

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université de M'SILA
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département sciences Économiques



جامعة المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية

العنوان:

انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية ونقود

الأستاذ المشرف:

أ- حمزة طيبي

إعداد الطالب:

أمال شترة

لجنة المناقشة:

طيبي حمزة	مشرفا ومقررا
برو هشام	مناقشا
قدوري نور الدين	رئيسا

السنة الجامعية: 2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

رَكَّة مَكَّة

الحمد لله الذي أعانني على انجاز هذا البحث ولا يسعني إلا أن
أسجد لله شكراً وحمداً على توفيقه، ويذكر لأهل الفضل
علينا بعد الله سبحانه كل جميل وحسن صنيع . نستعين بالله تعالى
ونستغفره آمين أن يتقبل هذا العمل منا ويبارك لنا فيه .

لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان ووافر الامتنان
إلى الأستاذ الفاضل طيبي حمزة على ما أسداه من نصح وتوجيه
وإرشاد خلال إعداد هذا العمل .

كما أشكر لجنة المناقشة على قبولها مناقشة هذا العمل
وإلى كل من أمدني بيد العون والمساعدة من قريب أو من بعيد .

فهرس المحتويات	
I.....	الإهداء
II.....	شكر وتقدير
III.....	فهرس المحتويات
V.....	فهرس الجداول
V.....	فهرس الأشكال
(أ - و).....	المقدمة العامة
الفصل الأول: الاطار النظري للأزمة المالية العالمية	
01.....	2008
02.....	تمهيد
المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية	
03.....	
المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية	
03.....	
المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية	
06.....	
المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها	
07.....	
المبحث الثاني: تاريخ الأزمات المالية	
12.....	
المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير (1929-1933)	
12.....	(
المطلب الثاني: أزمة وول ستريت	
14.....	1987
المطلب الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا	
17.....	1997
المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية	
21.....	2008

المطلب الأول: تطورات الأزمة المالية العالمية	2008.....21
المطلب الثاني: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008	25.....
المطلب الثالث: ملامح ومراحل الأزمة المالية العالمية	28.....
خلاصة الفصل الأول	33.....
الفصل الثاني: أساسيات أسواق الأوراق المالية	34.....
تمهيد	35.....
المبحث لأول: ماهية أسواق الأوراق المالية	36.....
المطلب لأول: مفهوم سوق الأوراق المالية	36.....
المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مكوناتها، خصائصها ووظائفها	38.....
المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية	43.....
المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته	56.....
المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها	56.....
المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية	58.....
المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية	59.....
المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية	63.....
المطلب الأول: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية واستخداماتها	63.....
المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشر	65.....

المطلب الثالث: بعض مؤشرات البورصات العالمية.....68
70.....خلاصة الفصل الثاني.....
العربية.....71
72.....تمهيد.....
73.....المبحث الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية.....
73.....المطلب الأول: آثار وانعكاسات الأزمة على اقتصاد الدول المتقدمة.....
76.....المطلب الثاني: آثار وانعكاسات الأزمة على اقتصاد الدول النامية.....
77.....المطلب الثالث: آثار وانعكاسات الأزمة على الدول العربية.....
82.....المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية العربية.....
82.....المطلب الأول: أداء أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (1999 - 2000).....
95.....المطلب الثاني: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007 - 2008).....
97.....المطلب الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009 - 2013).....
105.....المبحث الثالث: واقع وآفاق أسواق الأوراق المالية العربية.....
105.....المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.....
108.....المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية.....
121.....المطلب الثالث: سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....

125.....	خلاصة الفصل لثالث
126.....	الخاتمة العامة
	قائمة
130.....	المراجع

قائمة الجداول		
الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
54	المقارنة بين الأسهم والسندات	(01 – 02)
81	الدول العربية الأكثر تأثراً بالأزمة المالية حسب النشاط الاقتصادي	(01 – 03)
93	تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1999-1994)	(02 – 03)
93	تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2001-2000)	(03 – 03)
101	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية على صعيد مؤشرات الحجم في عام 2011	(04 – 03)

ة-- مناقشة الأشكال		
الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	قنوات انتشار الأزمة المالية	(01 – 01)
66	كيفية بناء المؤشر	(01 – 02)
80	انتقال الأزمة إلى الدول النامية	(01 – 03)

المقدمة العامة:

شهدت الرأسمالية العديد من الأزمات المالية خلال تاريخها الطويل، وتعد أزمة الكساد الكبير في حقبة الثلاثينات من القرن الماضي أخطر وأكبر أزمة عمت مختلف دول العالم، انهارت بسببها كل الافتراضات النظرية للاقتصاد الحر التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية للاقتصاد الرأسمالي، إذ لم يستطيع الافتراض الكلاسيكي أن يواجه هذا الامتحان الصعب الذي تعرض له، فازدادت التقلبات الدورية وانهارت الأسواق المالية وتضخمت أعداد العاطلين عن العمل في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا ودول أخرى، ولم تكن بمنأى عن أزمة الكساد في ظل العولمة الاقتصادية و المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي.

لقد ظهرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ما يسمى بأزمة الرهن العقاري الذي امتدت عدواه الى باقي دول العالم، اتفق الجميع بأنه فضيحة للاقتصاد الرأسمالي، واعتبار أن الاقتصاد الأمريكي يعد أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري الى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وشهدت بذلك الأوضاع الاقتصادية تحولات معقدة تعصف معظم دول العالم ودخول اقتصاديات الدول كثيرة في مرحلة صعبة من الركود التي تعتبر أقل انفتاحا على الأسواق المالية العالمية.

ومن المعروف أن نشأة أسواق الأوراق المالية ارتبطت بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية، إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب مدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي، ولعبت هذه السوق دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال التي تتحقق لدى المدخرات بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

وتعتبر سوق الأوراق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، حيث أن هناك أموال ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية،

إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في الأسواق العربية اندفعوا بشكل كبير منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة وبالتالى انخفاض أسعار أسهم لشركة ما دليل واضح على عدم نجاحهم، مما يتطلب البحث عن السيولة المالية لانقراض مراكزهم المالية.

أولاً: طرح الإشكالية

تبعاً لما سبق، نتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي: ماهي انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق الأوراق المالية العربية؟

وللوقوف على هذه الإشكالي، نقوم بطرح الأسئلة التالية:

- ماذا نقصد بالأزمة المالية وماهي أسبابها وأنواعها؟
- ماهية كفاءة الأسواق الأوراق المالية؟
- هل يمكن أن تؤثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية؟

ثانياً: فرضيات البحث

- الأزمة المالية هي اختلال يصيب النظام المالي في أحد جوانبه.
- تتوقف عدم كفاءة أسواق أوراق المالية العربية إلى عدم توفر المعلومات.
- لا يمكن أن تؤثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية، بسبب قلة التداول بها وصغر حجمها.

ثالثاً: أهداف البحث

يمكن بلورة أهداف البحث في النقاط التالية:

- محاولة الاحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية مع تحديد سوق الأوراق المالية.
- محاولة تبيان البوادر الأولية لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتعرف على الحلول التي طرحت للخروج منها.

- والأهم من هذه الدراسة معرفة الى مدى تأثر أسواق الأوراق المالية العربية بهذه الأزمة، ماهية صور هذا التأثير.

رابعاً: أهمية البحث

إن أهمية الدراسة تتجلى في الموضوع نفسه، إذ تعتبر الأزمة المالية العالمية من أهم مواضيع الاقتصاد، وكذا تطرقه الى الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، ومدى قدرتها على مواجهة مثل هذه الأزمات المالية التي تمس الاقتصاد العالمي، بالإضافة الى أهم التطورات التي طرأت على أسواق الأوراق المالية ومدى تأثيرها بالأزمة المالية العالمية الأخيرة.

خامساً: المنهج المتبع

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي بالجوانب المتعلقة في الإطار النظري الأزمة المالية العالمية، إضافة الى أساسيات أسواق الأوراق المالية، كما تم الاعتماد على المنهج التاريخي من خلال تتبع واقع وتطور أسواق الأوراق المالية العربية، وكذا تم الاعتماد على المنهج التحليلي المقارن في الفصل الأخير وذلك من خلال تحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل، خلال وبعد الأزمة.

سادساً: حدود الدراسة

تناولت الدراسة كل من:

الحدود المكاتية: أسواق الأوراق المالية العربية، لأن الدراسة تسعى من أجل التعرف على مدى تأثير أسواق الأوراق المالية العربية وكذا التعرف على واقع وآفاق هذه الأسواق.

أما الحدود الزمانية فتم الاختيار الفترة ما بين 1999 إلى 2013 لتكون الفترة الزمنية للدراسة.

سابعاً: أسباب اختيار الموضوع

لقد جاء اختياري لموضوع هذه الدراسة لأهمية الموضوع بالإضافة لعدة أسباب نذكر منها:

- اقتراب الموضوع من تخصصي كطالبة تخصص مالية ونقود.
- إن الأزمة المالية أثبتت منذ بداية انتشارها أنها عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ نشأته، تؤثر بصورة كبيرة ومباشرة على تكوينات الاقتصاد الحقيقي، وشملت تداعياتها حتى المجالات الاجتماعية والسياسية، لذلك فهذه الأزمة جديرة بالاهتمام والتحليل.
- رغم محدوديتها، فإن أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر شديدة الحساسية تجاه أي تغيرات في الأسواق المالية العالمية، وخاصة الأمريكية والأوروبية وعليه، سيتم تحليل طبيعة مثل هذه الأسواق ومعوقاتها، ومدى تأثيرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثامنا: الدراسات السابقة

- **رشيد بوكساني:** معوقات أسواق الأوراق العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية 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 والقوانين التنظيمية غير كافية لوحدها لإقامة سوق أوراق مالية فعالة.

- **نسيمة أو كيل:** الأزمات المالية إمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا - البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2008، تدور إشكالياتها حول مدى إمكانية التوقي من الأزمات المالية، جاءت هذه الدراسة في فصول عرضت فيها الباحثة إلى أهم الأزمات المالية التي ضربت الاقتصاديات الناشئة بالتركيز على أزمة دول جنوب شرق آسيا. إلا أن أهم مأخذ عليها حسب رأينا، هو افتقارها إلى الجانب التقني ومدى إمكانية إيجاد آلية للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية والتركيز فقط على تشخيص مثل هذه الأزمات.

تاسعا: هيكل البحث

لإنجاز هذا الموضوع وضعنا المقدمة العامة تحتوي على الإشكالية وفرضيات الدراسة ثم قسمنا البحث إلى ثلاث فصول ونهاية الخاتمة العامة، تطرقنا في الفصل الأول إلى ماهية الأزمة المالية وأهم الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي وإلى الأزمة المالية العالمية 2008 تطرقنا إلى تطوراتها، جذورها وأسبابها بالإضافة للملامح والمراحل التي مرت بها.

وفي الفصل الثاني تضمن ماهية الأسواق الاوراق المالية وإلى كفاءة وسيولة هذه الأسواق، كما تطرقنا إلى مؤشرات أسواق الأوراق المالية مفهومه واستخداماته وكيفية بناءه مروراً بأهم المؤشرات العالمية.

أما الفصل الثالث تطرقنا إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول المتقدمة والدول النامية وكذا الدول العربية، وحاولنا التطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية حيث تم تحليل أداء هذه الأسواق قبل الأزمة خلال الأزمة، وبعد الأزمة، وأخيراً عرجنا إلى واقع وتطور أسواق الأوراق المالية العربية إضافة إلى سلبيات ومعوقات هذه الأسواق.

تمهيد:

لم تكن الأزمة المالية لسنة 2008، أول الاضطرابات الحادة والمفاجئة للاقتصاد العالمي، بل إن القرن العشرين شهد عددا من الأزمات الاقتصادية، تباينت في حدتها بين أزمة وأخرى، فقد عرفت مختلف الدول، الكثير من الأزمات في مجالات مختلفة وعلى مدار السنوات، وكل أزمة تبدو جديدة وغير مشابهة لسابقاتها نظرا للتغير الطبيعي الذي يصيب المجتمعات والأنظمة على حد سواء، حيث أدى تكرار هذه الأزمات إلى اهتمام الاقتصاديين في أوروبا الغربية والولايات المتحدة بدراسة أسباب نشوء الأزمات، وقنوات انتشارها.

وقد عاش العالم أيضا أزمة مالية كبيرة كالأزمة المالية العالمية 2008 منذ تلك التي مر بها في القرن الماضي أي منذ الكساد العالمي العظيم سنة 1929م، ولقد ظهرت بوادر هذه الأزمة في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا والتي ضخت في أسواق المال العربية في وضع حد لازمة الرهن العقاري التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية لم يخف الكثير من المسؤولين خشيته من أن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.

وعليه سنحاول التطرق إلى هذا الفصل لثلاث مباحث:

- المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
- المبحث الثاني: تاريخ الأزمات المالية
- المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

لقد شكل تكرار وانتشار عدوى الأزمات عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، لما ينتج عنها من آثار سلبية حادة وخطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية لتنتقل بعد ذلك إلى دول أخرى، ومن خلال هذا المبحث نحاول الوقوف عند مختلف المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية والى أنواعها المختلفة بالإضافة إلى الأسباب التي تؤدي إلى نشؤها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

أولاً: تعريف الأزمة وخصائصها

1- **تعريف الأزمة:** يقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقفت الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة¹.

كما عرفت بأنها: مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة، أو كلها يصاحبها تطور كبير في الأحداث ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع السلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها، وإعادة التوازن لهذا النظام².

2- **خصائصها:** فللأزمة مجموعة خصائص يتعين توافرها في الموقف الأزموي أو الحالة التي يواجهها متخذ القرار في الكيان الإداري حتى تستطيع أن نطلق عليها أزمة ، ويمكن استنتاج هذه الخصائص في النقاط التالية³:

¹السيدعلوية، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، الطبعة الثالثة، مركز القرار لاستشارات، القاهرة، 2004، ص:13.

²ابراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص:18.

³محمود عياصرة، مروان محمد بني أحمد، إدارة الصراع والأزمات وضغوط العمل والتغيير، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص ص:77-78.

- وجود مجموعة من القوى ذات الاتجاهات الضاغطة على الكيان الإداري ومنتخذ القرار فيه لإملاء إرادتها سواء في شكل ضغوط معيشية أو مادية أو اجتماعية أو إنسانية وتشكل تيار من الضغط الرهيب عليه.
 - تمثل الأزمة نقطة تحول جوهري ينطوي على درجة من الغموض وعدم التأكد والمخاطرة.
 - تتطلب قرارات مصيرية لموجهتها أو لحسمها.
 - بسبب حالة عالية من التوتر العصبي والتشتت الذهني وذلك لانطوائها على عنصر المفاجأة.
 - تهديد القيم العالية أو الأهداف الرئيسية للمنظمة وسمعة وكرامة منتخذ القرار.
 - تتسم أحداثها بالسرعة والديناميكية والتدخل وقد يفقد أحد طرفي الأزمة أو كليهما السيطرة على مجرياتها.
 - تتطلب الأزمة معالجة خاصة وإمكانيات ضخمة وأنماط تنظيمية غير مألوفة.
 - موقف يتطلب من المشاركين درجة عالية من العمل والأداء.
 - تصاعد الأزمة يؤدي إلى الشك في البدائل المطروحة.
 - الأزمة تهدد استقرار المؤسسة.
 - لمواجهة الأزمة يجب توفر درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي.
 - غالبا تعزز سلوكا مرضيا يظهر في صورة عدم كفاءة وفاعلية متخذي القرار.
 - تتميز بالتعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وعواملها وأسبابها.
- ويمكن تلخيص مواصفات الأزمة على النحو التالي:
- فجائية الحدث.
 - أن تسبب حدوث خسائر مادية أو بشرية أو نفسية .

- أن يؤدي الحدث إلى حدوث مشكلات جديدة لا تملك الإدارة والخبرة اللازمة لمواجهتها أو تكون الخبرة قليلة أو خبرة غير كافية .
- فشل الإدارة في مواجهة الحدث بالأسلوب المناسب .
- قصور إمكانيات وقعت قدرات الإدارة بالرغم من بذلها ما تستطيع مواجهة الحدث مما يؤدي إلى تفاقم الموقف والمزيد من الخسائر .

ثانياً: مفهوم الأزمة المالية

يقصد بالأزمة المالية: " التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية ، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم ، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعملة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية"¹.

كما تعرف الأزمة المالية على أنها هي تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية ، حجم الإصدار أسعار الأسهم والسندات، وذلك اعتماداً على الودائع المصرفية ومعدل الصرف².

ويعرف فريدريك مشكان **Fredrik mishkan** على إنها عبارة عن اضطرابات في أسواق المال، الذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطرة المعنوية سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل القرص الاستثمارية³.

¹ عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص: 200.

² نصيرة بوعون يحيوي، الأزمة المالية العالمية وضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، متبعة للطباعة، براق، الجزائر، 2011، ص: 17.

³ عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010، ص: 04.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأزمات المالية¹:

1. **أزمة العملة:** أزمة العملة من أكثر الأزمات المالية شيوعاً، وأنها تحصل نتيجة هجوم المضاربين على قيمة التداول لعملة معينة. والذي ينتج عنه انخفاض حاد في قيمة العملة، مما يرغم السلطات على صرف كميات من احتياطها من العملات الدولية أو زيادة سعر الفائدة للدفاع عن سعر الصرف السائد لعملتها.

إن أزمة العملة أنها تحدث بسبب هجوم المضاربة على العملة المحلية لسوق مالية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة تلك العملة وقيام السلطة بالتدخل للحفاظ على قيمة عملتها المحلية من خلال صرف احتياطها من العملات الدولية، مما يؤدي إلى انخفاض في قيمة ذلك الاحتياطي وقد لا تتحقق أحياناً المحافظة على مستوى مستقر لسعر الصرف العملة المحلية .

2. **الأزمة المصرفية:** تشير الأزمة المصرفية إلى فقدان ثقة المودعين بالمصارف وقيام الشركات المتعاملين مع المصارف بحسب إيداعاتهم، وتصنف أزمة المصارف بأنها متلازمة مع أزمة السيولة، حيث أن هذه الأزمة تنشأ بسبب اختلالات في النظام المصرفي، بأن الأزمة المصرفية هي ذاتها أزمة السيولة ونعرف بأنها الأزمة التي تفقد فيها المصارف الاحتياطي من موجوداتها بسبب، ليس غالباً، تصفية حساب المصرف بسبب العجز في قيمة موجوداته. وتنعكس هذه الخسائر على مجمل الاقتصادي الكلي ويطلق عليها حينئذ الأزمة المالية المكلفة، ويؤيد التحليل بأن مسببات الأزمة التي تصب

¹ محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 594-596.

مجمل اقتصاد الدولة ما بأن أسبابها هي في الأصل أزمات مصرفية حيث أن الانسحاب المفاجئ للأموال (السيولة) من الدولة ما سيؤدي بها إلى أزمة مالية شاملة .

3. أزمة المديونية: وهي الأزمة التي تواجه دولة ما في حالة عدم قدرة تلك الدولة على الوفاء بفوائدها الخارجية وتحدث هذه الأزمة لأسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي كارتفاع مستوى التضخم وعجز الحساب الجاري والتوسع المفرط في الاقتراض ويسمى القرض الخارجي بالقرض السيادي والذي يعرف بأنه القرض المقدم للقطاع الرسمي الحكومي لدولة ما. أو قرض قطاع خاص مضمون (مكفول) من قبل الدولة المقترضة ومن أشهر أزمات المديونية الخارجية هي أزمة المكسيك التي حدثت عام (1982) حينما أعلنت الدولة المكسيك في الثاني عشر من آب بأنها عاجزة عن تسديد ديونها البالغة (80) مليون دولار إلى المصارف الدولية بسبب عدم قدرتها على التسديد وتعرضت بذلك إلى أزمة مديونية دولية .

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها

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

أولاً: أسباب الأزمات المالية

لا يمكن حصر الأسباب التي أدت للأزمات المالية في سبب أو سببين، وإنما تتضافر جملة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى إحداث أزمة مالية .

ففي دراسة دولة معمقة شكلت 102 أزمة مالية لعشرين بلد خلال العشرين عام الماضية المستخدم مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة، ونسبة الخسارة في الاحتياطات، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر البلدان العينة عرضة للأزمات المالية هي التي شهدت تحريرا في أسواقها المالية، وأزمات مصرفية والتبادت بدورها إلى أزمة عملات، نظرا لعلاقة السلبية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات، مع

المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات للبلد المعني،¹ وبصفة عامة يمكن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى ما يلي²:

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب، الأزمات الاقتصادية والحروب التجارية، المتغيرات المحلية في معدل التضخم (أسواق السندات)، وأسعار الصرف (أسواق العملات الحرة) وأسعار السهم، وتغير أسعار الفائدة.

- المتغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة استثمار.

- الإشاعات والمعلومات الملوثة وغير الحقيقية.

- المضاربة غير المحسوبة .

- التقلبات في شروط التبادل الدولي، فعادة ما يصعب على زبائن البنوك الوفاء بالتزاماتهم (خدمة الدين) عندما تحنل شروط التبادل الدولي والتي تؤدي إلى اضطراب المشغلين بنشاطات التصدير والاستيراد .

- عدم الاستقرار السياسي والنزاعات الأهلية في بعض الحالات .

كما اشرنا سابقا في الدراسة التي أجريت على 102 أزمة، فإن التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال التي تؤدي إلى التوسع في منح القروض بالإضافة إلى انهيار القطاع المالي، تشكل القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمات المالية، حيث شهدت معظم الدول التي حدث فيها الأزمات انفتاحا اقتصاديا وتجاريا غير مسبوق، أضف إلى ذلك توسع في القطاع المالي، وتحرير غير وقائي، بعد ما كانت اقتصاداتها مغلقة تنتهج سياسيات مالية مكبوحة، مما أدى إلى الضغط على لاقتراض، وتقويم دور القطاع المالي في الاقتصاد .

ثانيا: قنوات انتشار الأزمات المالية

¹ عرفات تقي الحسيني، مرجع سابق ذكره، ص:201.

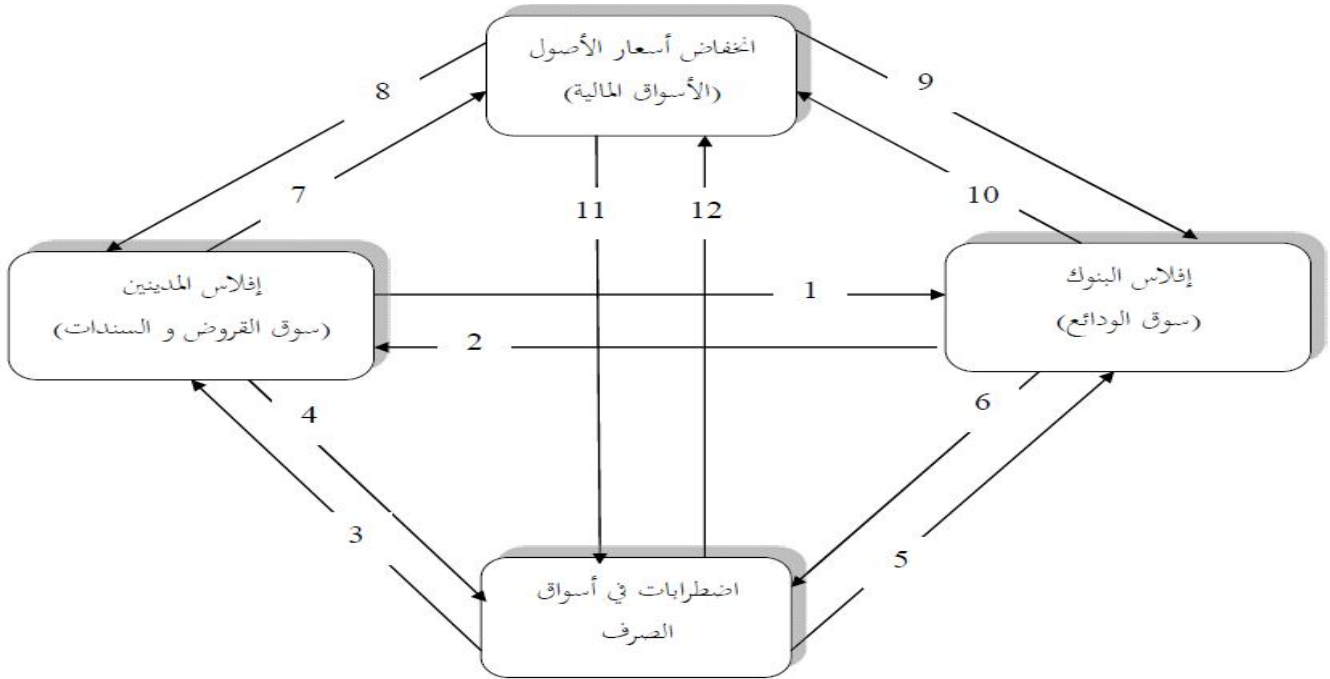
² فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة، مصر، 1998، ص:207.

توجد مجموعة من القنوات تساهم في انتشار وتوسع الأزمة المالية، فقد تنتشر الأزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تنتسج لتشمل دول أخرى.

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

الشكل (01 - 01):

قنوات انتشار الأزمة 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، ص: 12.

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

- **القناة الأولى:** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا احتمال إفلاسها.

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

- **القناة الثالثة:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطراب في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى .

- **القناة الرابعة:** إفلاس المدينين من شأنها أن يحدث خوف لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

- **القناة الخامسة:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقيفات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي الخسائر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.

- **القناة السادسة:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف العون الذين يقومون بعمليات مع الخارج .

- **القناة السابعة والثامنة:** تتمثل القانتين الانتقال من الأزمة في السوق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

- **القناة التاسعة والعاشر:** وتعبّر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك في الدول المتقدمة تملك حصة كبيرة من رأسمال السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في سوق المالي ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق رأس المال. كما أن انخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي .
- **القناة الحادية عشر:** قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف .
- **القناة الثانية عشر:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أموالهم المالية والمقيمة تلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالي.
2. **الانتقال من دولة إلى دولة أخرى:** حتى الآن نكون قد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم إلى أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام، غير أن الأزمة المالية لا تكفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم المالية في دول أخرى غير الدول المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية:
- الاتفاقيات التجارية وما ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
- الانخفاض السريع والمعتبر سعر الصرف العملة المحلية للبلاد ما الذي يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.
- وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبة المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

المبحث الثاني: تاريخ الأزمات المالية

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي فقد عرف الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات نذكر أهمها

المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير (1929-1933)¹

وهي أول أزمة عصفت بالاقتصاد الأمريكي بعد الحرب العالمية الأولى أين شهدت معظم دول العالم فترة رخاء اقتصادي وعرفت نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية لكن هذا الأخير ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة التي انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية لتنتقل بشكل سريع إلى باقي البلدان الصناعية الأخرى، مختلف نتائج وخيمة على جميع القطاعات الاقتصادية والطبقات الاجتماعية بشكل جعل الاقتصاديين الكلاسيك عاجزين عن تفسير ما حدث على أرض الواقع لأنه خالف كل توقعاتهم النظرية، فالكساد الطويل ألزمهم الصمت وأجبرهم على الترقب والانتظار لسنوات عديدة .

¹دبش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية-الحل المصرفي الإسلامي نموذجا، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2010-2011، ص ص: 70-72.

في هذه الفترة الصعبة وبعد مرحلة اليأس التي خيمت على السياسيين والاقتصاديين، ظهر تفسير مقنع لما حدث سنة 1936 بفضل الاقتصادي البريطاني "جون مينارد كينز" في كتابه المشهور "النظرية العامة للتشغيل، الفائدة والدخل".

أولاً: مظاهر أزمة الكساد الكبير

يمكن تلخيص أهم مظاهر الأزمة في الرخاء الاقتصادي الذي عرفته الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك والذي أدى إلى التوسع في الاقتراض من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية والأجهزة، فزادة ذلك من حدة الديون خاصة بعد التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المختلفة وتمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة وبالتالي اتجه السوق المالية إلى صعود لانهاية له وزاد عدد المتدخلين فيه إلى إعداد ضخمة من أفراد مضاربين، شركات سمسرة، وحتى الأسر الأمريكية، وبحلول عام 1929م كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمس سنوات فارتفعت قيمة مؤشر -مؤشر داو جونز- في السهم الرئيسية ببورصة -نيويورك في سبتمبر 1929م إلى 381.7 نقطة صعود من 66.5 نقطة فقط في ديسمبر 1920م في ظل هذه الظروف حذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الأزمة المالية وهذا ما حدث بالفعل يوم الخميس 18 أكتوبر 1929م في بورصة نيويورك بعد طرح 13مليون سهم في السوق لكن لا يوجد للمشتريين فانتشر الذعر وسارع المستثمرون إلى البورصة لبيع ما لديهم من أسهم إذ ظلت الأسعار في تندي، فخسر مؤشر داو جونز -22.6% من قيمته فظهر ذلك اليوم انهيارات البورصة خاسرة 30مليار دولار للفترة 1929/10/22 إلى 1929/11/13م إلى أن فقد مؤشر داو جونز - 89% من قيمته عام 1932م، فاضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سحب أموالها المستثمرة بالخارج وتوقفت إعانتها لبعض الدول وامتدت الأزمة إلى البلدان الصناعية الأوروبية ومنها إلى المستعمرات فمست كل دول العالم ولم يفلت منها سوى الإتحاد السوفياتي باعتباره يتبع نظاما اشتراكيا .

ثانياً: خصائص أزمة 1929

- تميزت فترة الكساد الكبير مجموعة من الخصائص أبرزها:
- تسببت في زعزعت الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة
- عمق وحدة الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33 % ووصل عدد البنوك المفلسة منذ بداية عام 1929م حتى منتصف عام 1930م أكثر من 10000 بنك أي حوالي 40% من إجمالي البنوك.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 26 % في الفترة (1930-1933م) مقابل 5.2% عام 1929م.

ثالثاً: آثار الأزمة

- ترتبت عن أزمة الكساد نتائج كان لها الأثر البالغ خاصة على البلدان الصناعية ومنها:
- أحدثت الأزمة انهيارات كبيرة في الأسعار لدى الدول الصناعية حيث انتقلت أسعار الجملة في ألمانيا من 137% سنة 1929م إلى 93% سنة 1933م.
 - أما في فرنسا فقد انتقلت الأسعار من 137% سنة 1929م إلى 94% سنة 1933م.
 - و كذلك الحال في اليابان التي انخفضت فيها الأسعار من 166% سنة 1929م إلى 136% سنة 1933م.
- هذا الانخفاض كان له انعكاس مباشر على نسبة الأرباح وتراكم رأس المال وعلى النشاط الاقتصادي ككل إذ تبع بارتفاع في معدلات البطالة وانخفاض الأجور.
- مما سبق يمكن القول: أن أزمة الكساد الكبير كانت أعنف أزمة اقتصادية تعدت أثرها إلى كل اقتصاديات العالم وشملت جميع الأنشطة الاقتصادية واستمرت مدة طويلة حتى أن الأسواق المالية استغرقت 25 عاماً للتعافي من هذه الكارثة.

المطلب الثاني: أزمة وول ستريت 1987¹

في يوم الاثنين الموافق 19 أكتوبر 1987م، حدثت أزمة كبيرة في أسواق البورصات العالمية، و ذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب، الحاضرة فقط بل أيضا في الأسواق الخاصة بالعقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل.

فعندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة صباحا تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي تجاوزتهم وبصورة هستيرية لم يسبق لها مثيل.

وما حدث في ذلك اليوم من انهيار في الأسواق المالية يعتبر ضعف الانهيار الذي حدث في أزمة 1929م أثناء الكساد العظيم.

ونظر الآن جزءا هاما من الأوراق المالية محررة بالدولار، فقد أدى تفاقم الأزمة في الأسواق المالية إلى أزمة دولار.

ولجأت جملة تلك الأوراق المحررة بالدولار إلى بيعها مقابل عملاته أخرى، مما زاد من عرض الدولار في الأسواق، ولقد تسبب ذلك في استقرار انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى وقد انتهت هذه الأزمة أزمة يوم الاثنين الأسود يوم الثلاثاء 20 أكتوبر بتدخل الشركات الكبرى لإعادة شراء أسهمها .

أولا: أسباب حدوث الأزمة²

لقد اختلفت الآراء حول تحديد الأسباب الحقيقية التي أدت إلى حدوث أزمة أكتوبر 1987، فنجد في هذه الحالة أسباب تتعلق بكفاءة السوق وأسباب أخرى، وسوف نتطرق لهذه الأسباب فيما يلي:

¹رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والإسلام، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص ص: 22-23.

²دوة محمد، الأزمات المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2005، ص ص: 10-11.

1. أسباب تتعلق بكفاءة السوق: هناك ثلاث تفسيرات وهي:

- الانهيار هو انعكاس لردود الأفعال المبالغ فيها، حيث تتابعت موجات المضاربة للشراء اللاعقلاني المبالغ فيه في أوساط المتعاملين في البورصة، وانتقال المدخرين من الاستثمارات المالية.

- الانهيار عبارة عن تصحيح الأوضاع السابقة، أو تصحيح ارتفاع أسعار الأسهم إلى قيم تفوق بكثير قيمتها، لتعود إلى المستويات التي ينبغي أن تكون عليها .

- انتشار المعلومات التي تدل أزمة واشكها الوقوع بسبب العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي.

2. أسباب أخرى: من بينها:

- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، وفي هذا الصدد فكرت حكومة "ريقان"، بتخفيض العجز بـ23 مليار، وذلك بتخفيض التعاقدات وزيادة الضرائب، وبعد فشل الوعود بإصلاح الأوضاع، أدى ذلك إلى فقدان الثقة بالحكومة.

- رفع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، لذلك اضطر البنك الفدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من أجل بيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة، وقد أقدمت كل من اليابان والدول الأوروبية إلى ذلك لمنع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الطلب على الأسهم وهبوط أسعارها .

- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية، وذلك منذ سنة 1985م، بنسب جد عالية وقد لعبت تصريحات وزير الخارجية الأمريكي دورا هاما في إقبال قوي على بيع الأسهم التي بحوزتهم مقابل السندات والودائع ذات العائد الثابت.

- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر، حيث تبرمج هذه الأجهزة على أساس أوامر شراء والبيع، كما تحتوي على برامج تعطي مؤشرات إنذار مبكرا بمجرد هبوط

الأسعار إلى حد معين، فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر بالبيع، كما أن التغيرات في أسعار العملات، والأسهم وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيار.

ثانياً: نتائج الأزمة

استناداً إلى المؤشرات السابق ذكرها، توقع العديد من الاقتصاديين وقوع أزمة تفوق في حداثتها أزمة 1929م، وفي يوم 17 أكتوبر 1987، بلغت أسعار الأوراق المالية ادني مستوياتها حيث فقدت مؤشر، "داو جونز" 502 نقطة مخلفاً خسارة تقدر بـ 500 مليار دولار، خاصة وان بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع والشراء، وبعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس "ريغن" بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام، في حالة ما إذا كان التغير في مؤشر "داو جونز" يفوق 50 نقطة. ولقد أدى إلى سرعة انتشار هذه الأزمة مجموعة من الأسباب أهمها:

- الروابط الوثيقة بين الأسواق المالية.
- التعامل عن طريق أحدث الوسائل والأساليب الإلكترونية مما سهل انتقال الأزمة وبسرعة من سوق إلى أسواق أخرى.
- التطور الحاصل في نشاط هذه الأسواق.

المطلب الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

شهدت الأسواق المالية دول الجنوب شرق آسيا (النمور الثمانية الآسيوية) انهياراً كبيراً منذ يوم الاثنين 1997/10/2 والذي أطلق عليه يوم الاثنين المجنون حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار السهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد.

أولاً: أسباب الأزمة¹

وفقاً لمؤشرات اقتصادية كلية، فقد ظهرت علامات مبكرة للأزمة والتي ساعدت في انفجارها الاختلالات التالية في الاقتصاد التايلاندي:

¹ أدوة محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 12-13.

- الانخفاض الحاد في قيمة (BHAT) - العملة الوطنية التايلندية - بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت وهذا ما حفز على الاقتراض الخارجي وعرض قطاع الأعمال والمال إلى المخاطرة

- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامعة والمتجسدة بحالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال.

- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وبتالي تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة، ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة.

- إضافة إلى ما سبق، فقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة، وأهمها:

• التدفقات الضخمة لرؤوس الموال إلى تايلندا أو بقية دول المنطقة، في منتصف التسعينات بسبب انخفاض أسعار الفائدة لدول الصناعية في تلك الفترة.

• أدى انخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى منافسة العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر، ثم إلى تضاعف درجة منافسة الدول الآسيوية في الأسواق العالمية.

كما أن الدول التي تعرضت للأزمة، ومن تلك الاختلالات:

- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.

- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج، سواء في شكل قروض أو استثمار أجنبي مباشر، إلى جانب الاقتراض الخارجي غير المعني من قبل القطاع الخاص المحلي.

- الانخفاض الحاد في قيمة العملات المحلية .

- ضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساسا .

- نقص الشفافية، ويقصد بها عدم كفاية ودقة البيانات والمعلومات عن أداء الكثير من الاحتياطات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي، مما تسبب في فقدان كبير للثقة وهروب برأس مال للخارج .

ثانياً: آثار الأزمة

1- آثار الأزمة على الدول المعينة بها: أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي، ولعل من أهمها:¹

- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو في هذه الدول خلال السنوات السابقة لحدوث الأزمة الخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير .

- تناؤل الثقة بالأنظمة الاقتصادية والسياسية القائمة وهو ما جعل هناك صعوبة كبيرة في إعادة رؤوس الأموال الهاربة .

- جعلت الأزمة الملايين من الآسيويين يواجهون فقداً مفاجئاً وخاصة بعد تزايد معدلات البطالة نتيجة انهيار العديد من الشركات والبنوك .

- خسارة ملاك الأموال الآسيويين وعددهم 57 من بين 200 رجل في العالم مبلغ 21 مليار دولار مقابل ارتفاع ثروة أغنياء أوروبا وأمريكا .

2- آثار الأزمة على الصعيد العالمي²: يمكن القول أن آثار الأزمة المذكورة على الصعيد العالمي أخذت بعدين التاليتين معاً:

- أدت الأزمة الآسيوية إلى تدهور مؤشرات البورصات الأمريكية، فقد انخفض مؤشر داو جونز يوم 12/10/1997 بـ 554 نقطة أي بحوالي 11% كما هبط مؤشر داكس الألماني بمقدار 319.94 نقطة أي بحوالي 25% ، كما هبط مؤشر الأسهم الفرنسية كذلك 40 بمقدار 236.35 نقطة أي بما يعادل نسبة 236.35% نقطة إي يعادل نسبة 8.53% .

¹ عرفات تقي الحسيني، مرجع سبق ذكره، ص: 206.

² حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصادات الدول العربية دراسة حالة الجزائر، شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2006-2007، ص ص: 89-90.

-إن حدوث الأزمة الآسيوية كان له تأثيره الواسع من انخفاض الطلب الآسيوي على السلع العالمية وهو ما أدى إلى انخفاض أسعارها، وكمها الانخفاض الذي عرفته أسعار البترول، ومن ثم فكان للأزمة تأثير واسع على عدة دول ومنها إفريقيا. جنوب الصحراء، إضافة إلى الدول العربية، كما كان لها تأثير واسع على الاقتصاد الياباني نظرا للارتباط الواسع بين اقتصاد اليابان واقتصاديات الدول التي ضربت فيها الأزمة لكن آثار الأزمة على أوروبا كانت أقل حدة، وهو ما يعكس تجارتها المحدودة نسبيا مع البلدان التي ضربت فيها الأزمة، والواقع أن أوروبا استفادت من معدلات التبادل التجاري التي انخفضت نتيجة انخفاض أسعار النفط والمواد الخام وتدني الإيرادات في أسواق رؤوس الأموال.

3-موقف المؤسسات المالية الدولية من الأزمة: بادرت المؤسسات المالية الدولية إلى معالجة الأزمة لتضييق نطاقها إلى بعض الدول الأخرى، حيث قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة بتقديم تسهيلات مالية إلى الدول المعنية بعد أن قرض مشروطيته التي تضمنت إجراء جملة من التغييرات الهيكلية على الاستراتيجيات الإنمائية التي تبنتها هذه الدول في السنوات السابقة وخاصة في الميدانيين التاليين:

-إعادة تقديم العملات الآسيوية.

-إغلاق عدد من البنوك الآسيوية.

المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية العنيفة التي يشهدها العالم لم تظهر من فراغ بل إن وراءها أسباب دفعت بها للانفجار كما أنها مرت بمراحل قبل أن تنتقل من الاقتصاد الأمريكي إلى الاقتصاديات العالم.

المطلب الأول: تطورات الأزمة المالية العالمية¹

ترجع جذور الأزمة المالية العالمية إلى التطورات التي حدثت في الأسواق العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2000، حيث انخفضت أسعار الفائدة لتصل إلى أقل من 1% كما توافرت أعداد كبيرة من المساكن نتيجة لانفجار فقاعة الانترنت في ذلك الوقت، ثم بدأت قيمة المشاكل في الارتفاع بعد ذلك، وارتفعت منها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة - مصر، 21 افريل 2009، ص:5-8.

التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراد أو شركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل.

وكان سائد في تلك الفترة أن يدفع الفرد أو الأسرة دفعة أو شراء مسكن ثم يقوم المشتري بدفع أقساط شهرية محددة "ثابتة" تستمر لمدة 30 سنة أو أكثر من ذلك بقليل والمهم كان أقساط ثابتة لا تتغير على مدى لا يقل عن ثلاث عقود، وكانت مصادر التمويل العقاري التجاري والسكني، سواء كانت شركات تمويل أو مصارف ادخار معروفة ومحدد عددها، ثم حدثت تطورات هامة بدأت في أسواق العقار المشتغلة في الولايات غرب وشرق أمريكا، ثم تلييناً شملت بقية الولايات الأخرى وأجزاء ومناطق من أوروبا الغربية ومن أهمها هذه التطورات التي حدثت، قيام سمسرة العقار بإغواء الأسرة والأفراد بشراء المساكن من دون دفعة أولى، وعلى أساس أقساط ثابت لمدة قصيرة جدا (سنة أو ثلاث سنوات)، ثم يخضع مبلغ الأقساط الشهرية بعد مرور الأشهر القليلة الأولى التي كانت ثابتة خلالها لتكاليف في أسواق المال في نيويورك وشيكاغو، وفي حالة تزداد المشتري فيقال له أن قيمة المنزل سترتفع وبالتالي يمكن إعادة وسائل تحويل، وهذا هو التطور السلبي الأول، والذي كان من نتيجة زيادة عمليات الاقتراض من قبل البنوك لشراء المساكن. كما ازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد ذوي الدخل المنخفضة والمسماة بالقروض متدنية الجودة، وذلك دون التحقق من قدراتهم على السداد أو حتى استعلام عن جدارتهم الإئتمانية.

أما التطور السلبي الثاني: هو أن البنوك والشركات المتخصصة في التمويل العقاري، تقوم ببيع سندات الرهن أو القروض التي منحتها لمشتري المساكن إلى مؤسسات أخرى متخصصة بالمضاربة في شراء وبيع سندات التمويل أو تعهدات القروض، فيما يعرف بعمليات التوريق، وهكذا فإن البنوك وشركات التمويل العقاري لم تكثف بالتوسيع في منح القروض الأقل جودة، بل استخدمت "المشتقات المالية" لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسيع في الإقراض.

فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بموجبها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة فيما يعرف بالتوريق فكأن البنك لم يكلف بالأقرصاأول بضمان هذه العقارات، بل اصدر موجة ثانية من العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فان العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة اكبر والتي يقترض بموجبها من جديد من المؤسسات الأخرى، وهكذا أدى تركيز الإقراض في قطاع واحد "العقارات" إلى زيادة المخاطرة، وساعدت الأدوات المالية الجديدة "المشتقات المالية" على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض مرحلة تلوى الأخرى.

ثم حدث تطور سلبي ثالث: تمثل في دخول ما يسمى "محافظ تفادي الأخطار" وهذه المحافظ لا تشتتر ولا تتبع سندات القروض ذاتها، وإنما تتبع أو تشتري ما يسمى "مشتقات السندات" وهذا يعني دفع أو قبض جزء صغير من مبلغ السند "آنيا" أو مستقبلا "أملا" أو يرتفع ثمن البيع في المستقبل أن تم شراء

آنيا أو أمك أن ينخفض مبلغ الشراء في المستقبل إن كان الشراء مستقبلا حتى يحل أجل الدفع كاملا فيكون مبلغ التكلفة اقل بالنسبة لمن وعد بدفع المبلغ في المستقبل .

وقد أدى تناقص السيولة في أسواق المال إلى إحداث حالة من الذعر والهلع حينما اكتشفت بيوت التمويل الضخمة ما لحق بمحافظها من خسائر بسبب مضاربتها في مشتقات الرهون العقارية، حينما عجز الأفراد عن الوفاء بالأقساط الشهرية المتصاعدة، وتبع ذلك تراجع أسعار العقار السكني كافة، وهذا بدوره أدى إلى تصاعد الأقساط مرة أخرى بحيث تزايد عدد العاجزين عن وفاء بتعهداتهم .

أما التطور الرابع والأخير في هذه الأزمة : هو نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف على المؤسسات المالية الوسيطة، فبالرغم من خضوع البنوك التجارية في معظم

الدول لرقابة دقيقة من قبل البنك المركزي، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار "وسماسرة" الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل "المشتقات المالية" أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية .

وقد تفاعلت العناصر السابقة جميعها على خلق الأزمة المالية، ولم يقتصر أثرها على التأثير على القطاع المالي بزيادة حجم المخاطر نتيجة التوسع المحموم في الأصول المالية، بل إنه هدد أهم ركائز هذا القطاع وهو الثقة، فرغم أن العناصر الأربعة المشار إليها لزيادة الإقراض، المشتقات المالية، تركيز المخاطر، ونقص الرقابة والإشراف كافية لإحداث أزمة مالية عميقة، فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت أو ضعفت في النظام المالي الذي يقوم على ثقة الأفراد، ويزداد الأمر تعقيدا نتيجة للتدخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول، فتجميع المؤسسات المالية -وبلا استثناء- تتعامل مع بعضها البعض، و أي مشكلة كبيرة تتعرض لها إحدى هذه المؤسسات، لا بد وان تعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي العالمي.

ومع بداية عام 2008، وحدث حالة من التشعب في سوق التمويل العقاري، ارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 5.25% ، وعليه أصبح الأفراد المستفيدين من القروض متدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة عليهم، وازداد الأمر سوءا مع انتهاء فترة الفائدة المثبت والمنخفضة للقروض، ثم ازدادت معدلات حجز البنوك على عقارات من عجز عن سداد، وقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات، وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم، وقد ساهم في تفاقم الأزمة ما قامت به البنوك المقدمة لهذه القروض من عمليات توريق الديون العقارية وذلك من خلال تجميع القروض العقارية المتشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى، لتقوم الأخير جميع أقساط القروض من المدينين، وذلك في محاولة لحد من المخاطر المترتبة عليها،

وهو ما أدى الامتداد آثار الأزمة المالية لعديد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة وفي سائر العالم .

وبدأت الأزمة المالية انطلاقتها مع إعلان " بنكليمانبراندرز " وهو مؤسسات مالية عملاقة عن إفلاسه الوقائي، وهذه كانت البداية ثم بدأت تتحرك ككرة الثلج المتحركة وأخذت تنتشر لتشمل معظم الشركات المالية والعقارية، ومن هنا بدأ الحديث عن أزمة مالية مصدرها الاقتصادي الأمريكي، ولكنها تتجاوز حدود الولايات المتحدة الأمريكية ليمتد آثارها الاقتصادية إلى معظم دول العالم .

ويتضح مما تقدم حقيق الأزمة الراهنة باعتبارها أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل - إلى حد كبير - عن الاقتصاد العيني، ويرجع ذلك إلى إصراف المؤسسات المالية في إصدار الأموال المالية، زاد عدد المدنيين وزاد بالتالي في حجم المخاطر، بحيث إذ عجز أحدهم عن السداد سوف تتوقف مؤسسات وشركات أخرى عن سداد ديونها، ومن ثم يتعرض النظام المالي بأكمله للانهايار.

المطلب الثاني: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008

أولاً: جذور الأزمة المالية العالمية 2008¹

يرجع الباحثين الاقتصاديين بين جذور الأزمة المالية 2008 إلى سنة 2000 ابن وقعت زيادة كبيرة في حجم القروض العقارية الممنوحة بإجراءات بسيطة وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي دفع إلى تهافت شديد على الاقتراض من أجل شراء العقارات من الولايات المتحدة الأمريكية، أدى ذلك إلى حدوث سنة 2009 ما يعرف بأزمة القروض العالية المخاطر، وعرفت أيضاً هذه الفترة حدوث أزمة فقاعات

¹شوقي جباري، تداعيات الأزمة المالية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة، تونس، الجزائر، مجلة دراسات المحاسبية والمالية، المجلد السابع، العدد: 21، الفصل الرابع، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2012، ص: 281 .

الانترنت حيث حدث ارتفاع كبير في أسعار أسهم هذه الشركات لتتفجر تلك الفقاعة، ويمكن بلورت أهم جذور الأزمة من خلال النقاط التالية:

- انخفاض نسبة الفائدة على القروض الخاصة بالعقارات خلال 2009/2000 إلى 1.5% ومن دون ضمانات كافية.

- قامت بعض البنوك بتحويل قيم القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في السوق المالي الأمريكي، كما قام البعض الآخر ببيع الديون على شكل مستندات للمستثمرين .

- من اجل زيادة الأرباح بوتيرة سريعة قام المستثمرين برهن المستندات الحاصلين عليها مقابل الحصول على يدون جديدة يستعملونها في شراء المستندات .

- في بداية 2008 أصبحت قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة.

- فشل الملايين من المفترضين من تسديد ديونهم الأمر الذي تسبب في إفلاس العديد من البنوك، وتم سحب عدد هائل من المستثمرين لأموالهم من البنوك تسبب في مشكلة السيولة لدى البنوك الذين حاولوا بيع القارات لكن ولا مشتري فانهارت البنوك والمؤسسات المالية .

فأزمة 2008 حقيقتها هي أزمة الرهن العقاري الذي كان المتسبب الرئيسي لها نتيجة لتقديم قروض العقارات بدون ضمانات مقدمة وبأسعار فائدة منخفضة جدا وظهرت ملامحها بوضوح مع بداية 2008 لتظهر للعيان سنة 2008 وخاصة مع توقف المقرضين عن الدفع وزيادة عدد المنازل المعرضة للبيع، وبروز ظاهرة استيلاء المقرضين على المنازل وسحب المستثمرين أموالهم فانخفضت أسهم شركات الاستثمار العقاري أدى ذلك إلى حدوث أزمة في السوق المالي الأمريكي لتنتقل العدوى القارة الأوروبية و الآسيوية نتيجة ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية الأوروبية الآسيوية بالسوق الأمريكي .

ثانياً: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008¹

ترجع أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى مجموعة من الأسباب لعل أهمها ما يلي:

1- **ظروف الاقتصاد الأمريكي** : يمكن إبراز أهمها في النقاط التالية:

- **العجز التجاري** : منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنوياً وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار ويعود السبب الأساس إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك

- **عجز الميزانية**: لا يزال عجز المالي مرتفعاً حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، حيث يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع الأساسي على الضرائب .

- **المديونية**: أظهرت إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية، ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية و الإدارات المحلية) من 4.3 تريليونات دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليونات دولار في عام 2003 إلى 8.9 تريليونات دولار عام 2007. وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي. ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضاً. فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليونات دولار منها ديون عقارية بمبلغ 6.6 تريليونات دولار. هذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة. كما تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم الذي تجاوز 4% والبطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها والفقير.

2- **توريق الديون العقارية**: عمدت الشركات العقارية في الولايات المتحدة على الاقتراض من المؤسسات المالية لمنح قروض عقارية وذلك عن طريق أدوات الهندسة المالية

1 السعيد دراجي، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وآثارها على الاقتصاد العربي، مؤتمر الأزمة المالية العالمية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قسنطينة، الجزائر، يومي 21 - 22 أبريل 2009، ص ص: 3-4.

الجديدة، فقد قامت ببيع الديون العقارية المرهونة بالعقار وغيرها من القروض المتعثرة الشبيهة على شكل سندات مرهونة بالعقار لبنوك استثمار ومؤسسات مالية أخرى وأجنبية، وخلال الفترة 2006-2007 بلغت نسبة القروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات بيعت لمستثمرين في الأسواق الرأسمالية حوالي 60-80% وكانت عملية التوريق بمثابة تأمين للشركات العقارية، بمعنى البنوك الأخرى تشارك في تحمل مخاطر القروض العقارية التي منحت لأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف.

3- قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيف مرتفقا نظرا لأنها صادرة عن البنوك قوية: نظرا لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة وقوية، مثل "مورغان ستانلي وليمان براذرز". فقد قمت وكالات التصنيف الائتماني، بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطيرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا أما وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك. لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان.

4- التحول في طبيعة الاقتصاد العالمي: لقد أصبح الاقتصاد العالمي اقتصادا رمزيا يقوم على المضاربة في الأصول المالية، بحيث يقدر حجم الاقتصاد الرمزي بما يزيد عن أربعين مرة عن الاقتصاد الحقيقي و هو ما أدى إلى بروز الفقاعات المالية .

ولم يعد الاستثمار في الأوراق المالية مرتبطا بحقيقة ما تمثله هذه الأوراق بقدر ما صار تعبيراً عن حركة رؤوس الأموال. لقد ترتب عن الانفصال المتزايد بين حركة الاقتصاد الرمزي وحركة الاقتصاد الحقيقي إتباع أسعار الصرف العائمة للعملة مما أدى إلى اتساع عمليات المضاربة في أسواق العملات.

المطلب الثالث: ملامح مراحل الأزمة المالية العالمية 2008

أولاً : ملامح الأزمة¹

- عند إقدام البنوك المؤسسات المالية على إقراض شركات العقارات والمقاولات، بلغت القروض 700 مليار دولار

- تغيرات السوق الأمريكية نتيجة الارتفاع أسعار الفائدة وعجز المدينين عن السداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة الأمر الذي نجم عنه هبوط أسعار المنازل .

- انخفض الإنفاق الاستثماري الاستهلاكي لضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد.

- بيعت مؤسسة **وشنطن ميوتشوال للخدمات المالية** أكبر الصناديق الأمريكية العاملة في مجال الادخار والإقراض المجموعة جي بي موزعان المصرفية العملاقة بـ 1.9 مليار دولار.

بنك الاستثمار الأمريكي (ليمان برادرز) يعلن عن إفلاسه بعد فشل جهود المسؤولين الأمريكيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الاتحادي الأمريكي لإنقاذ البنك .

-**بنك ميريل لينش** أحد البنوك الاستثمارية الكبرى في الولايات المتحدة يضطر لقبول عرض شراء من "بنك أوف أمريكا" خشية تعرضه للإفلاس.

- الحكومة الأمريكية تعمل على تأمين الجزء الأكبر من نشاط شركة "أيآي جي" العملاقة وأكبر شركة تأمين في العالم وذلك بعد شرائها ديون الشركة المتعثرة بمبلغ 85 مليون دولار .

-انخفاض حاد في الأسواق المالية العالمية.

- الحكومة البريطانية تضطر للتدخل لإنقاذ بنك " أتش بي أو أس " عن طريق قيام بنك لويدز بشرائه بمبلغ 12 مليار جنيه استراني

¹ محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية أسبابها وجذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي ، جامعة الجنان، بيروت، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص:26.

- عشرات الآلاف من موظفي البنوك والمؤسسات المالية في أمريكا وبريطانيا يفقدون وظائفهم.

- انهيار سعر المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (فورست) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها .

-بنك واكوفيا "رابع اكبر مصرف في الولايات المتحدة" بيع لمؤسسة سيتي غروب المصرفية الأمريكية ضمن موجة الاندماجات في السوق الأمريكية لمواجهة تبعات الأزمة المالية.

ثانيا:مراحل الأزمة¹

يمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية العالمية والتي ظهرت بالولايات المتحدة الأمريكية بداية 2008 في النقاط التالية :

- فبراير 2007: عدم تسديد قروض الرهان العقاري الممنوح 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.

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 فورا حيال خطة الإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية وشهدت أسعار البترول انخفاضا حادا في أسواق آسيا ،وبورصات آسيا و أوروبا تشهد ترجعا .

¹عبد المطالب عبد الحميد، الديون المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعة، الاسكندرية،2009، ص 268-269.

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

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

- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية
الهولندية (فورتيس) في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي
الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك (جي بي مورغان) منافسه (واشنطن ميوتشوال)
بمساعدة السلطات الفيدرالية .

- 27 سبتمبر 2008: في أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي -الحكومة تعلق
مؤسسة واشنطن ميوتشوال وتبع أصولها لبنك جي بي مورغان ب حوالي 1.9 دولار .-
28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية، موضوع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا
يجري تقويم (فورتيس) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ ، وفي بريطانيا
يجري تأميم بنك (براد فورد وبينغلي)

- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وول 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
منافسة "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في
البورصة التي تسجل خسارة تفوق 10%.

-01 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يقر خطة الإنفاق المالي بعد مجلس النواب له في
تصويت أول والخطة تدعو لضخ 700 مليار دولار للبنوك والشركات المنهارة لتوفير
السيولة وأكسبها القدرة على الاقتراض مرة أخرى .

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

-17 فبراير 2008: الحكومة البريطانية تؤمّم بنك (نورذرن روك)

-11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدد المعالجة سوق التسليفات .

-16 مارس 2008: جي بي مورجانتشيس يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي (بير ستيرنز) بسعر متدني ومع المساعدة المالية الاحتياطية الفدرالي .

-7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تمنع مجموعتين العملاقين في مجال تسليفات الرهن العقاري (فريدي ماك) و(فاني ماي) تحت الوصاية طويلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار .

-15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال (ليمان برانرز) بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية " بنك أوف أمريكا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو " ميريل لينش " وبالتالي يعلن عن أسوأ أزمة منذ مائة عام حيث يسقط رابع أكبر بنك أمريكي ليمان برانرز عن إفلاسه ليحصل صدمة عنيفة بأسواق المال وتراجع حاد بالبورصات .

-16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الواقع اكبر مجموعة تأمين في العالم "ايه آي جي" المهددة بالافلاس 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 المصاريف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية، بالإضافة إلى هبوط الدولار الأمريكي متأثراً بتطورات إفلاس البنك الأمريكي ليمان برانرز .

- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويدي تي أس بي" يشتري منافسه "ايتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس والسلطات الأمريكية تعلن أنها نفذت خطة بقيمة 700 مليار دولار لتلخيص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع، والبنوك المركزية تضخ مئات.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال الفصل تعرفنا على مفهوم الأزمة المالية العالمية جيدا حيث أنها تعني التدهور الحاد والمفاجئ والغير متوقع في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والذي يؤثر سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، بالإضافة إلى آثار سلبية أخرى في الاقتصاد، كما تمر هذه الأزمات لمراحل تم ذكرها على إحدى عشر مرحلة بينما تصنف الأزمات المالية إلى أزمة العملة، أزمة مصرفية، أزمة المديونية، وقد واجه الاقتصاد الرأسمالي أزمات عدة أهمها "أزمة الكساد 1929، أزمة وول ستريت 1987 أزمة دول شرق آسيا 1997.

وتعتبر أزمة الرهن العقاري أحد أسوأ الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ 1929، والتي انفجرت سنة 2008، ونعود جذورها إلى بداية الألفية الثانية، بدأت تسارع بعد أن أفلس بنك **stearwsbear** سنة 2008، ثم انتقلت العدوى إلى البنوك الأخرى حيث عانت نقص في السيولة ولم يفد تحولها إلى سندات ل طرحها في الأسواق المالية والبورصات لأنها فقدت بفعل المضاربة، بعد أن فشلت عشرات الملايير الدولارات التي ضخت كقروض لمساعدة البنوك في تهدئة الوضع ولذلك نتبعنا أهم التطورات والمراحل التي مرت بها الأزمة المالية.

تمهيد:

تعمل سوق المال على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية أي أن أسواق المال تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تمتلك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية وتمتلك القدرة على الاستثمار.

تمثل أسواق الأوراق المالية آلية يتم من خلالها تداول الأموال المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين) ولذلك تظهر أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها.

سنتناول في هذا الفصل المعنون بأساسيات أسواق الأوراق المالية، حيث نتطرق في المبحث الأول ماهية الأوراق المالية، بينما نتعرض في المبحث الثاني كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، أما المبحث الثالث فقد خصصناه لمؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

نتطرق في هذا المبحث إلى خصوصيات سوق الأوراق المالية ثم تقسيمه إلى ثلاث مطالب، مفهوم سوق الأوراق المالية وإلى خصائصها ووظائفها ومكوناتها، والأوراق المتداولة في هذه السوق.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

سنتناول من خلال هذا المطلب تعريف الأوراق المالية أولاً ثم التطرق إلى المفاهيم المختلفة لسوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الأسواق المالية¹

الأسواق المالية هي مكان النقاء المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما، وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلي عنه وما إذا كان يرغب في نوع المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها، ومن هنا تنقسم الأسواق المالية إلى: أسواق النقد، وأسواق رأس المال.

1- **أسواق النقد:** هي الأسواق التي يتم خلالها التعامل في أرصدة مالية لمدة قصيرة الأجل لا تتجاوز سنة، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتتميز الأسواق النقدية بالميزات التالية:

- تتميز بأنها السوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
 - تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
 - تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.
 - الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.
- 2- **أسواق رأس المال:** هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

¹ عطية فياض، سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 35.

- **التعريف الأول:** هي التي يتم من خلالها التعامل في الأرصد المالية لمدة متوسطة الأجل وطويلة الأجل، ويتم ذلك ما في شكل قروض أو في شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات على اختلاف أنواعها وخاصة شركات المساهمة.

- **التعريف الثاني:** كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، وهناك نوعين من هذا السوق هما:

1.2. **أسواق حاضرة:** يتم تداول الأوراق المالية فيها من خلال أسواق منظمة أي داخل مكان محدد ومعروف يطلق عليه لفظ البورصة، أو خارج هذا المكان وهو ما يعرف بالأسواق الغير المنظمة، حيث يتم التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل من أسهم وسندات، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند اتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

2.2. **أسواق آجلة:** يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تجنب مخاطر تغير السعر.¹

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية

بعد أن تعرفنا على مفهوم الأسواق المالية نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها.

- **التعريف الأول:** سوق الأوراق المالية تمثل إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجرى خلالها عملية التداول بيعة وشراء، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى.²

¹ وديع طوروس، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2011، ص: 280.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 239.

- **التعريف الثاني:** سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسارة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأسواق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها من كل نوع.¹

- **التعريف الثالث:** يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مه نمو شبكات ووسائل الاتصال وقد 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.²

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مكوناتها، خصائصها ووظائفها

سننتظر من خلال هذا المطلب إلى مكونات سوق الأوراق المالية وتمييزها عن الأسواق الأخرى بخصائص عديدة، وتؤدي العديد من الوظائف الاقتصادية في الاقتصاد ككل.

أولاً: مكونات سوق الأوراق المالية

من أجل أن تؤدي سوق الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تقسم على النحو التالي:³

1- **الأسواق الأولية:** وهو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل

¹ محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص: 272.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 17.

³ فيصل محمد الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص: 50-55.

المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة.

وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة وطويلة الأمد وذلك من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب التالية:

1.1. أسلوب البيع المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود عليها مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة إلا أن قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

2.1. أسلوب المزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

3.1. أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع على المستثمرين وذلك من أجل تلافي التكاليف العالية والشروط القاسية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لا بد وأن يتقاضاها هذا الوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإصدار النصح والمشورة حول الحجم والتوقيت والجدوى من الإصدار ويتولى اتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار والبيع.

2- **الأسواق الثانوية**¹: هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء، ولذلك يطلق عليها سوق التداول (البورصة)، يتم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، مثال: طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها قبل تاريخ استحقاقها، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ.

وتشمل الأسواق الثانوية إلى نوعين من الأسواق هما:

1.2. **الأسواق المنظمة**: يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات)، وتوجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقاً لقواعد معينة.

2.2. **الأسواق الغير منظمة**: أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها، يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن المستثمر ان يختار أفضل الأسعار.

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة، غير المنظمة) فإنه إضافة للأقسام التالية:

3- **السوق الثالثة**: هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21-22.

تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، والأصول المؤمّن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

4- السوق الرابعة: ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يكون الهدف منها وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيف نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:¹

- تعد سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- 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 أسعار البيع والشراء.
- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق أخرى بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية وهي:¹

¹ فيصل محمود الشواربه، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل وتتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع السوق النقدي.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

ثالثا: وظائف السوق الأوراق المالية²

يمكن تلخيص وظائف الأوراق المالية في النقاط التالية:

- تعتبر أداة هامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركة لما يتداول في هذه الأسواق من الأسهم والسندات، ولها دور هام في القطاع المالي كجزء هام من هيكله التنظيمي وكأحد الأطراف الهامة لتشجيع المدخرات المحلية وتوجيهها نحو التنمية الاقتصادية المحلية وتؤدي عددا من الوظائف الرئيسية للاقتصاد الوطني أهمها:

- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته.
- مراعاة تحديد الأسعار المنافسة للأوراق وتقادي التقلبات العنيفة فيها.
- تعبئة المدخرات مع توفير درجة عالية من السيولة لكل من المدخرين والمستثمرين.
- مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.
- التخصص الكفاء لرأس المال، حيث تبيين الإمكانيات المتاحة لرأس المال.

¹ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص:32.

² بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص ص: 21-22.

- تعتبر المكان الذي يتم فيه تجميع مؤشرات الاقتصاد وتسجيل أثرها في الوضع الاقتصادي العام فحجم المعاملات المنعقدة تعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، كذلك تتنبأ بالأسعار العامة التي يتم التعامل بها عن السعر العام للأرباح المستثمرة وزيادة نمو النشاط الاقتصادي تؤدي إلى زيادة نشاط الأسواق وفعاليتها.
- تلزم قوانين رأس المال المؤسسات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المختلفة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى: أدوات الملكية، أدوات الدين، المشتقات المالية.

أولاً: ماهية الأسهم

1- تعريف السهم:

- **التعريف الأول¹:** الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها وتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة ولا سيما حقه في الحصول على الأرباح.
- **التعريف الثاني:** يمكن تعريفه بصفة عامة هو صك يدخل متغير تصدره لشركة ما عند انطلاقها أو زيادة رأس مالها، ومجموعة الأسهم يمثل رأس مال الشركة، والأصل أن تطرح أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها، وذلك عن طريق بنك أو أكثر، إذ يتلقى البنك اكتتابات الجمهور التي قد تزيد على عدد الأسهم المصدرة، وهنا يقوم المؤسسون بعملية تسمى عملية التخصيص حيث يفضلون صغار المكتتبين في عدد صغير من الأسهم وذلك في حالة الرغبة في انتشار سمعة الشركة على عدد كبير من الناس، أو قد يفضل المؤسسون كبار المكتتبين ويرفضوا صغارهم، كما قد يقبلون جميع المكتتبين صغاراً أو

¹ عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص: 67.

كبارا بعملية تسمى التوزيع النسبي أي أن كل مكتب يأخذ نسبة أقل من التي يرغب في شرائها.¹

2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:²

1-2 القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد التأسيس.

2-2 القيمة الدفترية: وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين (رأس مال والاحتياطات والأرباح الموزعة) على عدد الأسهم المعلقة والمكتتب بها.

2-3 القيمة السوقية: وهي عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة في العوائد التي تحققها الشركة والتوزيعات.

2-4 القيمة الحقيقية أو القيمة العادلة: وهي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

3- خصائص السهم: يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي:³

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

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

3-3 المسؤولية المحدودة للمساهمين: المسؤولية للمساهمين تكون محدودة في الشركة بقدر المساهم والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.

¹ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 44.

² وديع طوروس، مرجع سبق ذكره، ص: 288.

³ أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 122.

3-4-تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ أو ينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.

4- أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

1.4. تقسيم السهم على أساس شكل ملكيتها وتداولها¹:

1.1.4. سهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية.

2.1.4. السهم الاسمي: ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات الشركة، ويتطلب انتقال ملكية السهم هنا للقيود في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

3.1.4. السهم الإندي أو لأمر: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.

2.4. تقسيم الأسهم بحسب طبيعة حصة المساهم

1.2.4. أسهم نقدية: يسدد المساهم قيمتها نقودا، وقد تكون محررة، أي مدفوعة بالكامل، أي غير محررة، أي مدفوعة جزئيا والمتبقي دينا على المساهم.

2.2.4. أسهم عينية: يسدد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التنفيذ، وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

3.2.4. أسهم مختلطة: يدفع جزء منها نقدا أو جزءا عينا.¹

¹صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجرية جمهورية مصر العربية، "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية والعلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012، ص: 124.

4.2.4. **حصص التأسيس:** هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزءاً من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة.

3.4. تقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تقررها لأصحابها

1.3.4 **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي تتساوى في قيمتها وتخول لحاملها حقوقاً متساوية، وتتمثل خصائصها في النقاط التالية²:

- الأسهم العادية تمثل ملكية للشركة ولا تعبر التزاماً واجب السداد.
- الأسهم ليس لها تاريخ استرداد أو استحقاق ولا يجوز للجهة المصدرة لها بإعادة شرائها من مساهميها.

- الأسهم العادية لا يجوز مطالبة الشركة بتسديد قيمتها إلا عند التصفية، وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية.

- الأسهم العادية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي إمكانية انتقال ملكيتها من مساهم إلى آخر كما يجوز أن تصدر الشركة أسهماً جديدة إذا رغبت في زيادة رأس مالها.
أما عيوب الأسهم العادية³:

- عدم ثبات تركيبة المساهمين نتيجة تداول الأسهم، الأمر الذي ينعكس على عدم ثبات إدارة الشركة ومجلس إدارتها.

- عند زيادة رأس مال الشركة وطرح أسهم الاكتتاب العام تتحمل ميزانية الشركة مصروفات الاكتتاب، حيث لا يجوز خصم هذه المصروفات من علاوة الإصدار التي تضاف لحقوق المساهمين.

- عائد السهم قد يكون ضعيفاً عند مقارنته بأساليب استثمارية أخرى.

¹ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة غرمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 31.

³ صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

2.3.4 الأسهم الممتازة: هي خليط من الأسهم العادية والسندات، فهي تحمل بعض الصفات من الأسهم العادية وبعض الصفات من السندات، وتتمثل أوجه الشبه مع الأسهم العادية في الآتي: كونها تمثل جزء من الملكية يحق لحاملها الحصول على كافة الامتيازات التي يحصل عليها المساهم العادي أما أوجه الشبه مع السندات تتمثل في أن كون الأرباح المحققة غالباً ما تكون محددة بحد أعلى و بحد أدنى.

تمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها، قبل حملة الأسهم العادية.
- حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (05 %) في حال تحققها.
- حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة.
- حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة، في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم.
- حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية.
- حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة.
- حق الصوت داخل مجلس الإدارة.
- حق التحويل إلى أسهم عادية.
- حق استدعاء الأسهم.

3.3.4 أهم امتيازات حملة الأسهم العادية على حملة الأسهم الممتازة: وتتمثل فيما يلي:

- الأسهم العادية لها نصيب في الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة، بخلاف الأسهم الممتازة.
- الأسهم العادية لها حق التصويت داخل مجلس إدارة الشركة بخلاف الأسهم الممتازة "عدا السهم المختص بذلك".

- الأسهم العادية لها حق الترشح داخل مجلس الإدارة، بخلاف الأسهم الممتازة.

4.3.4 أهم أوجه الاتفاق بين الأسهم العادية والممتازة: وتتمثل فيما يلي:

- كل منهما يعد من أدوات الملكية، أن يمثل حصة شائعة في رأس المال.
- كل منهما ليس له تاريخ استحقاق محدد، إلا تاريخ انقضاء الشركة.
- كل منهما له نفس القيمة الاسمية.
- كل منهما يسمح تداوله.

ثانياً: ماهية السندات

1- **تعريف السند:** بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفي ما يلي بعض التعاريف:

- **التعريف الأول¹:** السند هو 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 معينة، وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة، وتعتبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية مع جمهور المستثمرين، وتتعهد باستعادتها بتاريخ استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر وفي الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي يتحملها المقترض مقابل إعادته لهذه النقود، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية محددة، ويعطى مالك السند الحقوق التالية:

- 1- الحصول على فوائد سنوية ثابتة.
- 2- تسديد قيمة السند عند حلول الأجل.

¹وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1997، ص: 83.

- **التعريف الثاني**¹: توجد عدة أنواع مختلفة من السندات كالسندات المضمونة بأصول والسندات العادية، والسندات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد حيث ينبغي أداء هذه الالتزامات، ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت إما يدفع سنويا أو نصف أو ربع سنوي بصرف النظر عن الدخل الذي حققته الشركة.

يحصل حملة السندات على الفوائد قبل دفع توزيعات الملاك، مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم بيع وتصفية أصول الشركة وإذا توقفت أو تعثرت الشركة في سداد أي من هذه الحقوق (الفوائد أو أصل القرض) فهذا يعني الإفلاس القانوني للشركة.

- **التعريف الثالث**²: يمكن تعريف السند بأنه "أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق".

2- **أنواع السندات**: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة إذ يمكن تقسيمها مثلا على أساس جهة الإصدار، أو على أساس شكل الإصدار، أو على أساس الأجل، أو على أساس الضمان، أو على أساس القابلية للتحويل والاستدعاء.

1.2. **تقسيم السندات على جهة الإصدار**: تقسم السندات على الأساس إلى سندات حكومية وسندات أهلية وتصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها، ممن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية، أما السندات الأهلية فتصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار.³

2.2. **تقسيم السندات على شكل الإصدار**: تقسم السندات من زاوية الشكل الذي تصدر به

إلى:

¹ عبد الغفار حنفي، **بورصات الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص: 38.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

³ وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

1.2.2 **سندات لحامله**: يكون السند لحامله عندما يصدر حاليا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وتحصل بمجرد قطع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، عند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمة الاسمية من البنك مباشرة.

2.2.2 **سندات اسمية أو مسجلة**: ويكون سندا اسميا أو مسجلا من حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص لملكية السندات لدى الجهة المصدرة والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل.

3.2. **تقسيم السندات على أساس الأجل**: تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:¹

1.3.2 **سندات قصيرة الأجل**: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

2.3.2 **سندات طويلة الأجل**: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

4.2. **تقسيم السندات على أساس الضمان**: تصدر السندات إما مضمونة أو غير مضمونة والسندات المضمونة مثل السندات العقارية، مثل تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان والذي يكون في العادة أصلا حقيقيا آلات أو مباني أو تجهيزات...إلخ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته، أما في السندات غير المضمونة فيعتمد الدائن فقط تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين، ويطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية أو الضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية الذي يكون له

¹صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 128-129.

على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة وعلى حملة أسهمها، وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من أرباح الشركة أو حقه في الدين الأصلي (القيمة الأصلية للسند).

5.2. تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء للإطفاء: ونميز نوعين من السندات هما:

1.5.2 سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء ولأي سبب من الأسباب والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

2.5.2 السندات القابلة للاستدعاء: هي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء كما سيبين فيما بعد يمكن استغلاله من قبل المصدر منه مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي، لذا إذا كانت القيمة الاسمية لسند ما 1000 دينار مثلا يحدد سعر استدعائه بعد إضافة علاوة الاستدعاء ولتكن 50 دينارًا مثلا بمبلغ 1050 دينارًا.

6.2. تقسيم السندات حسب قبليتها للتحويل: تنقسم بشكل عام إلى نوعين من السندات هما:

1.6.2 السندات الغير القابلة للتحويل: مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء، فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

2.6.2 السندات القابلة للتحويل: تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطى لحاملها لنص مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية لسعر محدد للسهم الواحد.

7.2. **السندات الدولية:** يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.

3- خصائص السندات: للسندات خصائص نذكر منها¹:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.

- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً 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 ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

4- **الفرق بين الأسهم والسندات:** السندات كالأسم من حيث خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة أو المؤسسة، وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه:²

- السندات دين على الشركة المصدرة، بينما الأسهم جزء من رأسمالها، وبالتالي فإن حاملي السندات هم دائنو الشركة المصدرة، بينما حاملو الأسهم أصحابها.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 291.

² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلات في عالم النقد والمال، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص ص: 82-83.

- يحصل أصحاب السندات على فائدة محددة مسبقا (في نظام إصدار السندات)، بينما يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح.
 - إن حصول حاملي الأسهم على عوائد يرتبط ليس فقط بوجود الأرباح، وإنما باتخاذ القرار بتوزيعها، بينما يحصل أصحاب السندات على فوائد بغض النظر عن توافر أو حجم هذه الأرباح.
 - عند تصفية الشركة المصدرة يستوفي حملة السندات حقوقهم قبل أن يحصل حملة الأسهم على أي جزء من حقوقهم.
 - للسندات أجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها، بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.
 - ليس لأصحاب السندات الحق في المساهمة بإدارة الشركة (عن طريق التصويت)، لكن نظام إصدار السندات قد يلزم الشركة أحيانا ببعض النصوص أو القواعد المعينة حول حقوق حملة السندات في هذا المجال. أما أصحاب الأسهم فإنهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
 - إن ضمان حقوق المساهمين ينصب على موجودات أو أصول الشركة ككل، أما السندات فقد يكون ضمانها بعض أصول الشركة أو جزء من إجمالي هذه الأصول.
 - بالإضافة إلى العوامل الأخرى، فإن القيمة الجارية للسهم (القيمة السوقية) يتحدد انطلاقا من عاملين أساسيين هما: مقدار العائد الذي يدره السهم وسعر الفائدة. أما بالنسبة للسندات فتتحدد قيمتها الجارية انطلاقا من سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الجاري (انطلاقا من القيمة الاسمية).
 - من جهة نظر الشركة المصدرة تعتبر فوائد السندات من النفقات أي أنها لاتخضع للضريبة، أما عوائد الأسهم فإنها تعتبر توزيعا للأرباح، أي أنها تخضع للضريبة.
- والجدول التالي يوضح الفرق بين السند والسهم:

الجدول رقم (02 - 01):

المقارنة بين السند والسهم

السند	السهم
§السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة	§السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة.
§لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.	§حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة.
§حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة.	§يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة.
§لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على الحجز على دفعها إفلاس الشركة.	§يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة.
§تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.	§لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة باعتبار أن توزيع الربح على المساهمين لا يعتبر على الشركة.
§إن الدخل الذي تحققه السندات لحاملها لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.	§حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها محقق.

المصدر: ناظم نوري الشمري وظاهر فاضل البياتي، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999، ص: 261.

ثالثاً: تعريف المشتقات المالية

- **التعريف الأول:** رغم أن المبادلات والخيارات والمستقبلات كانت موجودة من قبل إلا أن مصطلح المشتقات لم يدخل في قاموس المصطلحات المالية إلا في أواخر الثمانينيات مع ظهور ما يعرف بالهندسة المالية.

يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها أدوات و عقود مالية اشتقت قيمتها من قيمة ما قد تكون أصل (أسهم، سندات، رهون عقارية...) أو مؤشر مثلا (معدل فائدة، سعر، هدف...) أو مشتقات الديون حيث تشتق قيمتها من الدين وتسجل القيمة الاسمية للمشتقات خارج الميزانية حتى وإن كانت القيمة الحقيقية للأصل تسجل في الميزانية.

ولقد اخترعت المشتقات في الأصل لغرض الحيلة، أي للحماية من الأخطار، بعبارة أخرى استعملت المشتقات لإدارة الخطر مثل تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات وغيرها من المخاطر في عالم الاستثمار والمال، وذلك لأنها تسمح بتحويل قيمة الأصل أو الدين من طرف إلى آخر. غير أن المشتقات المالية يمكن أن تكون سلاح ذو حدين، كما تستعمل لتجنب الخطر، يمكن أن تستعمل لزيادة الخطر وهذا يحدث من خلال المضاربة بين الأفراد والمؤسسات حول قيمة الأصل وليس لحماية هذه القيمة من الخطر خصوصا بعد أن توسع استخدام المشتقات بشكل مخيف واختراع بما يعرف بالمشتقات العربية ونقص الضوابط المحددة لعمل هذه الأدوات.¹

- **التعريف الثاني:** المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على أسعار الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار،

¹ أمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، الملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05 - 06 ماي 2009، ص: 14.

وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضدها والمراجعة بين الأسواق والمضاربة¹.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته

إن كفاءة السوق تمثل قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة أساساً لتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية، ولتوضيح كل ذلك، نحاول تقسيم هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباته.
- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.
- سيولة الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق ثم التطرق إلى متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية¹

¹ عبد الستار عبد الجبار، عيدان الكبسي، المشتقات المالية في إطار معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية الحالية، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية، المجلد: 17، العدد: 01، كلية المال والأعمال، عمان، 2010، ص: 245.

يقصد بالسوق الكفاء، ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدر مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة، والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تمام القيمة المعنية التي يتولد عنها عائد يلعب التعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الأسهم من مخاطر أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصوصة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه وأن سعر السهم في السوق الكفوء يعكس المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

وهذا يشير إلى نقطة جديدة للاهتمام هي أن تكون المعلومات متاحة للجميع وهذا لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما وقرارات بعض المساهمين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوق تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق فالمهم أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة أي ليست مغال فيها أو أقل مما ينبغي أي مبنية على معلومات سليمة.

ثانيا:متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

يضمن السوق الكفاء وفقا للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المحلات الربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

1- **كفاءة التسعير**²: يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها، ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بحيث

¹ منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص ص: 489-490.

² عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول للاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 59.

تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة، ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد على تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة اتجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة. ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح لجميع المتعاملين بالسوق، وتقل فرص تحقيق أي أرباح غير عادية. ويحقق فقط خسائر المستثمرين الذين يفتقدون الدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق.

2- كفاءة التشغيل: ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات، لذا يطلق عليها بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق معدل أو هامش ربح مغال فيه. من هنا يتضح أن كفاءة السوق التشغيل وكفاءة التسعير مرتبطان ارتباط مباشر فإحدهما مكمل للآخرى وخصوصا كفاءة التسعير فهي تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية¹

كما سلف الذكر فإن كفاءة السوق تعني أن تعكس أسعاره كافة المعلومات المتاحة ولكن ماهي طبيعة تلك المعلومات المتاحة؟ للإجابة على هذا السؤال، ينبغي التعرض للصيغ المختلفة لفروض كفاءة السوق، وثمة ثلاثة أنواع من صيغ قروض كفاءة السوق هي: الشكل الضعيف، الشكل شبه القوي، الشكل القوي.

- **الشكل الضعيف:** تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه، أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم المعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 284 - 285.

لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائدا استثنائيا، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية، وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية، إذ ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا، ولا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية.

2- الشكل شبه القوي: وتتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه بأن الأسعار الجارية (الحالية) للأسهم والسندات والأصول المالية، تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر بتقويم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد وحجوم الإصدار لا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما متاح من معلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة.

3- الشكل القوي: وهي صيغة تتبنى سعرا جاريا للأصل المالي يعكس المعلومات العامة (الشائعة) والخاصة جميعا التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة.

لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات المحظيون (المدراء التنفيذيون، بعض الصحفيون، جاملوا الأسهم الرئيسيون... الخ) ويثير وجود المحظيون الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية.

نخلص إلى أن الشكل الضعيف (EMH) يرتبط بمعلومات ماضية، بينما شكلها شبه القوي بمعلومات ماضية حالية (شائعة وخاصة)، يضاف إلى المعلومات السابقة المعلومات التي يملكها المحظيون ليحول شكل الفرضية إلى صيغة قوية.

المطلب الثالث: سيولة سوق الأوراق المالية¹

تمتاز أسواق الأوراق المالية بدرجة معينة من السيولة والتي تختلف من سوق لأخرى نتيجة تفاوت درجة وعمق ومدى اتساع هذه السوق.

أولاً: مفهوم السيولة وخصائصها

ينصرف مفهوم سيولة السوق الأوراق المالية إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وهناك عدة خصائص التي إن توفرت في السوق تسمح للورقة المالية من أن تسوق بسهولة ويسر وبحد أدنى من التقلب في قيمتها السوقية وتتمثل هذه الخصائص في الآتي:

1- **عمق السوق:** تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشطاً، بمعنى وجود أوامر في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية، وعلى العكس من السوق العميقة فإن السوق الضحلة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار.

2- **اتساع السوق:** تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها، ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبرره ارتفاع معدل دوران الورقة.

3- **سرعة استجابة السوق:** يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدني الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن أيضاً عدم انتظار

¹عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 65-69.

المشتري المحتمل للورقة لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل. وتتطلب تلك الخاصية -شأنها شأن الخاصيتين السابقتين - توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

ثانياً: أساليب توفير السيولة للورقة المالية

ثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات والتي أهمها:

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلاً من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتريات في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في سيولة السهم.

- تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك يساعد المستثمرين باستمرار على الحصول عن معلومات الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلاً عن توفير المعلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق.

- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دوراتها ومؤدى ما تقدم تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين.

ثالثاً: العلاقة بين الكفاءة والسيولة

ثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية: تغيرات عارضة، وتغيرات غير عارضة، وتعزي التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا يتوافر لديهم أي معلومات ويتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، ويطلق على أولئك

فريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، ومتى لو فرض تخيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. بينما تعزي التغيرات غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات إيجابية وسارة تتجه الأسعار إلى أعلى بخلاف الحالة في حالة ورود معلومات غير سارة حيث تتجه الأسعار إلى أسفل.

وتأسيساً على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، يمكن بحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة. ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوما السيولة والكفاءة، حيث تكون التغيرات الناجمة عن تصرفات فريق الضوضاء في أضيق نطاق وقد لا تحدث على الإطلاق، وهو ما يتفق على مفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتمد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة كما ينسجم هذا أيضاً مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة (ممثلة في هامش الربح المنخفض الذي يحصل عليه المتخصص) وأدنى خسارة ممكنة. وتبعاً لم تقدم فإن أدوات تحقيق السيولة مثل إجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقيق كفاءة السوق خلال الفترات التي لا ترد فيها معلومات. وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو واضحاً بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار (عدم حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار من صفقة إلى صفقة)، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجياً في هذه الطريقة الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة.

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المدبرين وأداة تقدير المخاطر المحفظة المالية لذلك ارتأينا أن نبحث في العناصر الآتية:

- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماته.
- كيفية بناء المؤشرات.
- بعض المؤشرات العالمية.

المطلب الأول: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماته

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى مختلف التعاريف لمؤشرات سوق الأوراق المالية والتعرف على استخدامات مؤشر السوق.

أولاً: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19م مثل مؤشرات داوجونز الذي ظهر أول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى حيث كان أول تداول سنة 1990م.

- **التعريف الأول:** المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد لمؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعاً أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إن الرقـم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه تنتقل إلى فترة مستقبلية.¹

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص: 77.

- **التعريف الثاني:** المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعا أو انخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.²

ثانياً: استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية

هنالك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات حالة السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات، ومن أهم هذه الاستخدامات:³

- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكناً نسبياً من خلال تغيرات مؤشرات السوق.

- أن الأساس النظري لقيام السوق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر حالة السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجاً لمدرء المحافظ الاستثمارية، أو حاملو الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه مؤشر السوق بعائد المستثمر (طبيعي أو معنوي)

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 299-300.

لمستوى مخاطر معينة، وهو ما ينجم عن التعرف على النجاح النسبي والفشل النسبي في القرارات الاستثمارية.

مع ضرورة الإشارة إلى أن التنويع يعد منهاجا استثماريا لتقليل المخاطر، لذلك وببساطة يمكن استخدام المؤشر في مقارنة محافظتين أحدهما تمثل عائدا بمتوسط مخاطرة ($\beta=1$) وكما يعكس مؤشر السوق، وأخرى بعائد ومخاطر مقارنة بما يعكسها مؤشر محفظة المستثمر.

- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي.

ولاحظنا أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيعاً) في الوقت المناسب، فمثلا عندما تكون حركة مؤشر السوق متزايدة فإنه سوقا صعوديا بينما توضح الحركة التناقضية لمؤشر السوق بأنه سوقا نزوليا ووفق هاذين الاتجاهين اللذان يعكسهما مؤشر السوق فيتخذ القرار.

المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية، لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب قيمة المؤشر.

أولا: ملائمة العينة¹

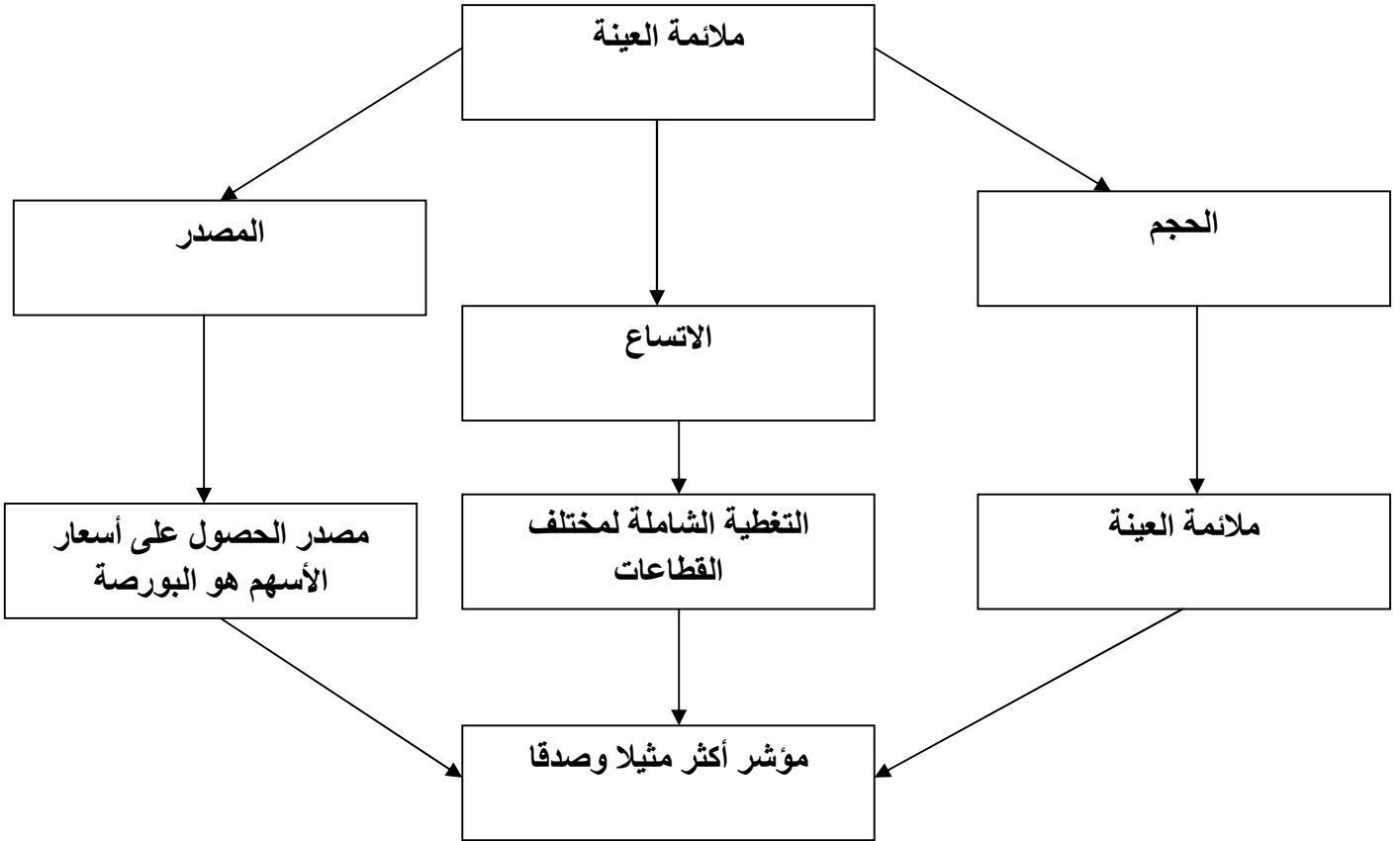
تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم والانتساع والمصدر، فالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الانتساع فينبغي مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق أما المصدر فالمقصود به مصدر

¹ ابن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون لمصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية، كما يظهر الشكل التالي:

الشكل رقم : (02 - 01):

كيفية بناء المؤشر



المصدر: من إعداد الطالبة

ثانيا: الأوزان النسبية

تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحدي الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي: ¹

1-مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.

2- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

3- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، 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 بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

ثالثا: طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) وأخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، ويحسب اعتمادا على العلاقة التالية:

حيث:

: قيمة المؤشر في الفترة t.

: إقبال أسعار الأسهم في الفترة t.

: عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

: إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

: عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

المطلب الثالث: بعض مؤشرات البورصات العالمية

بشكل عام يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية إلى مؤشرات متعددة وتختلف من دولة لأخرى ونذكر هنا على سبيل المثال الأنواع التالية للمؤشرات:

أولاً: مؤشر داو جونز للصناعة

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً ويقيس هذا المؤشر مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في وول ستريت وهذه الشركات تعتبر من أكبر وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية، ويحسب هذا المؤشر كالاتي:

حيث:

D I: قيمة المؤشر في الفترة t.

: سعر السهم | في الفترة t.

: المعامل المرجح في الفترة t.

ثانياً: مؤشر ستاندرد أندربور 500

يحتوي هذا المؤشر على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).

وفيما يلي بعض مؤشرات البورصات في أهم الدول الأوروبية والآسيوية:

- انكلترا:

Ft30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

FTSE 100: المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من

إجمالي رسملة البورصة.

- فرنسا: مؤشر CAC 40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.
- ألمانيا: مؤشر DAX: يضم 30 شركة الأكثر تميزا المتداولة في بورصة فرانكفورت.
- اليابان: مؤشر NIKKEI: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70 % من رسملة بورصة طوكيو.¹

خلاصة الفصل الثاني:

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب هذه السوق دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامج الخصخصة للعديد من شركات القطاع العام.

وتمثل سوق الأوراق المالية سوق مستمرة ثانية في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أو من يتأثر بالكساد والزواج.

وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى، وتتكون سوق الأوراق المالية من سوق أولية وسوق ثانوية، وتمثل الأسهم والسندات أهم الأدوات المالية المتداولة فيها إلى جانب الأوراق المالية المشتقة.

ونظراً لأن الأسواق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة السوق ومؤشراتها، ولكي يكون السوق كفاءاً عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف، ولقياس درجة تطور الأسواق المالية يتم استخدام المؤشرات التي تربط بين القيمة السوقية للورقة المالية وعوائدها المتوقعة.

تمهيد

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا في موضوع إنشاء وتطوير الأسواق المالية العربية خاصة في ظل تعاظم اهتمام الدول العربية في هذا النهج خاصة أن معظمها قد أولى موضوع الدخول في عصر العمولة في مختلف مجالاتها وخصوصة مؤسسات القطاع العام اهتماما كبيرا، كما أن نجاح هذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وذات كفاءة قادرة على استيعاب احتياجات هذه المرحلة.

وتماشيا مع التطورات الاقتصادية التي يعرفها العالم سعت الدول العربية إلى مواكبة هذه التطورات من جميع الجوانب، وتطوير الأوراق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادر على أداء دورها. وعلى الرغم من حدوث بعض التطورات التي عرفتها الأسواق المالية العربية والتحسين الملحوظ في أداءها إلا أنها مازالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات.

وعليه فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول انعكاسات الأزمة المالية العالمية في الدول المتقدمة والنامية وفي الدول العربية، ونتطرق في المبحث الثاني إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية، حيث نتناول في المطلب الأول أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1999-2006)، أما في المطلب الثاني أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2007-2008)، أما في المطلب الثالث فنتناول فيه أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009-2013)، أما المبحث الثالث فقد خصصناه لواقع أسواق الأوراق المالية العربية، والتطورات التي عرفتها من مختلف المجالات خاصة التشريعية والتنظيمية، وكذا أهم المعوقات التي حالت دون ربط الأسواق ببعضها البعض.

المبحث الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية

انعكست الأزمة المالية الأمريكية على معظم اقتصاديات دول العالم حتى أنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية، حيث لم تقتصر هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي فحسب بل انتقلت العدوى إلى جميع أنحاء العالم وفي ما يلي عرض لأهم تأثيرات الأزمة على اقتصاد كل من الدول المتقدمة، النامية والعربية.

المطلب الأول: آثار وانعكاسات الأزمة على اقتصاد الدول المتقدمة¹

سنحاول التطرق من خلال هذا المطلب إلى تأثير الأزمة على الاقتصاد الأمريكي وعلى الاقتصاديات المتقدمة الأخرى.

أولاً: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي

كما هو معروف فإن أزمة الرهن العقاري انطلقت من الاقتصاد الأمريكي وتجلت أهم مظاهرها في سقوط أكبر المصارف كالبنك الاستثماري **Freddie Mac** و **Sterns** ولينهار بعد ذلك بنك **LemhmanBrothers** وتصاب المؤسسات المالية الأخرى بالذعر.

لقد زادت الأزمة المالية العالمية من تدهور الاقتصاد الأمريكي والذي كان في الأساس يعاني العديد من المشاكل التي مست كما رأينا الكثير من مؤشرات الأداء الاقتصادي الأمريكي وكانت السبب في انفجار الأزمة وتمثلت أهم تداعيات وانعكاسات الأزمة المالية في:

- بدأت انهيارات الأسواق المالية الأمريكية تتوالى بعد الخسائر التي تكبدتها الأسهم في بورصات نيويورك يوم الاثنين الأسود بتاريخ 15 سبتمبر 2008، حيث سجلت "وول ستريت" خسائر قدرها 600 مليار دولار وهي الأسوأ بعد تلك الخسائر التي تكبدتها غداة هجمات 11 سبتمبر 2001.

¹ أديش فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص ص: 150 - 155.

- ولأن بداية الأزمة كانت السوق المالية فقد تدهور الوضع بسرعة كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة بعد عجز أكبر البنوك الاستثمارية "بنك ليمان براذرز" عن سداد التزاماته في سبتمبر 2008 بعد انفجار أسهمه بنسبة 94% لتتواصل تعثرات المؤسسات المالية الأمريكية من نهاية 2008 وحتى الشهر الأخير من سنة 2009، حيث وصل إجمالي المفلسة إلى 140 بنكا في 2009.

- وقد تعرضت السوق المالية الأمريكية بهزة كبيرة وتقلبات عاصفة، حتى أنه لم ينته شهر سبتمبر لتتدهور بورصة "نيويورك" وخسر مؤشر "داوجونز" 730 نقطة ليسجل أكبر انخفاض للنقاط في تاريخه فور الإعلان عن فشل مجلس النواب الأمريكي في تمرير صفقة الإنقاذ الأمريكي في صورتها الأولى.

ثانيا: تأثير الأزمة المالية على الاقتصاديات المتقدمة الأخرى

إن شدة ارتباط الأنظمة المالية العالمية فيما بينها واعتماد بعضها على بعض بشكل كبير كان السبب الرئيسي في انتشار وانتقال هذه الأزمة من سوق لآخر وبسرعة غير متوقعة، ففي عالم العولمة التي سمحت للمؤسسات المالية بالاستثمار في جميع الأسواق المالية العالمية الكبرى ولأن السوق الأمريكية سوق قيادية للأسواق المالية العالمية فقد انتقلت تبعات أزمتها إلى باقي الأسواق الأوروبية والآسيوية.

كما رأينا في التداعيات على الاقتصاد الأمريكي فإن هذه الآثار لم تقتصر على المؤسسات المالية فقط بل شملت كافة المجالات الاقتصادية ويمكن تلخيص أهم آثار هذه الأزمة على الاقتصاديات المتقدمة الأخرى فيما يلي:

1. **تأثير الأزمة على الاقتصاد الأوروبي:** تعرضت النظم المالية الأوروبية لصدمة أشد وأطول أمدا من المتوقع، وكانت السياسات الاقتصادية عموما أبطأ من أن تتفاعل معها، كما تدهورت الثقة في ظل تراجع نشاط قطاعي الأسر والشركات، وأدى التعرض لمخاطر الأصول الأمريكية إلى عواقب جسيمة في النظام المصرفي الأوروبي نظرا لشدة الارتباط بين كبرى المؤسسات المالية في أوروبا وارتفاع درجة التمويل بالديون فيها،

وبالتالي انكماش معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي من 2.7% في عام 2007 إلى 0.6% في عام 2008 و(-3.9%) في عام 2009، تجلت مظاهر هذا الركود في:

- انخفاض مستوى إجمالي الناتج المحلي الإيرلندي في الربع الأول من عام 2008 إلى 1.5% وهي السابقة الأولى منذ عام 1983، وتواصل هذا الانخفاض ليصل إلى 0.5% في الربع الثاني من نفس السنة، ليكون بذلك الاقتصاد الإيرلندي أول اقتصاد أوروبي يدخل مرحلة الكساد.

- دخول الاقتصاد الألماني، أكبر اقتصاد أوروبي حالة الكساد الاقتصادي بعدما تقلص ناتجه المحلي بنسبة 0.4% في الربع الثاني في عام 2008 إلى 0.5% في الربع الثالث منه، مما أدى إلى إمكانية ارتفاع معدلات البطالة في ظل تراجع الإنتاج الصناعي وانخفاض الطلب على المنتجات الألمانية.

- انخفاض أسهم بنك "ورث نروك" أحد أكبر المصارف البريطانية المتخصصة في التمويل العقاري بأكثر من 30% عقب إعلان بنك إنجلترا المركزي منحه قرضا عاجلا.

- تراجع الاقتصاد البريطاني حيث توقع اتحاد الصناعة البريطاني ارتفاع عدد العاطلين عن العمل في بريطانيا إلى 03 ملايين شخص خلال عام 2010.

- خفض البنك المركزي الأوروبي نسبة الفائدة في بنوك البلدان الـ15 التي تتعامل باليورو من 3.25% إلى 2.50% وهو أكبر خفض يقره البنك الأوروبي منذ إنشائه عام 1998.

- دخول منطقة اليورو مرحلة الركود الاقتصادي بعدما حدث انكماش اقتصادي بنسبة 0.2% في الربع الثالث من سنة 2008.

2. تأثير الأزمة على الاقتصاد الآسيوي: لم تكن اقتصاديات دول آسيا بمنأى عن الأزمة المالية العالمية وذلك لارتباط أسواقها المالية بالسوق الأمريكي، حيث وقع الضرر الأكبر على الاقتصاديات المتقدمة نتيجة زيادة تعرضها لمخاطر انخفاض الطلب الخارجي لاسيما بالنسبة للسلع الاستهلاكية، وتمثلت مظاهر ذلك في:

- هبوط مؤشر البورصة في اليابان وسحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة الأمريكية، مما نتج عنه ارتفاع الين الياباني مقابل الدولار الأمر الذي انعكس بشكل سلبي على الصادرات اليابانية.

- أعلنت حوالي 1010 شركة يابانية إفلاسها خلال شهر نوفمبر لسنة 2008، حيث كشفت إحصاءات نشرها معهد "تايكوكو داتا بنك" المتخصص أن عدد الشركات التي أعلنت عن إفلاسها في اليابان ارتفع بنسبة 11.5% وارتفع حجم الديون المتراكمة على تلك الشركات إلى 4.5 مليار دولار.

- تسجيل الاقتصاد الياباني انكماشاً حيث انخفض معدل نمو ناتجه المحلي الحقيقي الإجمالي من 2.3% في عام 2007 إلى (-1.2%) في عام 2008 و(-5.3%) في عام 2009، في ظل قوة الين الياباني وزيادة تقييد الائتمان نسبياً، بالإضافة إلى المشاكل التي طرأت في قطاع التصدير وانخفاض إنتاج المصانع إلى أدنى مستوياته منذ خمس سنوات بمعدل 1.3%.

المطلب الثاني: آثار وانعكاسات الأزمة على اقتصاد الدول النامية¹

تأثرت اقتصاديات الدول النامية بهذه الأزمة بأشكال وأنماط مختلفة، وعلى سبيل المثال، يمكن توضيح تأثيرات هذه الأزمة على اقتصاديات الدول النامية من خلال بعض النقاط التالية:

- ضعف المؤسسات المصرفية وانخفاض قدرتها على إقراض الأفراد والمؤسسات المحلية التي تحتاج لهذه القروض لتحقيق بقائها الاستراتيجي.
- التراجع في العوائد المتحققة من عمليات التصدير.
- الانخفاض والتراجع في التدفقات النقدية إلى الدول النامية.

¹يوسف أبو فارة، ملامح أسيا بالأزمة المالية العالمية لعام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، الملتقى الدولي بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 08 - 09 ديسمبر 2009، ص ص: 23 - 24.

المطلب الثالث: آثار وانعكاسات الأزمة على اقتصاد الدول العربية

انعكست تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول، وتأثرت منها الدول العربية على اعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وتربطه علاقات اقتصادية، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها يختلف بين الدول العربية على حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي.¹ ويمكن تقسيم الدول العربية من حيث مدى تأثيرها بالأزمة إلى ثلاث مجموعات كما يلي:

- **المجموعة الأولى:** الدول العربية ذات الدرجة العالية من الانفتاح الاقتصادي والمالي، وتتضمن الدول المنتجة للنفط (السعودية، الكويت، الإمارات، قطر، عمان، البحرين، ليبيا، الجزائر) والتي لديها أعلى مستوى من نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي وأدنى معدلات البطالة، فضلا عن مستويات عالية من احتياطات النقد، وهذه الدول في وضع أفضل يمكنها من مواجهة الأزمة، فبالنسبة لها يسهم النفط وحده في 36% من إجمالي القيمة المضافة، و85% من عائدات التصدير، و71% من العائدات المالية للحكومة، ويبين ذلك أن تلك الاقتصاديات مازالت تعتمد بشكل كبير على النفط.

في حين أن القيمة المضافة لصناعة النفط تمثل 36% فقط من الناتج المحلي الإجمالي في المنطقة، ومدى مساهمتها في العمل، بما فيها جميع الأنشطة المرتبطة في النفط أقل من 5% وبالتالي فإن الآثار الاقتصادية المرتبة على الأزمة بالنسبة لهذه البلدان، لن تكون كبيرة لأن لديها احتياطات نقدية عالية تراكمت لديها أثناء فترات ارتفاع أسعار النفط (بزيادة قدرها 50% في العام 2006 - 2007).

¹دليلة طالب، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري، ملتقى أزمة المالية والاجتماعية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 18.

ووفقاً لتقرير كوليرز **Colliers** الدولي، فإن الأزمة الاقتصادية العالمية قد أثرت بشدة على سوق العقار الخليجي، مما تسبب في تراجع كبير في قيمة رأس المال الفعلي للعقارات والإيجارات، ففي "دبي" تراجع متوسط أسعار المبيعات السكنية بنسبة 42% من الربع الأخير من عام 2008، في حين انخفضت أسعار الإيجار السكني بنسبة 20-40% في المتوسط، وفي "أبو ظبي" كان تأثير الأزمة أقل حدة، حيث تراوح الانخفاض في قيمة العقارات السكنية بنسبة 20% وفي "قطر" انخفضت نسبة استئجار المساحات المكتبية حديثة الإنشاء بنسبة 10-15% خلال الربع الأول من عام 2008، كما انهارت مبيعات العقارات السكنية بسبب قلة التمويل وزيادة الشك بشأن المستقبل.¹

كما أن انخفاض أسعار النفط بنسبة 50% دولار للبرميل في شهر يوليو إلى حوالي 77 دولاراً في الوقت الحالي، أثر على صادراتها وانعكس سلباً على معدلات النمو الاقتصادي التي انخفضت إلى 4.2% عام 2009 مقابل 5.7% عام 2008، ومن ناحية أخرى تشير بعض التقديرات إلى أن صناديق الثروات السيادية التي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة وأوروبا والتي قدرت أصولها في مايو بـ 1500 مليار دولار عرفت تراجعاً في مداخيلها بنسبة 30% وخسرت 460 مليار دولار، وهي قيمة تساوي دخل دول الخليج من النفط لعام كامل، كما ستتأثر الاستثمارات العربية بالخارج وتختلف درجة تأثرها بحسب الجهة التي يتم الاستثمار فيها، ومن المتوقع أن يكون سعر البرميل النفط في عام 2009 بين أربعين وخمسين دولاراً، وبين خمسين وسبعين دولاراً في آفاق عام 2010.²

- **المجموع الثانية:** الدول العربية غير النفطية، وتشمل (مصر، الأردن، لبنان، المغرب، سوريا، تونس) وهذا البلدان تحتوي على اقتصاديات أكثر تنوعاً لكنها ضعيفة في حقيقة الأمر، كما أنها مرتبطة بعمق بالاقتصاد العالمي وتعتمد على الواردات سواء بالنسبة

¹ الفصاح مهدي محمد، مقال الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول العربية، المركز الدولي للأبحاث، www.medadcenter.com/articles/show.aspx?Id=316 تاريخ الاطلاع 2015/03/22، الساعة 13:00، ص: 29.

² دليله طالب وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 18 - 19.

للاستهلاك أو الاستثمار، فضلا عن ذلك فإن التصدير والاستثمار الأجنبي المباشر والتحويلات المالية والسياحة تلعب دورا رئيسيا في النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل في هذه الدول، والتيتواجه بالأساس ارتفاع معدلات البطالة والعجز الخارجي ليس لديها ما يكفي من الطلب المحلي للتخفيف من الانخفاض في الطلب الخارجي.

ففي ظل انخفاض القوة الشرائية المحلية (أي نسبة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي)، علاوة على ذلك فنظرا لنقص الموارد فلا تستطيع حكومات تلك الدول البدء في مشروعات استثمارية كبرى يضاف إلى ذلك عنصر جديد في الأزمة ناجم عن الهشاشة النسبية للقطاع المصرفي الذي يعتمد بشدة على البنك المركزي، ونأمل بعد ثورة 25 من يناير في مصر تقدما في الاقتصاد من خلال نقلات نوعية في الصناعة والزراعة.¹

انخفض متوسط البورصات في هذه المجموعة ما يقارب 22% من قيمة الأسواق، وسوق المغرب قد خسر 10 مليار دولار خلال أسبوعين، وسوق عمان خسر 5 مليار دولار في أسبوع واحد، أما سوق القاهرة فخسر 260 مليار جنيه مصري خلال أسبوع واحد فقط.

هناك 12 شركة مصرية لها شهادات إيداع دولية في البورصات العالمية تأثرت بشكل بالغ، بالإضافة إلى خسارة في حجم التجارة الخارجية في مصر تصديرا واستيراد بنحو 6 مليار دولار منها 4 مليار صادرات و2 مليار واردات وكذلك تأثر العديد من الصناعات خاصة تلك الموجهة إلى الاتحاد الأوروبي كالصناعة البتروكيمياوية وصناعة الجلود. تراجع الإيرادات الحكومية في الأردن بنحو 200 مليار دينار.²

- **المجموعة الثالثة:** وتشتمل هذه المجموعة على البلدان الفقيرة (السودان، اليمن، موريتانيا، جيبوتي، الصومال، جزر القمر)، وقد تم التخلي عن تلك الدول - التي تعاني

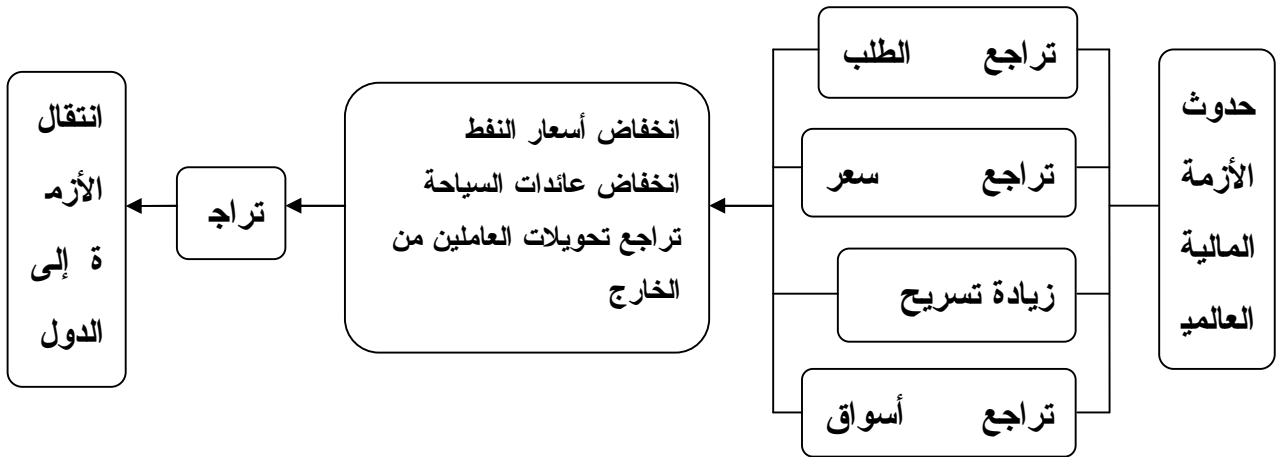
¹ القصاص مهدي محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

² الخرجي ثريا، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص: 25 - 26.

أصلا من مشكلات اقتصادية واجتماعية- وتركت لتواجه الأزمة وحدهفي ظل دعم دولي ضعيف، وعليه فمن المرجح أن يزداد الفقر والتوترات الاجتماعية في تلك البلاد سواء في ظل عدم قدرة النظم القائمة على ضمان الحد الأدنى من التنسيق للتعامل مع الركود العالمي، وعليه فإن هذه البلاد بحاجة إلى إعالة أنفسهم من أجل التغلب على الأزمة وإدارة عواقبها بالرغم من عدم تعرض البنوك العربية بشكل كبير لرهانات العقاري الأمريكي وأسواق المشتقات، فإن صناديق الثروة السيادية وغيرها من سندات الأسهم تكبدت خسائر فادحة، فقد أدت الأزمة إلى قصور شديد في رأس المال في القطاع المصرفي الإقليمي، فعلى سبيل المثال "بنك الخليج الكويتي الأمريكي" 1.5 مليار دولار أمريكي في عام 2008 واضطرت "حكومات الخليج" لضخ أموال في البنوك لإنقاذها، وعرضت "الحكومة القطرية" حزمة استثمارية بمقدار 5.3 مليار دولار للقطاع المصرفي، وضخ البنك المركزي في "أبو ظبي" 32.7 مليار دولار لضمان توفير السيولة في البنوك.¹ ويمكن توضيح سبب تأثر الدول العربية بالأزمة بالشكل التالي:

الشكل رقم (03-01):

انتقال الأزمة إلى الدول العربية



المصدر: فرطاس فتيحة، سورية صدقاوي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على العمالة في الوطن العربي، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، كلية

¹ القصاص مهدي محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 15 - 16 نوفمبر 2011، ص: 05.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن الأزمة المالية العالمية، التي عصفت بالاقتصاد العالمي، لها تأثيرات غير مباشرة في الاقتصاديات العربية، أهمها تراجع في الصادرات (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى بقاء أسعار الصرف منخفضة تجاه معظم عملات الشركاء التجاريين، كما أن تأثر الدول العربية جميعها بالأزمة ظهر من خلال انخفاض الطلب على صادراتها وتراجع صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية ورأس المال وعوائد السياحة وتحويلات العاملين من الخارج. إن القطاعات الاقتصادية الأكثر تأثراً بالأزمة هي: الصادرات، القطاع المالي، البورصات، الاستثمارات الأجنبية المباشرة والسياحة والقطاع العقاري. وفي هذا الإطار يرى صندوق النقد الدولي أن الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تحول الأزمة إلى الدول العربية هي: التحويلات، والاستثمارات والصادرات.

وبالنظر إلى جملة من التحليلات التي تناولت آثار الأزمة على الاقتصاديات العربية يمكن الوصول لنتيجة أن بعض الدول العربية تأثرت أكثر في قطاعات معينة مقارنة بغيرها،¹ كما يوضح الجدول التالي:

الجدول رقم (03-01):

الدول العربية الأكثر تأثراً بالأزمة حسب النشاط الاقتصادي

القطاع	الدول الأكثر تأثراً
انخفاض أسعار النفط وتأثيراته على الموازنات والصادرات	الجزائر، السعودية، اليمن، الإمارات، السودان، العراق، ليبيا
انخفاض التحويلات وعائدات السياحة	مصر، المغرب، تونس، الأردن، اليمن، السودان
انخفاض الاستثمارات	الإمارات، الكويت، المغرب، الجزائر
انخفاض أسواق المال	البحرين، السعودية، قطر، الكويت، الإمارات
انخفاض الصادرات	تونس، ليبيا، المغرب، مصر

¹ فرطاسفتيحة، صورية صدقاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

أسواق العمل	زيادة معدلات البطالة بعد الأزمة في كل الدول العربية خاصة بطالة الشباب في كل من الجزائر، السعودية، مصر، السودان
-------------	--

المصدر: فرطاس فتيحة، صورية صدقاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق

المالية العربية

شهدت تطورات أسواق الأوراق المالية مؤخرا إنشاء المزيد من الأسواق المالية المنظمة حيث أصبحت أربعة عشرة سوقا. كما يلاحظ من خلال تطورات الأسواق المالية العربية قد قامت بإجراء إصلاحات هيكلية على أسواقها ومازالت متسمة لبلوغ أهدافها وأهم هذه الإصلاحات هو الفصل بين الهيئة الرقابية عن الهيئة التنفيذية للسوق.

سنتطرق في هذا المبحث إلى أداء أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (1999-2006)، أداء أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (2007-2009)، وإلى أداء أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (2010-2013).

المطلب الأول: أداء أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (1999-2006)

نمت أسواق الأوراق المالية العربية بشكل كبير خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي ومطلع القرن الحالي، وسعت هذه الأسواق تطوير أطرها القانونية والرقابية وإلى تحسين هياكلها التنظيمية، ولدراسة أداء أسواق الأوراق المالية العربية يمكن متابعة أهم المؤشرات التالية:

- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.

- عدد الشركات المدرجة.

- القيمة السوقية.

- أحجام التداول.

- معدل دوران الأسهم.

وقبل تناول هذه العناصر يجب الإشارة إلى منهجية احتساب مؤشر صندوق النقد

العربي لأسواق الأوراق المالية العربية، وفقا للمنهجية التالية¹:

- 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:

$$= \frac{M_i}{100} \times B_i = -1 \times \frac{M}{100}$$

عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100 B_i = M_i$$

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 .

$M =$ 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 $= P_i \times n_i$ حيث:

$P_i =$ آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i .

¹ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق الأوراق المالية العربية، نشرة فصلية، الربيع الأول 2004، العدد: 37، ص ص: 36 - 37.

$N_i =$ عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i .

القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة عن الفترة i بموجب الصيغة

$$= (M_i - I_i - R_i - N_i + Q_i - 1) \text{ التالية:}$$

حيث أن:

$I_i =$ القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة أوتعامل الأسهم الناتجة عن

تحويل الأوراق المالية الأخر ومعاملة الإصدارات الجديدة.

R_i القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة أويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم

مضروبا بعدد الأسهم.

$N_i =$ القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال i .

$Q_i - 1 =$ القيمة السوقية لأية أسهم 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 بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار

الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب

المؤشر.

- المؤشر المركب: يشمل مركب الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربع

عشر سوقا السالفة الذكر، ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر لكل دولة على حدى

وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسعة وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر

المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات 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 السوق للأسهم المكتتب لها في نهاية الفترة. حيث القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها هي عدد الأسهم المكتتب بها مضروب بسعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة.

- تصنيف الشركات قطاعيا.

يتضمن مؤشر الأسهم نشطة التداول والمتمثلة بصورة كبيرة للقطاعات المختلفة والتي تشكل محمل 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.

وسيتم عرض أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال فترة (1999- 2006) كما

يلي:

أولاً: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

لقد أظهر في نهاية عام 1999 تحسنا في الأداء العام لهذه الأسواق إذ ارتفع المؤشر مقارنة مع عام 1998 بنسبة 6,8% يعود هذا التحسن إلى الأداء المميز لأسواق الأوراق المالية في كل من السعودية ومصر وتونس ذلك أن مؤشرات أسعار الأسهم في باقي الأسواق شهدت انخفاضا خلال العام.

إذ ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق الأسهم السعودي بنسبة 31,7% كما ارتفع مؤشر الصندوق الخاص بسوق المال بمصر 6,9%، أما عن مؤشر الأسعار الخاص بسوق تونس للأوراق المالية فقد ارتفع بنسبة 6,4%.¹

كما أظهر مؤشر المركب تراجعاً في الأداء العام لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة في نهاية عام 2000، إذ انخفضت بنسبة 10,6% مقارنة مع عام 1999، ومن الملاحظ انخفاض مؤشرات أسعار الصندوق الخاصة بهذه الأسواق باستثناء مؤشر الأسعار لسوق الأسهم السعودي وسوق الكويت للأوراق المالية.....، ارتفاعاً

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، أبو ظبي، ص: 127.

بنسبة 11,3% و 7,2% على التوالي.¹ وفي نهاية عام 2001 فقد أظهر مؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجعاً في الأداء العام للأسواق الأوراق المالية العربية، المشاركة في القاعدة فقد انخفض المؤشر بـ 1,1% مقارنة مع عام 2000، وقد سجل سوق المال بمصر خلال هذا العام أعلى انخفاض وبما يقارب 34% تليه بورصة بيروت ثم سوق مسقط الأوراق المالية 30% و 27,7% على التوالي.²

واستمر أداء أسواق الأوراق المالية العربية في التحسن للعام الثاني على التوالي، فقد أظهر المركب للصندوق الخاص بهذه الأسواق في نهاية 2002 تحسناً في الأداء العام بلغت نسبته 0,6% بالمقارنة مع 2001، وسجل سوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية العام ارتفاعاً بلغ 35,3% وهو أعلى ارتفاع في أسواق الأوراق المالية وبالمقابل سجل أداء بورصة تونس انخفاضاً بلغ 6,2% وهو أعلى انخفاض.³

أما بالنسبة للعام الموالي فقد أظهر المؤشر المركب الذي يحتسبه الصندوق لقياس أداء هذه الأسواق في نهاية عام 2003 مقارنة مع عام 2002، ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 40,9% ليبلغ 141,9 نقطة ويعتبر هذا المستوى أعلى مستوى بلغه مؤشر الصندوق منذ أن بدأ في احتسابه لعام 1994.⁴

ونتيجة لاستمرار الظروف الاقتصادية المواتية في الدول العربية، فقد ارتفع المؤشر المركب للصندوق من 141,9 نقطة عام 2003 إلى 215,7 نقطة عام 2004، أي بزيادة 52% وهو أعلى مستوى بلغه المؤشر منذ البدء في احتسابه عام 1994، ويعزز هذا الارتفاع بشكل أساسي إلى زيادة السيولة بالإضافة إلى النتائج الإيجابية التي حققها غالبية الشركات المساهمة العامة المدرجة في زيادة الأسواق العربية خلال العام، وتجدر

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001، أبو ظبي، ص: 248.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، أبو ظبي، ص: 123.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2003، أبو ظبي، ص: 18.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004، أبو ظبي، ص: 18.

الإشارة إلى أن جميع مؤشرات الأسعار التي يحتسبها الصندوق لهذه الأسواق ارتفعت باستثناء مؤشر بورصة الجزائر الذي انخفض بنسبة 2,3%.¹

وارتفاع المؤشر المركب لصندوق 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 2005.²

وفي عام 2006 شهد المؤشر المركب للصندوق انخفاضا كبيرا الذي بلغ نسبة 42% ليصل حوالي 237 نهاية عام 2006، ويرجع هذا الانخفاض إلى عدة عوامل أهمها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العاملين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف نسبة هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها.³

ثانيا: القيمة السوقية

شهدت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تحسنا كبيرا فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 21,5% لتبلغ في نهاية عام 1999 حوالي 149,4 مليار دولار، وتجدر الإشارة أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تشكل 41% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، لتبلغ حوالي 61,1% مليار دولار، ومن جهة أخرى تعتبر بورصة بيروت من أصغر أسواق الأوراق المالية العربية حيث بلغت قيمتها السوقية في نهاية عام 1999 حوالي 1,9 مليار دولار⁴ وانخفضت القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق بنسبة 0,7% لتبلغ في نهاية عام 2000 حوالي 148,2 مليار

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2005، أبو ظبي، ص: 16.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، أبو ظبي، ص: 134-135.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، أبو ظبي، ص: 143.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

دولار مقارنة مع 149,2 مليار دولار في نهاية عام 1999 باستثناء الأسواق في كل من السعودية، الكويت، تونس.¹

وبالرغم من انخفاض الأسعار فقد ارتفعت القيمة السوقية خلال عام 2001 بـ 2,8% لتبلغ 152 مليار دولار، حيث سجلت على ارتفاع في سوق الكويت بـ 34,3% وتلاها بورصة عمان 27,7% أما في سوق مسقط فإنه عرف أعلى انخفاض 25,1 ثم بورصة بيروت 21,2%.²

أما في العام الموالي ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنسبة 37% لتبلغ في نهاية عام 2002 حوالي 208,9 مليار دولار ويرجع هذا الارتفاع إلى عوامل نذكر منها انضمام 03 أسواق مالية وهي: سوق أبو ظبي، سوق الدوحة وسوق دبي المالي إلى قاعدة البيانات خلال عام 2002.³

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تحسنا كبيرا في جميع مؤشراتها، فيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل كبير إذ بلغت في نهاية عام 2009 ما يقارب 361,8 مليار دولار مقابل 208,9 مليار دولار في نهاية عام 2002، أي بنسبة ارتفاع بلغت 73,2% وقد سجلت القيمة السوقية لسوق الدوحة للأوراق المالية أعلى ارتفاع حيث بلغت نسبة 152,7% وجاء سوق الأسهم السعودي في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع وذلك بنسبة 110% ويرجع الارتفاع الكبير في القيمة السوقية لعام 2003 إلى عدة عوامل من أهمها ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة بشكل كبير وخاصة في السعودية والكويت وقطر ومصر.⁴

وخلال عام 2004 استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في أدائها الجيد الذي حققته في عام 2003 وذلك نتيجة استقرار الظروف الاقتصادية المواتية في دول العربية،

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001، مرجع سبق ذكره، ص: 242.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2003، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

حيث ارتفعت أسعار النفط العالمية إلى مستويات عالية استمر 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%.¹

وواصلت أسواق الأوراق المالية العربية أدائها الجيد في عام 2005، حيث ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق نهاية عام 2005 بنسبة 107,2% لتصل إلى حوالي 1290 مليار دولار مقارنة مع نحو 622,4 مليار دولار في نهاية عام 2004، وسجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية للسوق 219,2%.²

أما خلال عام 2006 على الرغم التطورات الهامة التي عرفتها أسواق الأوراق المالية إلا أنها شهدت انخفاضا كبيرا في كافة المستويات، حيث تراجع القيمة السوقية إلى 888,2 مليار دولار بانخفاض بلغت نسبته 31,2% في نهاية 2006.³

ثالثا: عدد الشركات المدرجة

شهدت أحجام أسواق الأوراق المالية العربية تحسنا كبيرا حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1689 شركة سنة 1994 إلى 1634 شركة نهاية 1999 مسجلة تقدر بـ 545 شركة أي ما نسبته 50%، حيث احتل سوق المال بمصر الترتيب الأول بواقع 1033 شركة وشكل هذا العدد ما نسبته 63,2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية.⁴

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 143.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

وخلال عام 2000 هناك تحسنا كبيرا حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة ليبلغ حوالي 1672 وذلك كمحصلة للإضافة وشطب واندماج بعض الشركات المدرجة في هذه الأسواق ويبقى يحتفظ سوق المال المصري بمركز الصدارة من حيث عدد الشركات، إذ بلغ 1071 شركة ليصبح بشكل 64% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية¹ أما في العام الموالي فقد ارتفعت الشركات المدرجة إلى 1687 شركة، جراء انخفاض الأسعار، ومقارنة بالسنة الماضية فهناك ارتفاع لعدد الشركات المدرجة نهاية 2002 ليصبح 1826 شركة.²

وفي عام 2003 يرجع ارتفاع القيمة السوقية إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية العربية وكبر حجم الشركات التي أدرجت في هذه الأسواق وعلى السبيل شركة الاتصالات السعودية التي تمثل قيمتها السوقية ما نسبته 21,5% من القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي والذي يمثل بدوره كما في نهاية عام 2002 ما نسبته 43,48% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية كذلك شركات الاتصالات في كل من الأردن، قطر، الإمارات وغيرها من الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا.³

وانخفضت عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية في نهاية 2004 إلى 1567 شركة مقابل 1723 شركة مدرجة في نهاية 2003، ويعزي هذا الانخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر الذي بلغ 792 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.⁴

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 122-123.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

وفي عام 2005 واصلت أسواق الأوراق المالية العربية أدائها الجيد، حيث ارتفعت بذلك عدد الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 كانت مدرجة في نهاية 2004، أي بزيادة تقترب 4,08%.¹

وفي العام الموالي فقد شهد تراجع الأداء الكلي للأسواق المالية العربية حيث تراجع حجم نشاط أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة بعام 2005 فقد تراجع عدد الشركات المدرجة فيها الموازاة مع تراجع القيمة السوقية الإجمالية للأسواق العربية.²

رابعاً: أحجام التداول

فيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداول في أسواق المالية العربية بنسبة حقيقية بلغت 0,2% لتبلغ 35,6 مليار دولار سنة 1999 أما عن عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت 25,1% لتبلغ حوالي 11,9 مليار سهم سنة 1999 بعد أن كانت 15,9 مليار سهم في العام الذي قبله.³

ومقارنة مع العام الماضي فقد ارتفعت الأسهم المتداولة عام 2000 بنسبة 2,6% لتبلغ حوالي 36,5 مليار دولار مقارنة مع 35,6 مليار دولار خلال عام 1999 وقد ارتفعت قيمة التعاملات في أربعة أسواق مالية هي: تونس، مصر، السعودية في حين انخفضت في باقي الأسواق.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2000 بنسبة 23,5% ليلعب حوالي 9,1 مليار سهم، ويرجع هذا الانخفاض في شكل 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 القاعدة⁴، وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 143.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

الأسواق المالية العربية خلال عام 2001 بنسبة 16,8% لتبلغ حوالي 42,7% وارتفع بذلك متوسط التداول اليومي لهذه الأسواق إلى 620,5 مليار دولار مقابل 556,6 مليون دولار في سنة 2000، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال العام بنسبة كبيرة ليبلغ 23,5 مليار سهم مقارنة مع 9,1 مليار سهم خلال عام 2000.

وقد نجم هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع عدد الأسهم المتداولة لسوق الكويت إذ ارتفع خلال هذا العام بنسبة كبيرة بلغت 20,8% وتجدر الإشارة إلى أن عدد الأسهم المتداولة في هذا السوق بشكل ما يقارب 88,5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في هذه القاعدة.¹

كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2002 لتبلغ 65,4 مليار دولار أي بزيادة 59,2 مليار من عام 2001، كما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع خلال هذا العام ليبلغ 46,1 مليار سهم بزيادة نسبتها 2% مقارنة مع عام 2001.²

وشهدت أحجام التداول خلال عام 2003 ارتفاعا كبيرا مقارنة بالعام السابق فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية 252,2% لتتبع نحو 230,4 مليار مقابل 65,4 مليار دولار خلال عام 2002 وقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي أعلى ارتفاع مقارنة مع الأسواق الأخرى، إذ بلغت نسبته 41,5% لتبلغ قيمة الأسهم المتداولة في هذا السوق ما يقارب 160 مليار دولار أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية، وفيما يخص عدد الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفع بـ 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

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2003، مرجع سبق ذكره، ص: 18-19.

بلغت نسبته 283,4%¹، أما بالنسبة لعام 2004 فهناك ارتفاعا كبيرا بقيمة الأسهم المتداولة، حيث ارتفعت نسبة 146,6% لتبلغ نحو 568,889 مليار دولار، وفيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض خلال عام 2004 بنسبة 10% ليبلغ 57,629 مليار سهم.²

وهناك ارتفاعا ملحوظا شهدته أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2005، فقد ارتفعت الأسهم المتداولة بنسبة 152,5% لتبلغ حوالي 1434,8 مليار دولار، وسجلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي أعلى ارتفاع نسبته قدرها 703,1 أما بورصة الجزائر فقد انخفضت قيم الأسهم فيها بنسبة 60,4%، وارتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال 2005 بنسبة 94,4 ليبلغ 111 مليار سهم.³

خامس: معدل دوران الأسهم

لقد عرف هذا المعدل في أسواق الأوراق المالية العربية منذ 1994 إلى غاية 1997 تزايد مستمر ليصل إلى 43,9% ثم السنتين الموالتين أصبح هناك انخفاض الذي بلغ 23,86% سنة 1999.⁴

والجدول الموالي يوضح تغيرات معدل دوران الأسهم للأسواق المالية العربية خلال الفترة 1994-1999.

الجدول رقم (03 - 02):

تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1994-1999)

البيان	1994	1995	1996	1997	1998	1999
معدل دوران الأسهم %	14,49	17,71	28,28	43,90	28,92	23,86

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 16-17.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 136-137.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

في عام 2001 ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 28% مما يشير إلى ارتفاع السيولة في إجمالي أسواق الأوراق المالية المشاركة في قاعدة بيانات الصندوق¹، والجدول الموالي يوضح تغيرات معدل دوران الأسهم للأسواق المالية العربية خلال (2000-2001).

الجدول رقم (03 - 03):

تطور معدل دوران الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2001-2000

البيان	2000	2001
معدل دوران الأسهم %	24,66	28,04

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

وفي عام 2002 وصل معد دوران الأسهم إلى 31% حيث ارتفع في سنة دول أسواق عربية من بين الأسواق المشتركة وفي: الكويت، السعودية، مصر، الأردن، لبنان، المغرب، وانخفضت في باقي الأسواق (مسقط، تونس، البحرين)².

وارتفع معدل دوران الأسهم عام 2003 بأكثر من 100% إذ بلغت 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%³.

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 الأسواق، حيث

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2003، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

سجل معدل دوران في الأسهم السعودي أعلى ارتفاع إذ بلغ 154% مما 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 واقتصارها على يوم واحد في الأسبوع.¹

وخلال عام 2005 ارتفع معدل دوران الأسهم في معظم أسواق الأوراق المالية العربية، مسجلاً زيادة إجمالية تقدر بـ 21,74% حيث بلغ 111%²، وفي عام 2006 ارتفع من 111% إلى 189% وسجلت أعلى زيادة في سوق الأسهم السعودي بنسبة 258%.³

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

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبوقة في مؤشراتنا متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008.

أولاً: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 18-19.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

فيما 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

وخلال 2008 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 الأسواق المالية العربية من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق.²

ثانياً: القيمة السوقية

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 بـ 1338 مليار دولار نهاية عام 2007، بنسبة انخفاض 42.5%.³

ثالثاً: عدد الشركات المدرجة

ارتفع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية باستثناء مصر ولبنان، حيث تصدرت سوق الأسهم السعودية قائمة الزيادات بنسبة 25% تليها سوق دبي للأوراق المالية بنسبة 20% والمغرب بنسبة 16%.⁴

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، أبو ظبي، ص: 136.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، أبو ظبي، ص: 130.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

⁴ نفس المرجع، ص: 137.

ومع نهاية عام 2007 قدر إجمالي عدد الشركات المدرجة إلى 1550 شركة، وانخفض العدد إلى 1542 شركة مدرجة في أسواق الأوراق المالية في نهاية عام 2008.¹

رابعاً: أحجام التداول

فيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في تلك الأسواق مقارنة بعام 2006، وتشير البيانات أن سوق مسقط يأتي في المرتبة الأولى بارتفاع يقدر بـ 61.9%، وبلغت قيمة الأسهم المتداولة الإجمالية لعام 2007 نحو 1107.51 مليار دولار.²

أما في عام 2008 فقد انخفضت نسبة 9.9% لتصل في نهاية العام إلى 997.87 مليار دولار أمريكي، 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 تداولها خلال عام 2007. وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية.

وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26.6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.³

خامساً: معدل دوران الأسهم

تراجع هذا المؤشر في الأسواق العربية مجتمعة من 190% في عام 2006 إلى 83% في عام 2007. وتصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفض فيها معدل دوران الأسهم، من 429% عام 2006 إلى 131% عام 2007، ثم بورصة عمان من 73% في عام 2006 إلى 42% في عام 2007، وبورصتي القاهرة، الإسكندرية من

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

52% في عام 2006 إلى 47% في عام 2007، في حين ارتفع هذا المؤشر في سوق الكويت للأوراق المالية من 50% في عام 2006 إلى 100%¹. وفي عام 2008 أتت الأسواق الخليجية الطليعة الرئيسية حيث بلغت سوق الأسهم السعودي بنسبة تقدر بـ 212% وفي دبي 132% أما سوق الكويت للأوراق المالية بلغت نسبته 107%².

المطلب الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2009-2013)

واصلت الأسواق العربية خلال عام 2009 وذلك في الشهر الأول من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من 2008، لتحسن الأوضاع في النصف الثاني من عام 2009، أدى التحسن في أداء الاقتصاديات العربية خلال عام 2010 إلى جانب التحسن الذي شهدته غالبية الأسواق المالية العالمية الناشئة إلى استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي لمؤشرات أسواق المال العربية خلال عام 2010 بصورة عامة، وإن كانت هذه المؤشرات لا تزال بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية العالمية في معظم الأسواق، وذلك على عكس الأسواق المتقدمة والناشئة التي باتت تقرب من مستوياتها لما قبل الأزمة.

وخلال عام 2011 شهدت اضطرابات حادة واصلت من خلالها تعافيتها الذي بدأته هلال النصف الثاني من العام 2010 بعد فترة طويلة من الانخفاض، أما في العام الذي بعده فهناك تحسنا نسبيا سجلته هذه الأسواق خلال الربع الأول من عام 2012 لتعكس بذلك الاتجاه النزولي الذي ساد منتصف العام السابق 2011، والعام المميز لأسواق الأوراق المالية العربية كان عام 2013.

أولاً: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18,1% خلال عام 2009، ليصل إلى 196,3 نقطة في نهاية عام 2009، ويعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة العالمية، وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق العربية خلال عام 2008 وبداية 2009، ولقد كان من الممكن أن يرتفع المؤشر بأعلى من ذلك خلال عام 2009، لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي أثر على أداء البورصات العربية، وخاصة دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من عام 2009، وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 768 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية يوليو 2008 إلى نهاية مارس 2009، أي أكثر قليلا من نصف قيمتها السوقية خلال الفترة (51,3%).¹

وفي عام 2010 ارتفع مؤشر المركب لصندوق النقد العربي 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 شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الأشهر الأخيرة في العام الماضي²، وخلال العام الموالي شهد مؤشر المركب انخفاضا بنحو 11,8% ومع ذلك فإنه وعند مقارنة أداء البورصات العربية أفضل نسبيا من أداء الأسواق الناشئة، كما كان أفضل كذلك من أداء أغلب البورصات العالمية وتحديدًا اليابانية والألمانية، وبذلك باستثناء البورصات الأمريكية البريطانية، وفق للحيز في مؤشر أسعار هذه الأسواق والبورصات.³

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، أبو ظبي، ص: 157-158.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، أبو ظبي، ص: 154.

كما عكس مؤشر المركب لصندوق النقد العربي تلك التطورات في مؤشرات الأسعار وسجل ارتفاعا، كما سبقت الإشارة، حيث شهد خلال عام 2012 بنحو 1,7%¹. كذلك عكس مؤشر المركب تلك التطورات وسجل ارتفاعا كبيرا خلال عام 2013 حيث بلغت في نهاية هذا العام ما نسبته 18,6%، ومع ذلك فإنه وعند مقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء البورصات العربية متماشيا مع أداء الأسواق المالية العالمية، إلا أنه كان أفضل بشكل واضح من أداء الأسواق المالية الناشئة.²

ثانيا: القيمة السوقية

ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية خلال عام 2009 بنسبة 17,3 لتصل إلى 903,4 مليار في نهاية ديسمبر 2009، مقابل 769,6 مليار دولار في 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 الأسعار كل من البحرين والكويت والأردن والمغرب.³

كما ارتفعت 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 إعداد من الأسواق العربية خلال العام.⁴

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، أبو ظبي، ص: 154

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، أبو ظبي، ص: 157.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، ص: 87.

وخلال عام 2011 فقد تراجعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية بنحو 10,3% لتبلغ 864 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2011 لتخسر بذلك هذه البورصات ما مقداره حوالي 103 مليار دولار من قيمتها السوقية، وقد سجلت القيمة السوقية لسوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية أكثر البورصات العربية تراجعا خلال 2001، أما بورصة الدوحة وسوق فلسطين فكانت البورصتين الوحيدتين اللتين استطاعتا أن تحققا أداء جيدا نسبيا.¹ والجدول التالي يوضح تطور أداء الأسواق المالية العربية على صعيد مؤشرات الحجم.

الجدول رقم (03 - 04):

تطور أداء أسواق المال العربية على صعيد مؤشرات الحجم في عام 2011

القيمة السوقية (مليار دولار)		عدد الشركات المدرجة		السوق
2011	2010	2011	2010	
24.21	30.90	247	277	بورصة عمان
71.33	77.08	66	64	سوق ابو ظبي للأوراق المالية

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 153.

49.03	54.69	64	64	سوق دبي المالي
16.59	20.06	49	49	بورصة البحرين
9.65	10.61	57	56	بورصة تونس
338.87	353.40	150	145	السوق المالية السعودية
1.53	3.09	21	19	سوق دمشق للأوراق المالية
26.21	28.31	135	142	سوق مسقط للأوراق المالية
125.60	123.64	42	43	بورصة قطر
2.78	2.45	47	41	بورصة فلسطين
106.27	126.75	214	214	سوق الكويت للأوراق المالية
10.29	12.68	10	10	بورصة بيروت
48.68	84.11	214	213	البورصة المصرية
60.09	69.39	76	74	بورصة الدار البيضاء
894.13	997.15	1392	1411	الاجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 407.

شهد عام 2012 تحسناً في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 4,8% خلال هذا العام لتبلغ نحو 916,4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2012 لتكسب بذلك هذه البورصات ما مقداره 42,3 مليار دولار من قيمتها السوقية، فقد كانت البورصة المصرية وسوق مسقط للأوراق المالية والسوق المالية السعودية أكثر البورصات العربية ارتفاعاً في القيمة السوقية خلال 2012، أما بورصات دمشق والدار البيضاء وعمان والبحرين والكويت وتونس، فقد سجلت القيمة السوقية لها انخفاضاً خلال هذا العام¹ وفي العام الموالي ارتفعت القيمة السوقية بنحو 21% لتبلغ 1138,2 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2013، ولتكسب هذه البورصات ما مقداره 221,7 مليار دولار من قيمتها السوقية، وقد كانت أسواق كل من أبوظبي ودبي والسعودية أكثر البورصات العربية ارتفاعاً من حيث القيمة السوقية خلال 2013، حيث

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2013، مرجع سبق ذكره، ص: 153.

ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 50,5% و 42,5% و 25,2% على التوالي، أما البورصات كل من دمشق وتونس وعمان، فقد سجلت القيمة السوقية لها انخفاضا خلال هذا العام، فقد انخفضت بنحو 18,6%، 4,6% و 3,2% على التوالي.¹

ثالثا: أحجام التداول

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 نحو 35% مقارنة بعام 2008 لتصل القيمة الإجمالية إلى 654 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 998 مليار دولار خلال عام 2008، وشكلت قيم الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر بالإضافة البورصة المصرية ما نسبته 93,9% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية خلال عام 2009.

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 2009.²

وقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393,4 مليار دولار، أي أعلى بنحو 3,2% مقارنة مع القيمة المماثلة عن عام 2010 إلا أنها أقل بشكل واضح من حجم التداول التي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة 2005-2009، وهذا تظهر البيانات تراجع أحجام التداول في البورصات كل من بيروت والكويت ومصر ودبي وعمان، في حين ارتفعت أحجام التداول في السوق المالية السعودية بشكل كبير³ وخلال عام 2012 ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 624,7

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 142.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

مليار دولار، أي أعلى بنحو 58% مقارنة مع القيمة المماثلة عن عام 2011، حيث شهدت سبع بورصات تحسنا في قيمة التداول فيها خلال عام 2012 مقارنة مع العام السابق، وعلى سبيل المثال ارتفعت القيمة التداول في السوق المالية السعودية بنسبة كبيرة بلغت نحو 75,6% في حين تراجعت قيمة التداول في سوق دمشق المالي بنحو 77,8%¹. وبالمقارنة مع القيمة المسجلة بنهاية عام 2012 فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2013 حوالي 534,9 مليار دولار، أي أقل بنحو 90 مليار دولار، حيث أظهرت البيانات انخفاضا في أحجام التداول في خمسة أسواق هي السعودية ومصر وتونس وبيروت ودمشق، في المقابل شهدت البورصات التسعة الأخرى تحسنا في أحجام التداول وهي سوق أبو ظبي ودبي، سوق مسقط، البحرين، الكويت، وعمان، وفلسطين والمغرب وقطر.²

رابعا: معدل دوران الأسهم

فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم فقد كانت سوق الكويت الأنشط 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. وبالمقارنة مع عام 2008 فإن معظم الأسواق المالية العربية شهدت تراجعا في معدلات دوران الأسهم لتعكس بذلك من جهة انخفاض الأسعار خلال العام انعكاسا لتداعيات الأزمة، ومن جهة أخرى انخفاض نشاط التداول في عدد الأسواق³ وقد كانت بورصة الدار البيضاء هي الأنشط بين البورصات العربية، حيث سجلت أعلى معدل لدوران الأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2010 بنسبة 76,5% وبالمقارنة مع عام 2009 فإن معظم الأسواق العربية شهدت تراجعا في معدلات دوران الأسهم، عاكسة بذلك مخاوف المتعاملين من الانكشاف على الأسواق المالية العربية نظرا للتأثيرات الأزمة

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

المالية العالمية من جهة، وتداعيات أزمة ديون شركات دبي من جهة أخرى¹، وكذلك ارتفع معدل دوران الأسهم من 38% في عام 2010 إلى 44% في عام 2011، وباستبعاد السوق المالية السعودية فإن معدل دوران بقية الأسواق مجتمعة يكون قد انخفض وللعام الخامس على التوالي ليصل إلى 15,6% وهو أدنى مستوى لهذه الأسواق خلال عدد من السنوات.²

وفي عام 2012 شهدت معدل دوران الأسهم ليصل إلى معدل 68% وذلك مقارنة 45% من العام الماضي، وقد ساهم في هذا الارتفاع التحسن الكبير في هذا المعدل في السوق السعودية حيث قدر ما نسبته 138% خلال عام 2012 مقارنة نحو 85% في العام السابق، وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن دوران بقية الأسواق العربية مجتمعة عن عام 2012 قد بلغ نحو 19,3% وهو أعلى من المعدل المسجل عن العام الماضي وبالبالغ 15,6%.³

وقد شهد معدل دوران الأسهم تراجعاً ملموساً عن العام 2013 لمجموع البورصات العربية بالمقارنة مع العام السابق، ليصل هذا المعدل نحو 47% مقابل نحو 66% عن العام السابق، إلا أنه لا يزال أعلى من المعدل المسجل خلال عامي 2010 و 2011 ويرجع السبب في ذلك إلى التراجع الكبير لهذا المعدل في السوق المالية السعودية، أما عن بقية الأسواق المالية العربية فقد سجلت أعلى معدل باستبعاد السوق المالية السعودية.⁴

المبحث الثالث: واقع وآفاق أسواق الأوراق المالية العربية

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 143.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

رغم أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية يضيف عليها طابعها المحلي، إلا أنها تعتبر شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم النقاط التالية:

- واقع أسواق الأوراق المالية العربية.

- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية.

- سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية.

المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية لم يعد بوسع الدولة العربية إلا مسايرة هذه الأوضاع ومن بين الجهود المبذولة في هذا الاتجاه تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث قامت أغلب الدول العربية بتطبيق برامج تخصيص واسعة النطاق وأوجدتها ظروفها الاقتصادية المتردية، من ثقل حجم مديونياتها الداخلية والخارجية، وعجز قطاعها العام عن أداء دوره في إحداث تنمية اقتصادية، الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى السعي لإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها.¹

تمكنت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من أن تكون قنوات مهمة لتعبئة الادخارات والتخصيص الكفء للموارد من خلال مساهمتها في تمويل استثمارات المؤسسات الحكومية والخاصة في الأصول المنتجة.

وغالبا ما كان يتم هذا التمويل على شكل قروض مما زاد من مديونية المؤسسات إلى جانب وجود قطاع عام عاجز، ولو نتجو من هذا حتى الدول التي كانت خلال سنوات قليلة مضت تحقق فائض على حاجياتها المحلية، أمام هذا الاتجاه نحو عولمة الأسواق

¹ حسان خيابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد: 06، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004، ص: 07.

المالية وتفاقم المديونية وعزوف الأسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية إعادة النظر في أنظمتها المالية ومن بينهما تطوير أسواقها المالية.¹ ويبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 15 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات للأسواق العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنتظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينيات والثمانينات من القرن الماضي، باستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، تليها بورصة بيروت 1920، وبورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والأردن والكويت ولبنان، وفي عام 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي. أما العقد الأخير من القرن العشرين فقد شهد تطورات ملحوظة في مجال إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، الإمارات، الجزائر.

شهدت البورصات العربية تغيرات وتطورات تختلف من بورصة لأخرى من الأطر التشريعية والقانونية والفنية المنظمة لها بما يحفز ويطور هذه الأسواق، ويأتي في مقدمتها تشريعات متعلقة بقوانين أسواق المالية وقوانين الشركات والبنوك ومدققي الحسابات، وقد قامت معظم البورصات العربية بتطوير نظم الإفصاح وقواعد قيد الأوراق المالية،

¹ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2007-2009)"، شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص ص: 134 - 135.

وتأسيس صناديق الاستثمار، وإدخال نظام التداول الآلي، بالإضافة إلى استحداث أدوات مالية واستثمارية جديدة، ومنح حوافز ضريبية للمستثمرين في الأسواق المالية، وهذا بالإضافة إلى برامج الخصخصة والانفتاح على الاستثمارات والسماح بتداول أسهم الشركات الأجنبية.

عرفت بعض أسواق الأوراق المالية فترات ركود جعلتها تنطلق من الصفر، فمع بداية الستينات وظهور النظام الاشتراكي في مصر غير من مصير البورصة، لقد كان لتحويل المؤسسات الخاصة لملكية الدولة ومحاربة الحد من اعتماد الاقتصاد على القطاع الخاص نتائج سلبية مباشرة وفورية على نشاط البورصة. كما تعرضت بورصة الدار البيضاء للانهايار بسبب هروب رؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب بعد الاستقلال.

وتعرضت بورصة بيروت للانغلاق لمدة ثلاثة عشر سنة بسبب الحرب ليعاد فتحها في سنة 1993، فالملاحظ أن الأسواق التي كان من الممكن أن تكون الأنشط بحكم طول فترة تواجدها لم تتح لها الفرصة أن تعمل بشكل مستمر منذ تاريخ إنشائها.

إذا كانت هذه الأسواق قد تعرضت للانهيارات لأسباب خارجة عن نشاط السوق كتغيير النظام الاقتصادي أو الحروب، فإن سوق الكويت كذلك عرف الركود سنة 1982 وذلك لأسباب داخلية متعلقة بنشاط السوق حيث ظهر سوق موازي للأوراق المالية لسوق الكويت الرسمي وعرف بسوق المناخ. وكان ذلك نتيجة منع الحكومة تأسيس شركات مساهمة جديدة، وعدم السماح لزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، وقد ظهرت بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق الموازي إلى التعامل بالأجل، والتي أخذت في الاتساع بشكل مبالغ فيه وما صاحب ذلك من مضاربات شديدة، وبالتالي برز ما أصطلح عليه أزمة سوق المناخ، وتعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية.

المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية

نظرا لسلسلة وحركة الإصلاحات التي عرفتھا الدول العربية في مجال أسواق الأوراق المالية شهدت هذه الأخيرة تطورات عديدة وهذا من خلال الفترة 1999 - 2003 حيث تمثل مرحلة انتقالية لأسواق الأوراق المالية العربية.

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

1- تطورات الأوراق المالية العربية خلال عام 1999¹: لقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية عام 1999 تطورات عديدة نعرضها في النقاط 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 في هذا الجانب تام في مسقط خلال هذا العام تنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، وهذا 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.

كما تولت بورصة عمان اعتباراً من شهر مارس 1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً وكجهة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي للتداول بالأوراق المالية في الأردن وذلك تطبيقاً لقانون الأوراق المالية الجديد الذي يهدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، مرجع سبق ذكره، ص ص: 123 - 127.

وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي تقوم بفضل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية 1999 ستة أسواق هي: الأردن، مصر، تونس، المغرب، عمان والإمارات العربية المتحدة، في حين تبقى بقية أسواق الأوراق المالية العربية تقوم في نفس الوقت بهذين الدورين معا ومنها الجزائر على سبيل المثال.

2.1. تعزيز الشفافية والإصلاح: وبهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإصلاح 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 المصدر للأوراق المالية وأسماء الأعضاء السوق ومعتمدي المهن، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حرمة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية وفي هذا 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 كما أبرمت معظم هذه الأسواق اتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول ومن أهمها شركة **Bloomiberg** وشركة **Routers**.

ونلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الانترنت وذلك للتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها.

وقد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول يتم تحديثها بشكل يومي بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات، كذلك أهم التشريعات، القوانين المتعلقة بهذه الأسواق، ومن جانب آخر أولت أسواق الأوراق المالية العربية اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح والشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها، بالإضافة إلى التقارير السنوية

التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم شركات المساهمة بتقديم تقارير نصف وربع سنوية، كما تم في عمان إلزام البنوك التجارية بتقديم تقارير شهرية حول أوضاعها المالية.

وألّزمت التعليمات الجديدة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال 1999 شركات الوساطة وشركات صناع السوق بإصدار حساباتها المالية السنوية المدققة خلال ثلاث أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية.

3.1. تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية: فمن الملاحظ خلال 1999 توجه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطور هذا الدور من أجل دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، ويهدف المستثمر المؤسسي في الغالب إلى الاستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، في حين أن المستثمر الفرد يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وأن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، وهذا من شأنه أن يؤثر سلباً على حركة التعامل في البورصة العربية، وفي هذا الجانب عملت السلطات في تونس على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسواق المدرجة في البورصة تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح في حالة تجميد الأموال المودعة لمدة 05 سنوات على الأقل.

وفي مصر تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في السوق المالي، حيث بلغ خلال عام 1999 عدد الشركات المرخص لها بالعمل في مجال سمسرة الأوراق المالية 148 شركة، 21 صندوق استثماري و30 شركة محافظ أوراق مالية و06 شركات تصنيف و28 شركة اكتتاب عام من جانب عام تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدايل الاستثمارية للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار، وتجدر الإشارة إلى أنه يتم تداول وحدات هذه الصناديق في العديد من أسواق الأوراق المالية العربية، بالإضافة إلى ذلك تم خلال عام

1999 تأسيس صناديق استثمارية جديدة في كل من عمان، الأردن، فلسطين تديرها مؤسسات عالمية ومحلية متخصصة، كذلك تم خلال هذا العام إدراج 04 صناديق استثمار جديد في سوق البحرين للأوراق المالية وبذلك يبلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في هذا السوق 34 صندوق تدار من قبل مؤسسات محلية وعربية عالمية.

كما بلغ عدد صناديق الاستثمار المدرجة في بورصة القيم بالدار البيضاء بالمغرب 125 صندوقا في نهاية 1999. أما في تونس تم إحداث 03 صناديق استثمار جديدة ليصبح عدد الصناديق المدرجة في السوق 26 صندوقا.

4.1. **تشجيع الاستثمار الأجنبي:** تجدر الإشارة في هذا الصدد أنه بالإضافة إلى غياب القيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية في كل من مصر، المغرب، الأردن، لبنان، وتعديل نسب التملك في تونس، عمان فقد تم في البحرين خلال 1999 إدخال تعديلات على أحكام قانون الشركات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي في البورصة وذلك برفع نسبة تملك الأسهم في شركات البحرين من قبل مواطني دول مجلس التعاون الخليجي إلى 100% مقارنة مع 49% في السابق ورفع نسبة تملك الأجانب إلى 49% في جميع الشركات المدرجة مقابل 24% سابقا وعلى عدد محدود من الشركات.

وما نتج عن هذه التطورات ما يلي:

- ارتفاع نسبة مساهمة الأجانب في رؤوس الأموال الشركات المدرجة، فقد ارتفعت هذه النسبة لتصل إلى 43.2% في بورصة عمان الأردنية وفي سوق مسقط بلغت 15%.

- من جانب آخر بلغت قيمة مشتريات الأجانب في الأسهم المصرية خلال عام 1999 حوالي 2.6 مليار دولار تمثل حوالي 27% من إجمالي قيمة التعامل.

2. **تطورات في الأسواق المالية العربية خلال عام 2000¹:** وقد شهدت أسواق الأوراق

المالية العربية سنة 2000 تطورات على عدة مستويات هي:

¹صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2001، مرجع سبق ذكره، ص ص: 240 - 241.

- التطورات التشريعية والتنظيمية: في دول الإمارات أقدمت السلطات على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية حيث تم إنشاء هيئة بسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية، وسوقي دبي المالي وأبو ظبي للأوراق المالية كأسواق لتداول الأوراق المالية.
- في الأردن تم وضع قانون الأوراق المالية ولوائحه الداخلية حيز التنفيذ.
- في مصر تم إعداد مشروع قانون جديد لسوق أوراق المالية أكثر شمولية من القانون السابق يهدف إلى إعادة تنظيم مؤسسات السوق وتعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة في المتعاملين.

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 متخصصة 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.

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

3. تطورات أسواق المالية خلال عام 2001¹: عرفت أسواق الأوراق المالية العربية التطورات التالية خلال عام 2001:

1.3. الإطار التشريعي والتنظيمي:

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2002، مرجع سبق ذكره، ص ص: 118 - 122.

- في السعودية تم ترخيص لشركات الوساطة غير المصرفية بالعمل إلى جانب الوسطاء المعتمدين في البورصة.

- في سوق البحرين أعلنت إدارة السوق خلال عام 2001 عن عزمها بتعديل متطلبات الإفصاح من قبل الشركات المدرجة في السوق من خلال توسيع نطاق المعلومات والبيانات المالية وغير المالية وتغييرات في الإدارات العليا الواجب الإفصاح عنها.

- في سوق مسقط للأوراق المالية تم خلال الربع الثالث من عام 2001 تطبيق قواعد جديد لإدراج شركات وذلك في إطار زيادة الإفصاح وتعزيز الشفافية التي تسعى إليه السلطات المعنية لتعريف بالشركات الجديدة لمساعدة المستثمر، على اتخاذ القرار.

- في تونس أدخل مجلس إدارة البورصة في مطلع شهر جويلية 2001 بعض التعديلات عن نسب العمولة سارة المفعول، ففي ما يخص المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار تم خفض نسبة العمولة التي تدفعها كل من البائع والمشتري من 0.10% إلى 0.05%. أما المعاملات التي تفوق قيمتها 50 ألف دينار فقد تم تخفيض نسبة العمولة بنسبة من 0.01% إلى 0.005%.

- في مصر انتهت هيئة سوق المالي خلال الربع الأول من عام 2001 من إعداد الأدلة الإرشادية وذلك لتؤكد من مدى الالتزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح، ونشر القوائم المالية على أساس المعايير المحاسبية المصرية والدولية.

3.2. أنظمة التداول:

- في السعودية أدخل سوق الأسهم السعودي خلال شهر أكتوبر 2001 نظام جديد لتداول الأسهم يعرف باسم تداول ومن خلال هذا النظام تقوم وحدات التداول تابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عملية البيع والشراء.

- في لبنان انتهت إدارة البورصة خلال شهر جوان 2001 العمل بالنظام تداول تثبيت وإحلاله* بنظام تداول المستمر** والذي كانت قد باشرت به بصورة تجريبية في نهاية عام 2000.

3.3. زيادة الأدوات الاستثمارية: في مصر تم استخدام نشاط التوريق العقاري مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم سندات التوريق وتم إضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومن جهة أخرى قامت هيئات سوق المال بإصدار القواعد والضوابط بشأن تصنيف الشركات الراغبة في إصدار سندات أوراق مالية أخرى والتي تشمل الشركات الناشطة في مجال توريق الحقوق المالية.

4.3. عمليات الخصخصة:

- في تونس قررت السلطات المختصة خلال النصف الأول من عام 2001 عرض 10 شركات للبيع كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص.

- في الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار خلال عام 2001 أسهم الشركة للاتصالات عبر الاكتساب العام.

- في لبنان واصلت السلطات المعنية تهيئة الإطار التشريعي والمؤسسي لعملية الخصخصة حيث أقرت قانوناً ينظم قطاع المياه تمهيداً لخصوصته، كما قررت الحكومة تحويل مؤسسة الكهرباء إلى شركة مساهمة وبيع ما بين 15% و 30% من رأسمالها.

4- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2002¹: خلال عام 2002 سجلت

أسواق الأوراق المالية العربية التطورات التالية:

* تداول التثبيت يطلق عليه أيضاً مجموعة التسعير الثابت: هو مجموعة من الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال حلبة التداول يمثل آخر سعر التوازن تأشيرتي عند الافتتاح.

** تداول المستمر أو مجموعة التسعير المستمر: هو مجموعة من الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسات المختلفة.

1.4. الإطار التشريعي والتنظيمي:

- في البحرين أصدرت قانونا جديدا للشركات بمنح صلاحيات أكبر لمؤسسات القطاع الخاص في اتخاذ القرارات الخاصة بالإدماج 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 إدارة الشركات وصلاحيات وزير التجارة والصناعة في إصدار قواعد وشروط انتخاب أعضائها وتعيين مراقب داخلي ومستشار قانوني وفقا للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال.

2.4. أنظمة التداول والمقاصة والتسوية: في هذا المجال بدأت في مصر الهيئة العامة في سوق المال بتطبيق القواعد الجديدة للقيود والشطب الأوراق المالية في بورصتي القاهرة والإسكندرية والتي تتماشى مع معايير المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على سوق المال، ألزمت هذه القواعد جميع الشركات المدرجة في البورصة بضرورة توفيق أوضاعها وفقا لهذه القواعد خلال سنة من بدأ العمل.

3.4. مجال الخصخصة:

- في الأردن قامت السلطات الأردنية بتعويم 26.25 مليون سهم لشركة الاتصالات 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 كما أدت هذه العملية إلى تقليص حصة الحكومة في شركة إلى 37%.

- في البحرين تم في شهر أكتوبر إصدار قانون الخصخصة وفي هذا أكدت الحكومة البحرينية التزامها ببرنامج الخصخصة التدريجي واستخدام عائدات الخصخصة في تمويل إعادة هيكلة الشركات المراد خصصتها.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2003، مرجع سبق ذكره، ص ص: 13 - 17.

- في تونس باعت السلطات التونسية 52% من رأس المال المصرف UIB إلى المصرف الفرنسي "سوسيته جنرال" بمبلغ 102.7 مليار دينار كما وافقت السلطات على بيع 50% من رأس مال الشركة أوراسكوم التونسية إلى الشركة الكويتية الوطنية للاتصالات بمبلغ 113.4 مليون دولار. وبيع 35% من رأس المال بنك الجنوب والتي تمتلك فيه الأغلبية.

5-تطور أسواق الأوراق المالية العربية لعام 2003¹: شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات خلال عام 2003 خاصة في مجال الإفصاح والوساطة كما تواصلت عمليات الخوصصة في البلدان العربية.

1.5 في مجال الإفصاح:في البحرين قامت مؤسسة نقد البحرين باعتماد وتعميم المعايير المطلوب الالتزام بها من قبل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين لأوراق المال عند نشر بياناتها المالية وإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات المتعلقة بأنشطتها.

وفي الاتجاه نفسه يقوم سوق البحرين بنشر أسعار أسهم المدرجة فيه من خلال وسائل الإعلام المتاحة ومنها بث الترابط المتحرك لأسعار الأسهم المتداولة عبر قنوات التلفزيون، وتجد الإشارة إلى أن هذه الخطوة تسبق إليها العديد من الأسواق العربية كالأردن وعمان وغيرها.

2.5. في مجال الوساطة المالية:في قطر تم تعزيز بعض المعايير المتعلقة بالشركات الوساطة المالية حيث تم التوقيع على اتفاقية مع شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات آليا بالنظام التداول في السوق تمكنها من متابعة ومراقبة عملياتها بصورة أكثر دقة.

3.5. في مجال الخوصصة:

¹صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2004، مرجع سبق ذكره، ص ص: 13 - 17.

- في السودان أعلنت وزارة المالية والاقتصاد الوطني عن تنفيذ حملة من السياسات والإجراءات لصالح القطاع الخاص وتقوية الأطر القانونية والمؤسسية والتوسع في برامج خصوصية المؤسسات العامة ورفع كفاءة هيئات وشركات القطاع العام لتلعب دورها في زيادة حجم الإيرادات القومية.

- في البحرين تم التوقيع على العقد الخاص عام 2003 خصوصية قطاع الماء والكهرباء.

ثانياً: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2004-2006)

هناك بعض التطورات الإيجابية التي شهدتها الأسواق المالية العربية خلال هذه الفترة وذلك وفقاً للمجالات التالية:

1. **مجال الإفصاح والشفافية:** قامت الشركات المدرجة في السوق الأولي 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

2. **مجال تقنية المعلومات:** من خلال العمل على تطوير الأسواق المالية العربية تم في مصر التوقيع على اتفاقية بين شركة مصر لتوزيع 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

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

³ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

⁴ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

3. مجال عمليات الخصخصة: قامت السلطات التونسية ببيع ما يعادل 33.5% من رأس مال بنك الجنوب للقطاع الخاص، كما وافقت السلطات السعودية بخصخصة اثنين 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.¹

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

إن الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها استمرت من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح **الذي** 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

قامت السلطات الإشرافية في العديد من الدول العربية بتكثيف جهودها ضمان استقرار قطاعاتها المصرفية وتوفير السيولة اللازمة لأنشطة هذه القطاعات، فبالنسبة للأردن، أقدمت السلطات على تشكيل لجنة عليا لمتابعة تبعات الأزمة المالية، كما تم اتخاذ العديد من الإجراءات الاحترازية، أهمها رفع سقف ضمان الودائع إلى 100% وذلك حتى نهاية عام 2010. وفي البحرين وجه مصرف البحرين المركزي البنوك المحلية بضرورة توزيع أرباح بحدود الأرباح الفعلية المحققة (ليس عن طريق إعادة تقييم الأصول) كذلك وجه المصرف المركزي البنوك بضرورة تنويع أصولها ومراقبة وضع التركزات وخاصة على صعيد العقارات، حيث تم رفع نسبة الوزن الترجيحي إلى 200% بالنسبة للعقارات. وفي السعودية ساهمت الإجراءات والممارسات الاحترازية التي اتخذتها مؤسسة النقد العربي السعودي، قبل الأزمة في تقليل الحاجة لتدخلات موسعة أثناء

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2005، مرجع سبق ذكره، ص ص: 19، 20.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

الأزمة. كما ساهمت تلك الإجراءات بتكوين مخصصات أكثر من كافية تجاه الديون المتعثرة، إلى جانب ما تم اتخاذه خلال عدة سنوات لدعم رؤوس أموال البنوك، وقد ساعد كل ذلك في تخفيف آثار الأزمة.¹

واصلت الهيئات والسلطات الإشرافية العربية خلال عام 2010 جهودها على صعيد تعزيز القدرات الرقابية وأدواتها وتوفير الحماية للمتعاملين. فعلى صعيد تطبيق مبادئ الحوكمة 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، كما أدخل عدد من الهيئات تعديلات على لوائحها بهدف تعزيز جوانب الحماية كما هو الحال في مصر، حيث صدرت مجموعة من الضوابط الجديدة منها ما يتعلق بتنظيم نشاط شركات الاستثمارات المالية. وفي البحرين حرصت البورصة على إدخال المزيد من التيسير في نشاط التداول من خلال تعليمات ميسرة بشأن تداولات الأشخاص الرئيسيين دون الإخلال بمتطلبات الالتزام بالمعايير الرقابية. وفي قطر والمغرب على صعيد تعديل الحدود السعرية إلى جانب الإمارات حيث جرى فتح باب الترخيص للتداول بالهامش.

ومن التطورات الهامة خلال عام 2010 التي اتخذتها هيئات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي في الربع الأخير من عام 2010، الخطوات الأولية على صعيد مشروع نظام موحد لإدراج الأسهم، وتبني لوائح موحدة لإصدار وطرح الأوراق المالية.²

رابعا: تطور أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2011-2013)

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2010، مرجع سبق ذكره، ص: 147.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

سعت السلطات في الدول العربية التي تعرضت إلى اضطرابات وأحداث سياسية خلال عام 2011 إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين استقرار أسواقها وحماية المستثمرين، وقد شملت هذا الإجراءات إيقاف التداول لأيام ووضع ضوابط للتداول للحد من انخفاض الأسعار. وفي المقابل واصلت بعض البورصات العربية الأخرى جهودها خلال عام 2011، لتطوير تشريعاتها وأنظمتها بما يؤهلها للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة ودخول المؤشرات العالمية.

وقد شمل ذلك تعديل بعض التشريعات وتطوير إجراءات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية، وبالإضافة إلى ذلك واصلت هيئات الأوراق المالية في أغلب الدول العربية خلال عام 2011 مساعيها لزيادة التوعية بمفاهيم ومتطلبات الحوكمة السليمة، فعلى صعيد التطورات في الأردن، وبهدف تطوير إجراءات التطوير والإشراف على أعمال شركات الوساطة المالية، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية تقييماً خلال عام 2011 لشركات الوساطة المالية تلزم فيه هذه الشركات بتزويد الهيئات الملاءات المالية بشكل إلكتروني بدلاً من الورقي. أما على صعيد التطورات في الإمارات فقد شهد عام 2011 مواصلة هيئة الأوراق المالية السلع بالتعاون مع سوقي أبو ظبي ودبي جهود تحسين كفاءة هذه الأسواق وتطوير التشريعات والأنظمة المرتبطة بها.

ومن التطورات التنظيمية في المغرب خلال عام 2011 قيام السلطات بتحديد الإجراءات التنظيمية لعمليات إعادة شراء الشركات المساهمة لأسهمها بالبورصة، وتهدف تلك الإجراءات للمساعدة في تنظيم وتنشيط السوق.¹

تركز اهتمام السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق المالي العربية على تحديث وتطوير أسواقها المالية من خلال تعديل تطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية تعديل شروط الخاصة بإدراج وتداول الأوراق المالية بشكل عام. كما احتل موضوع تطبيق ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي حيزاً لا بأس به من اهتمامات هذه

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص ص: 160 - 163.

السلطات، فعلى صعيد التطورات في دولة الإمارات، فقد واصلت هيئة الأوراق المالية والسلع خلال عام 2012 جهودها بالتعاون مع سوقي أبو ظبي ودبي بهدف تحسين كفاءة هذه الأسواق وتطوير التشريعات والأنظمة المرتبطة بها. ومن التطورات المهمة خلال عام 2012، إصدار الهيئة نظاما خاصا بصناديق الاستثمار، والذي من شأنه تعزيز الاستثمار المؤسسي وتعزيز المناخ الاستثماري في الأسواق المحلية واستقطاب استثمارات وسيولة جديدة من جانب آخر، أقر مجلس إدارة الهيئة نظام صانع السوق والذي من شأنه الحفاظ على توازن أسواق المال، كما أصدرت الهيئة أنظمة أخرى أهمها: نظام إقراض وإقراض الأوراق المالية، ونظام بيع الأوراق المالية على المكشوف، ونظام توفير السيولة.¹

عملت السلطات الرقابية والتشريعية الخاصة بأسواق المال العربية خلال عام 2013 على مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية وسعت من خلال تعديل القوانين والأنظمة والتعليمات إلى الارتقاء بأداء الأسواق المالية العربية وتعزيز البيئة الاستثمارية العربية للوصول إلى أسواق مالية تعمل بكفاءة وشفافية عالية وتأمين بيئة آمنة لإصدار وتداول الأوراق المالية، كما امتاز عام 2013 بصدور بعض القواعد الاسترشادية الموحدة لبعض الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربي. وقد لعبت ترقية بعض الأسواق المالية العربية إلى أسواق ناشئة، المحرك الأساسي للسلطات الإشرافية والتنفيذية في هذه الأسواق لتطوير أنظمتها وإجراءاتها التشريعية والتنظيمية.

وقد شملت هذه التعديلات بشكل واضح الحوكمة والإفصاح وإصدار وإدراج وتداول أدوات مالية جديدة، وفق معايير عالمية معتمدة. أما من الناحية التشغيلية واصلت بعض أسواق المال العربية تطويرها وتحديثها لبنيتها التحتية ولأنظمتها التشغيلية الالكترونية مواكبة بذلك أحدث التقنيات المطبقة بالأسواق المالية العالمية وخاصة تلك المتعلقة

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2013، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

بعمليات التداول والرقابة الآنية واللاحقة وعمليات التفاوض والتسوية والإفصاح الالكتروني. ومن أبرز تطورات عام 2013 التي اتخذتها بورصة البحرين، وضع خطة متكاملة بعد توقيع اتفاقية لاستبدال برامج التداول الالكتروني الحالي ببرنامج التداول الجديد (أكستريم) وعملا على إتاحة أطول وقت للمستثمرين للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتوفرة في الشركات المزدوجة الإدراج في الأسواق الخليجية. كما قامت البورصة بزيادة مدة جلسة التداول في بورصة البحرين بمقدار ثلاثون دقيقة، كما قامت بتعديل عملات التداول في البورصة.¹

المطلب الثالث: سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي والتحسن الملحوظ في أداءها، إلا أنها مازالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات والتي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية، ولعل من أهم السلبيات والمعوقات نذكر منها:

1. **معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية:** بالرغم من وجود أسواق منظمة في معظم الدول العربية إلا أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية لا تتماشى مع الواقع الاقتصادي، حيث في كل مرة تقوم السلطات المختصة بإعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو تجديدها كلياً أو جزئياً.

كما أن الأسواق الثانوية لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية والبعض الآخر منظم جزئياً أو غير متكامل.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد 2014، مرجع سبق ذكره، ص ص: 164 - 165.

- وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، كما أن العديد منها لا يزال حديث العهد، ومن بين المعوقات التشريعية والتنظيمية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية نجد:¹
- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة التعاون المشترك بين البورصات العربية.
 - افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة حول حماية صغار المستثمرين.
 - عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجد وطني فقط.
 - عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية لمصادر مالية طويلة الأجل.
 - افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم مثل الشركات الصانعة للسوق.
2. ضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية العربية: بالرغم من التطور الذي حققته أسواق الأوراق المالية العربية، فهي لا تزال ضيقة ومحدودة بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة في عدد 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 الأسواق المالية العربية بما يلي²:
- صغر حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبتها إلى الناتج المالي الإجمالي، ويظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن الذي تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 262.

² محمد الهاشمي، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

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، الجزائر.

- 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.

- ضعف السيولة، ويتضح ذلك من خلال الانخفاض اليومي في عدد العمليات التي تبرم في البورصة، إضافة إلى عدد أيام التداول في السنة، ويرجع التداول أساساً إلى ضعف الادخار وبالتالي ضعف الطلب على الأوراق المالية.

3. **محدودية الأدوات المالية:** بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة فإن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العربية تعتبر محدودة من حيث النوع والعدد، ولا تتناسب مع احتياجات المستثمرين، حيث يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على أدوات مالية تقليدية ومحصورة في معظم الأحيان على الأسهم، إضافة إلى تداول محدود للسندات الحكومية والسندات التي تصدرها الشركات، والتي تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات يشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية، و22% من السوق المغربية، و1% في السوق الأردنية خلال عام 2001، في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبة عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدنمارك عشر أضعاف نسبة تداول الأسهم في عام 2001 (686 مليار دولار للسندات مقابل 72.4 مليار دولار للأسهم).¹

¹ حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

4. قصور أنظمة الإفصاح المالي: تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح، وعدم الشفافية الكاملة للمعلومات المالية المتعلقة، وقلة الإطارات المتخصصة من المحللين الماليين، إضافة إلى قصور الإعلام والصحافة. كما أن التقارير المالية للشركات تظل بعيدة عن الجودة المطلوبة، وتقتصر غالباً على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، وعدم توفر بيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة والاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.¹

خلاصة الفصل الثالث:

نظراً للدور الكبير الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية كأسلوب حديث للتمويل أدركت الدول العربية أهمية انشاء وتطوير مثل هذه الأسواق، إذ استحوذت قضية تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماماً واسعاً من قبل حكومات الدول العربية، إذ تختلف فترة تأسيس

¹ نفس المرجع، ص: 15.

أسواق الأوراق المالية العربية فمنها من نشأ في فترة الاستعمار ومنها من نشأ بعد الاستقلال، كما تختلف من حيث درجة التطور حيث تميز بين البورصات الأكثر نشاطاً مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة مثل بورصة الأردن وتونس، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، وأخرى مازالت في بدايتها، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق.

ونتيجة للتحسن الذي شهدته أسواق الأوراق المالية العربية في أداءها إلا أنه يختلف من فترة إلى أخرى ومن سوق إلى آخر، ويعزى هذا الأداء الجيد إلى التطورات التشريعية والتنظيمية التي عرفت الأسواق المالية العربية خلال فترة (1999-2006) والتي عرفت إصلاحات جوهرية .

وعلى الرغم من استمرار الأداء الجيد خلال عام 2007 فإن أغلب المؤشرات انخفضت ابتداء من منتصف عام 2008 ومنتصف الشهر الأول من عام 2009 نتيجة تأثرها بالأزمة المالية العالمية واستمر في أداءها الجيد خلال الفترة (2010-2013) نتيجة لتخلصها السريع من تأثيرات الأزمة، بالإضافة إلى ذلك فإن هناك عوامل تشكل عوائق تقف أمام النهوض بأسواق الأوراق المالية العربية.

الخاتمة العامة:

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 تمويل متنوع، إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات المالية، كما تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين هما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

وإن الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي عرفها الاقتصاد العالمي تعتبر أحد أسوأ الأزمات ونظراً لعالميتها فقد طالت الأزمة كل دول العالم بما فيها الدول العربية، هذه الأخيرة اختلفت درجة تأثرها من دولة لأخرى حيث أثرت بدرجة كبيرة على الدول ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي الكبيرين المتمثلة في دول الخليج.

فقد امتدت آثار الأزمة المالية العالمية إلى الدول العربية وبدرجات متفاوتة، إذ أن بورصات دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بالأزمة، في حين نجد بعض أسواق الأوراق المالية العربية لم تتعرض للأزمة، ويرجع ذلك إلى قلة عدد الشركات المدرجة وصغر حجم التداول فيها مثل بورصة الجزائر.

1- اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** تعتبر الأزمة المالية عن انهيار شامل للنظام المالي بكل مكوناته، فالأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وبالتالي الأزمة المالية ليست اختلال في النظام المالي بل انهيار شامل له.

- **الفرضية الثانية:** كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على تحقيق أهدافه في تمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير السعر العادل للأوراق المالية المتداولة الذي

يعكس كافة المعلومات المتاحة ولا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من أجل اتخاذ قرار الاستثمار.

- **الفرضية الثالثة:** تأثرت أسواق الأوراق المالية العربية بالأزمة المالية كغيرها من بورصات العالم، ورغم صغر حجمها وقلة التداول بها إلا أنها لم تكن بمنأى عن الأزمة.

2- النتائج المتوصل إليها:

يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث فيما يلي:

- انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع.

- إن تعرض الاقتصاديات وأسواق المال للأزمة المالية الكبيرة يعد أمر لا مفر منه، وهو جزء من الدورة الاقتصادية العالمية، خاصة في ظل النظام الرأسمالي الذي أصبح يعرف بنظام الأزمات.

- غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبية والتقيد الدولية، حيث لا تحتوي المعلومات المنشورة في تقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

- امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول العربية وبدرجات متفاوتة، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي.

- افتقار الكثير من التشريعات لأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين، مما نتج عنه عجز هذه الأسواق عن تقديم الطمأنة الكاملة للمستثمر فيها، والتقلب من أحجام التداول يعني غياب السيولة عند هذه الأسواق في أحيان كثيرة.

3- التوصيات والاقتراحات:

من خلال هذا البحث نحاول اقتراح بعض التوصيات التي نعتقد أنها تساعد الأسواق

المالية العربية على مواجهة ما قد تتعرض من أزمات مالية وتتمثل هذه التوصيات فيما يلي:

- ضرورة عدم السماح لنشوء أسواق موازية في الدول العربية تكون خارج سيطرة الأسواق المالية، نظرا لما تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات المالية.
- وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية.
- أهمية وجود الشركات صانعة السوق في الأسواق المالية لخلق التوازن ومنع حدوث الكوارث المالية فيها.
- ضرورة تعزيز الثقافة وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمن استثمارية داعمة للسوق ومانعة لانهايار أوقات الازمات.
- ضرورة التكنل والتعاون الاقتصادي والمالي بين الأقطار العربية، وتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية والاستعداد والوقاية من حدوث الأزمات.
- تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد عربي على حدى مع محاولة جعل القوانين والاجراءات المستخدمة في كل بلد عربي منسجمة ومتوافقة مع بقية البلدان العربية الأخرى.

4- آفاق البحث:

في الأخير نرجو من الله أننا ومن خلال هذا العمل قد وفقنا في تحقيق الأهداف المسطرة، عسانا أننا حاولنا جاهدين توضيح وتقريب كل جزء ولو بسيط من هذا الموضوع، الذي هو في حقيقة الأمر موضوع مهم لا ينتهي عند مذكرة أو اثنين، بل يتطلب أكثر من ذلك بكثير. ومن هذا المنطلق ارتأينا أن نترك المجال مفتوحا للنقاش والدراسة من خلال اقتراح بعض المواضيع التي تبادرت في أذهاننا أثناء عملنا هذا، نذكر من بينها:

- أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الصناديق السيادية العربية؛
- انعكاسات تقلبات أسعار النفط على أداء الأسواق المالية العربية؛
- كفاءة الأسواق الأوراق المالية العربية في تمويل الاقتصاديات العربية.



قائمة المراجع

I. المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب:

1. ابراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية واصلاح النظام المالية، الدار الجامعة، الاسكندرية، 2009.
2. أرشدي فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004.
3. أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
4. رمزي محمود، الأزمات المالية والاقتصادية في ضوء الرأسمالية والاسلام، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
5. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الاسلامي، 1999.
6. السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والارهاب الدولي، الطبعة الثالثة، مركز القرار للاستثمارات، القاهرة، 2004.
7. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
8. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال التحول للاقتصاد السوق، مؤسسة شباب، الاسكندرية، مصر، 2005.
9. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
10. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

11. عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2002.
12. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
13. عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
14. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
15. عطية فياض، سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1990.
16. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
17. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
18. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
19. محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
20. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للطباعة والنشر، الاسكندرية، 2000.
21. محمود عياصرة ومروان محمد بني أحمد، إدارة الصراع والأزمات وضغوط العمل والتغيير، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
22. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

23. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.
24. منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الاسكندرية، 1999.
25. ناظم نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999.
26. نصيرة بوعون يحيوي، الأزمة المالية العالمية وضرورة اصلاح صندوق النقد الدولي، متيجة للطباعة، الجزائر، 2011.
27. وديع طوروس، مدخل إلى الاقتصاد النقدي، الطبعة الأولى، المؤسسات الحديثة للكتاب، لبنان، 2011.

ثانيا: الأطروحات والرسائل العلمية

أ. أطروحات الدكتوراه:

1. بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
2. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2006.
3. صلاح الدين الشريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "مع امكانية تطبيقا على الجزائر" - ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر 03، 2012.

ب. رسائل الماجستير:

1. حريزي عبد الغاني، آثار التحرير المالي على الاقتصاد الدول العربية -دراسة حالة الجزائر-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة حسبية بن بو علي، الشلف، 2007.
2. الخزرجي ثريا، الأزمة المالية العالمية وأثرها في الاقتصاديات العربية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الادارة والاقتصاد جامعة بغداد، العراق، 2009.
3. دوة محمد، الأزمات المالية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة سعد دحلب، البلدية، 2005.
4. ديش فاطمة الزهراء، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية -الحل المصرفي الاسلامي نموذجا-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2011.
5. عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010.
6. محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية "دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009"، شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
7. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 1997.

ثالثا: المجلات والدوريات

1. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، العدد: 06، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004.

2. شوقي جباري، تداعيات الأزمة المالية على أداء الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة، تونس، الجزائر، مجلة دراسات المحاسبية والمالية، المجلد السابع، العدد: 21، الفصل الرابع، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2012.

رابعا: الملتقيات والمؤتمرات

1. السعيد دراجي، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وآثارها على الاقتصاد العربي، مؤتمر الأزمة المالية العامة والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة قسنطينة، الجزائر، يومي 21-22 أفريل 2009.

2. أمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، أيام 5-6 ماي 2009.

3. دليلة طالب، الأزمة المالية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري، ملتقى الأزمة المالية الاجتماعية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف.

4. صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، مؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة منصور، مصر، 21 أفريل 2009.

5. فرطاس فتيحة، صورية صدقاوي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على العمالة في الوطن العربي، ملتقى دولي حول إستراتيجية الحكومة في القضاء على البطالة وتحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، 15 - 16 نوفمبر 2011.

6. كمال رزيق، حسين توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، مؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 10-11 نوفمبر 2009.

7. محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية أسبابها وجذورها وتداعياتها الاقتصادية، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها عن منظور النظام الاقتصادي العربي والاسلامي، جامعة الجنان، بيروت، يومي 13-14 مارس 2009.
8. يوسف أبو فارة، ملاحم وأسباب الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، الملتقى الدولي بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 08 - 09 ديسمبر 2009.

سادسا: التقارير

1. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000، أبو ظبي.
2. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001، أبو ظبي.
3. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2002، أبو ظبي.
4. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2003، أبو ظبي.
5. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004، أبو ظبي.
6. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2005، أبو ظبي.
7. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2006، أبو ظبي.
8. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، أبو ظبي.
9. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، أبو ظبي.
10. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009، أبو ظبي.
11. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، أبو ظبي.
12. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2011، أبو ظبي.
13. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، أبو ظبي.
14. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2013، أبو ظبي.

15. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2014، أبو ظبي.

16. صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات الأسواق الأوراق المالية العربية، النشرة

الفصلية، العدد: 37، الربع الأول، 2004.

سابعا: المواقع الإلكترونية

1. المركز الجامعي للأبحاث: www.Medadcenter.Com

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
مَنْ جَاءَنَا بِحَسَنَةٍ