احتساب المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية :

- يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.

- الصيغة الرياضية: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل والصيغة العامة للمؤشر هي عندما تكون: $i > 1$.

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} \times 100 \quad B_i = B_{i-1} \times \frac{M}{M_i}$$

عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100 \quad B_i = M_i$$

حيث أن:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

B_i = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i=1$ (الفترة الأولى)

M_i = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

$\overline{M_i}$ = القيمة السوقية المعدلة (تعديل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم)

القيمة السوقية (M): تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: $P_i * n_i$ حيث:

P_i = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

N_i = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ($\overline{M_i}$) عن الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$\overline{M_i} = (M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1})$$

حيث أن:

I_i = القيمة السوقية لإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية

الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال i .

Q_{i-1} = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق. المؤشرات لكل دولة بالدولار الأمريكي: تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملة المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

المؤشر المركب: يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربع عشر سوقاً السالفة الذكر. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر لكل دولة على حدي وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسعة وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملة المحلية.

طريقة اختيار العينات: يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية وتساوي سعر الإغلاق السهم الشركة في نهاية الفترة.

- معدل دوران السهم ويساوي قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة/ القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة.

حيث القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها هي عدد الأسهم المكتتب بها مضروب بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.

- تصنيف الشركات قطاعياً.

يتضمن مؤشر الأسهم نشطة التداول والمثلة بصورة كبيرة للقطاعات المختلفة والتي تشكل مجمل قيمتها السوقية حوالي 70% على الأقل من إجمالي القيمة السوقية في نهاية كل عام. وتتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر بشكل دوري للتأكد من موافقتها لهذه الشروط.

المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي .

الملحق (2)

أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2006

متوسط حجم الشركة*** (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	مضاعف السعر إلى العائد	معدل دوران الأسهم** %	أهمية القيمة السوقية لأسهم في الاقتصاد*	السوق
130.9	227	16.8	72.7	208.5	بورصة عمان
422.4	50	13.6	6.6	134.1	سوق البحرين
87.9	48	16.5	13.3	13.4	بورصة تونس
3800	86	16.2	429.2	94.2	سوق الأسهم السعودي
107.7	121	13.9	17	36.6	سوق مسقط
588.6	180	-	56.3	109.8	سوق الكويت
519	16	-	24.5	35.6	بورصة بيروت
155	603	-	52.3	87.1	بورصتي القاهرة والإسكندرية
784.3	63	32.1	18.4	84.4	الدار البيضاء
1345.7	60	10.1	23.8	48.9	سوق أبوظبي
1889	46	12.1	109	52.6	سوق دبي
1691	36	-	33.8	115.5	سوق الدوحة
88	52	-	21	10.5	سوق الخرطوم
48	2	7.4	0.35	0.08	بورصة الجزائر
82.7	33	-	39.1	62.1	سوق فلسطين

* القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي.

** قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية.

*** القيمة السوقية على عدد الشركات المدرجة.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، إصدارات صندوق النقد العربي.

الملحق (3)

أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007

متوسط حجم الشركة *** (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	مضاعف السعر الى العائد	معدل دوران الاسهم ** (%)	اهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد* 2007	(مليون دولار امريكي)
2007	2007	2007	2007	2007	السوق
1,893	64	16.3	39.4	63.1	سوق أبوظبي للأوراق المالية
168	245	28.0	42.3	260.4	بورصة عمان
530	51	13.1	4.0	146.1	سوق البحرين للأوراق المالية
4,676	111	23.2	131.4	137.6	سوق الأسهم السعودي
691	196	-	100.0	126.8	سوق الكويت للأوراق المالية
1,034	73	33.8	29.8	102.8	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
105	51	16.2	14.0	15.4	بورصة الأوراق المالية بتونس
49	2	5.3	0.2	0.1	بورصة الجزائر
2,512	55	16.5	74.8	72.0	سوق دبي المالي
95	52	-	3.9	8.6	سوق الخرطوم للأوراق المالية
185	125	14.7	22.6	57.2	سوق مسقط للأوراق المالية
2,388	40	-	31.3	149.5	سوق الدوحة للأوراق المالية
726	15	-	9.1	44.1	بورصة بيروت
319	435	19.1	47.3	108.5	بورصتي القاهرة والإسكندرية

* القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

** قيمة الاسهم المتداولة إلى القيمة السوقية.

*** القيمة السوقية على عدد الشركات المدرجة.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، إصدارات صندوق النقد العربي.

الملحق (4)

أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2008

متوسط حجم الشركة*** (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	مضاعف السعر إلى العائد	معدل دوران الأسهم**	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي* (%)	
1058.6	65	5.96	91.7	..	سوق أبوظبي للأوراق المالية
136.8	262	18.8	80	179.1	بورصة عمان
391.1	51	8.2	10.5	82.0	سوق البحرين للأوراق المالية
1941.0	127	9.7	212.3	52.7	سوق الأسهم السعودي
593.9	204	..	106.9	81.8	سوق الكويت للأوراق المالية
853.9	77	19.1	20.4	76.7	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
46.1	2	..	0.31	0.1	بورصة الجزائر
126.1	50	13.7	25.4	15.2	بورصة الأوراق المالية بتونس
970.7	65	6	131.7	..	سوق دبي المالي
73.2	52	..	13.6	6.2	سوق الخرطوم للأوراق المالية
57.4	37	..	58.2	..	سوق فلسطين للأوراق المالية
124.1	122	..	57.4	25.3	سوق مسقط للأوراق المالية
1782.0	43	..	62.9	74.9	سوق الدوحة للأوراق المالية
739.1	13	..	17.8	32.4	بورصة بيروت
230.4	373	..	100.6	52.8	بورصتي القاهرة والإسكندرية

* القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

** قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية.

*** القيمة السوقية على عدد الشركات المدرجة.

المصدر : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، إصدارات صندوق النقد العربي.

الملحق (5)

أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2009

السوق / البورصة	عدد الشركات	القيمة السوقية*	التغير في مؤشر الأسعار (%)	معدل دوران الأسهم (%)	معدل التقلب (%)	مضاعف السعر (مرة)	العائد على السهم (%)
سوق أبوظبي للأوراق المالية	67	80,201	14.8	25.2	24.94	9.16	4.18
بورصة عمان	272	31,889	-8.2	40.3	14.76	17.08	2.89
سوق البحرين للأوراق المالية	49	16,263	-19.2	2.6	11.49	11.04	4.76
سوق الأسهم السعودي	135	318,751	27.5	119	23.98	16.0	2.93
سوق الكويت للأوراق المالية	205	93,824	-10	126.5	15.64	15.15	4.31
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	73	74,186	-4.2	23.2	13.25	16.81	2.91
بورصة الأوراق المالية بتونس	52	9,237	48.3	17.5	7.35	15.25	1.86
سوق دبي المالي	67	58,095	10.2	78	39.66	9.01	3.4
سوق الخرطوم للأوراق المالية	53	3,033	-13.1	29.4
سوق فلسطين للأوراق المالية	39	2,377	11.6	22.2
سوق مسقط للأوراق المالية	120	23,616	17	30.5	25.33	8.67	6.44
بورصة قطر	44	87,930	1.1	30.8	36.03	10.74	3.81
بورصة بيروت	11	12,843	13	9.2	20.8	15.1	...
البورصة المصرية	306	91,092	32	91.7	33.49	11.38	3.61

* القيمة السوقية بالمليون دولار.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية - إصدارات صندوق النقد العربي.

الملحق (6)

أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2010

السوق / البورصة	عدد الشركات	القيمة السوقية*	التغير في مؤشر الأسعار (%)	معدل دوران الأسهم (%)	مضاعف السعر (مرة)	العائد على السهم (%)
سوق أبوظبي للأوراق المالية	64	77,081	-0.9	11.4	10.06	3.95
بورصة عمان	277	30,904	-6.3	30.1	18.34	3.07
سوق البحرين للأوراق المالية	49	20,060	-1.8	1.6	10.66	4.07
سوق الأسهم السعودي	146	353,400	8.2	60.2	14.83	3.11
سوق الكويت للأوراق المالية	214	113,883	-0.7	42.1	18.00	4.15
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	75	69,386	21.2	76.4	19.40	3.20
بورصة الأوراق المالية بتونس	56	10,612	18.4	18.9	14.39	1.83
سوق دبي المالي	65	54,692	-9.6	28.5	10.67	2.98
سوق الخرطوم للأوراق المالية	53	2,446	0.1	37.2
سوق فلسطين للأوراق المالية	40	2,449	-0.7	19.4	9.39	4.10
سوق مسقط للأوراق المالية	119	28,309	6.1	13.2	10.41	4.74
بورصة قطر	43	123,641	24.8	17.4	14.13	3.31
بورصة بيروت	11	12,676	-4.9	14.7	-----	...
البورصة المصرية	212	84,109	15.2	65.7	9.71	4.38

* القيمة السوقية بالمليون دولار.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية - إصدارات صندوق النقد العربي.

الملحق (7)

مؤشرات صندوق النقد العربي AMF Indices

Market	2012			2011		السوق	
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3		الربع الرابع Q4
Abu Dhabi Securities Market	278.93	280.84	281.02	278.93	275.88	251.96	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	353.91	351.66	350.51	353.91	340.25	345.33	بورصة عمان
Bahrain Bourse	85.34	85.22	85.98	85.34	88.09	90.51	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	311.44	297.98	312.39	311.44	324.55	312.69	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	246.36	257.07	235.45	246.36	248.69	237.45	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	400.10	401.21	399.04	400.10	403.95	500.72	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	90.31	90.24	89.48	90.31	89.78	94.76	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	79.08	79.12	85.35	79.08	89.43	85.16	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	363.40	364.29	363.25	363.40	360.39	322.93	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	35.94	36.28	37.27	35.94	36.78	41.36	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	106.85	101.78	101.78	106.85	101.95	150.11	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	152.22	145.52	148.65	152.22	148.18	155.92	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	257.77	237.01	238.54	257.77	242.17	252.00	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	567.58	563.88	572.13	567.58	584.44	604.85	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	173.12	161.37	161.02	173.12	163.18	178.52	بورصة بيروت
Egypt Exchange	107.36	98.27	113.05	107.36	117.87	82.86	البورصة المصرية
Composite Index	219.63	215.24	219.01	219.63	219.39	213.36	المؤشر المركب