وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الدكتور يحي فارس –المدية–
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية
تخصص: الاقتصاد والمالية الدولية

الأفاق المستقبلية لأسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية

دراسة مقارنة لدول: مصر، الأردن والجزائر.

إعداد الطالب:
بهوري نبيل

تحت إشراف:
أ.د .بوفاسة سليمان

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. كمال بن موسى	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة الجزائر 3**	**رئيسًا**
أ.د. بوفاسة سليمان	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة المدية**	**مقررًا ومشرفًا**
د. بن عناية جلول	**أستاذ محاضر أ**	**جامعة خميس مليانة**	**عضوًا**
د. ناصر المهدي	**أستاذ محاضر أ**	**جامعة خميس مليانة**	**عضوًا**
د.عماد غزازي	**أستاذ محاضر أ**	**جامعة المدية**	**عضوًا**
د.يوسفي عاشور	**أستاذ محاضر أ**	**جامعة المدية**	**عضوًا**

السنة الجامعية:2016-2017

الإهداء:

إلى من ربياني صغيرا أمي وأبي

حفظهما الله وأطال في عمرهما.....

إلى الإخوة والأصدقاء كل باسمه.

شكر وتقدير

بعد الانتهاء بعون الله تعالى أتوجه بالحمد والشكر لله على نعمه وفضله.

كما يطيب لي أن أتقدم بخالص الشكر إلى الأستاذ المشرف

الأستاذ الدكتور بوفاسة سليمان

لما بذله من جهود وملاحظاته لي وببالغ الاعتزاز أسجل شكري وتقديري إلى زملائي في الدراسة.

كما أتوجه بالشكر لكل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

الملخص:

تكتسي أسواق الأوراق المالية أهمية خاصة نظًرا لما تضطلع به من وظائف وما تزاوله من نشاط حيث يتم من خلالها يتم تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة من أجل دفع عملية التنمية.

وقد تطور مفهوم الأزمة ليأخذ جوانب ومتعددة بصورة لافتة خلال السنوات الأخيرة، وهذا راجع إلى كثرة الأزمات وتكرار حدوثها، ونظرا لتزايد شدة هذه الأزمات وتكرارها يجدر بنا البحث عن أنواع السياسات والترتيبات التي يمكن أن تجعل الأسواق الناشئة أقل عرضة للتأثر بالتدفقات المفاجئة في حركة رؤوس الأموال، والواقع أن ضخامة تراجع تدفقات رؤوس الأموال هي الدليل الأساسي على أن مشكلات القطاع المالي قد عمقت وأطالت أمد هذه الأزمات، ثم نتطرق إلى دور المؤسسات المالية الدولية في مواجهة الأزمات المالية، لنكشف عن مدى قدرة هذه المؤسسات في مواجهة هذه الأزمات في المستقبل، ونتطرق لأهم الأزمات المالية التي عرفتها إقتصاديات العالم وسنحاول إيجاد حلول لها ويجب لكي نجد الحلول أولا نتعرف على أساس تلك الأزمة وهي الأسباب لمؤدية لها، وإلى سياسات تجنب ومنع والتحوط ضد الأزمات المالية في المستقبل.

وحاولت الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بمستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية ونتناول واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وتطورها وأدائها خلال الفترة (2006-2015) وإلى التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة وأهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه التكامل بين الأسواق المالية العربية في تعبئة المدخرات العربية طويلة الأجل، وتوظيفها على مستوى الوطن العربي مما يسهم بدوره في تحقيق الانتعاش الاقتصادي العربي ومجابهة التحديات المستقبلية.

وللتعمق في الدراسة قمنا بدراسة مقارنة لثلاثة أسواق مالية عربية لكل من مصر والأردن والجزائر باعتبارها من الأسواق الناشئة نظرا لتواجدها في دول في طريق النمو، إلا أن درجة تقدمها تعد متفاوتة فيما بينها وذلك راجع إلى عدة عوامل ومعطيات ومن ثمة إجراء مقارنة بين أداء بورصات كل من مصر الأردن والجزائر وتزامنت فترة الدراسة(2006-2015) مع الأزمة المالية العالمية التي سنحاول إبراز أثارها على بورصات الدول محل الدراسة وكذا سياسات وإجراءات المتبعة من طرف هذه الدول لتقليل حدتها وتجنب أثارها، وعرض لأدائها، ونعرض تطور بعض المؤشرات الإقتصادية الكلية فيها، وتقييم أداء أسواق الأوراق المالية في الدول المذكورة، وكان ذلك على سبيل المقارنة وبإستخدام بعض المؤشرات الإحصائية والأدوات القياسية، لتوضيح حجم التباينات الموجودة بين الدول الثلاث فيما يخص المحددات المذكورة، مع توضيح أهم السبل والطرق التي اعتمدتها السلطات في هذه الدول لتفعيل أسواقها المالية.

الكلمات الدالة: أسواق الأوراق المالية العربية، الأزمات المالية، تفعيل، مستقبل.

Résumé:
Les bourses procèdent une importance particulier en raison de leurs fonctions et de l'activité exercée, ou par lequel ils sont regroupées les conflits et les orienté vers les investissements appropriés pour avancer le processus de développement.
Le concept de la crise a évolué d'une façon remarquable dans les dernières années a cause du grand nombre des crises et de sont récurrences et a cause de l'augmentation de ces crise et de leurs récurrences. Nous somme obligés de chercher les procédures et les arrangements qui peuvent rendre le marché émergent vulnérable aux flux inattendus au mouvement des capitaux.
La basse des flux des capitaux c'est la preuve essentielles que les problèmes des secteurs financières ont approfondi et prolongé la durée de ces crises .ensuite nous abordons le rôle des institutions pour divulguer la capacité de ces institutions face a ces crise ou futur.
Et nous abordons aux essentielles crises financières, que les économies du monde les connu et on va essayer de les trouver des solutions, et pour trouver des solutions nous devons d'abord connaître le base de source de cette crise sont établis la crise et les Monier d'éviter et prévenir les hausses contre les crises financiers au futur.
L'étude a essayé de traiter la problématique qui concerne le futur des bourses arabes au période des crises financières mondiales qui traitent la réalité des bourses dans les payes arabes, ainsi au leur développement et leur performance entre la période (2006-2015) et au défis et les risques au futur a l'importance du rôle que l'intégration entre les bourses arabes peut le jouer dans l'épargne arabe à long terme et leur emploi dans le monde arabe et relever les futur défis.
Pour approfondir l'étude nous avons effectué une étude comparative de trois bourse arabes pour l'Égypte, la Jordanie et l'Algérie, que sont des Marchés émergents parce qu'ils lient aux payés en vois de croissance, leur degré de progression varie selon plusieurs facture et donné.pui faire une comparaison entre la performance des bourses de l'Égypte, la Jordanie et l'Algérie La période d'étude (2006-2015) et liée avec la crise financière mondiale, que nous allons essayer de mettre en évidence ces effets sur les bourses des pays motionnés ainsi que les procédures suives par ces pays pour luttée sa gravité et éviter leurs effets et présenter leur performance et on va présenter le développent quelque indices économiques et évaluer le performance des bourses dans les pays motionné. Grâce a la comparaison et l'utilisations da quelque indicateur statistique et les outils standard pour présenté les déférences ente les trois pays avec la clarification des plus importantes Les moyens adoptés par les autorités de ces pays pour motiver leurs bourses.
Mots clés: les bourses arabes, crises financières, motivé, futur.

فهرس المحتويات

كلمة شكر	
إهداء	
الملخص	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
المقدمة العامة	ا-ح
الفصل الأول: الإطار النظري الأسواق الأوراق المالية	
تمهيد	02
المبحث الأول: الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية	03
المطلب الأول: طبيعة وأهمية السوق المالية	03
المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وخصائصها	05
المطلب الثالث: العناصر اللازمة لنجاح السوق المالية ووظائفها	09
المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية	11
المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها	11
المطلب الثاني: أنواع أسواق الأوراق المالية	13
المطلب الثالث: الوظائف الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية	21
المطلب الرابع: أنواع أسواق الأوراق المالية وطريقة عملها	25
المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وخصائصها	34
المطلب الأول: الأسهم	34
المطلب الثاني: السندات	37
المطلب الثالث: المشتقات المالية	41
المطلب الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولتها	47
المطلب الخامس: آلية حركة الأسعار في ظل السوق الكفء للأوراق المالية	51
المبحث الرابع: الاستثمار في الأوراق المالية	53
المطلب الأول: تعريف الإستثمار	53

المطلب الثاني: المحفظة الإستثمارية	56
المطلب الثالث: التوظيف المالي الأمثل في سوق الأوراق المالية	57
المطلب الرابع: مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية	58
المبحث الخامس: مؤشرات أسواق الأوراق المالية	61
المطلب الأول: تعريف وطبيعة مؤشرات الأوراق المالية	61
المطلب الثاني: أنواع المؤشرات وأهمية إستخدامها	62
المطلب الثالث: طرق حساب المؤشرات وأهم المؤشرات البورصية	64
خلاصة الفصل الأول	67
الفصل الثاني: الأزمات المالية وأثارها على أسواق الأوراق المالية	
تمهيد	69
المبحث الأول: التأصيل النظري والمفاهيمي للأزمات المالية	70
المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية وأنواعها	70
المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية وأثارها	73
المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية	77
المطلب الرابع: قنوات إنتشار الأزمات المالية	79
المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية وأثارها	81
المطلب الأول: تاريخ الأزمات المالية	81
المطلب الثاني: عرض لأهم الأزمات المالية العالمية	85
المطلب الثالث: الدروس المستفادة للدول العربية من أزمات الأسواق الناشئة	107
المبحث الثالث: مؤشرات الحيطة وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات	109
المطلب الأول: المؤشرات الإقتصادية على إمكانية حدوث الأزمات المالية	109
المطلب الثاني: مفهوم وأهمية مؤشرات الحيطة	112
المطلب الثالث: مؤشرات الإقتصاد الكلي وتأثيرها على النظام المالي	117
المطلب الرابع: آليات تنبؤ صندوق النقد الدولي بالأزمات المالية	118
المبحث الرابع: سياسات تجنب الأزمات المالية والتحوط منها مستقبلا	124
المطلب الأول: إجراءات منع الأزمات المالية في المستقبل	124
المطلب الثاني: برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمات المالية	127

المطلب الثالث: سياسات تجنب والتحوط ضد الأزمات المالية	130
خلاصة الفصل الثاني	136
الفصل الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية الواقع، العقبات والآفاق المستقبلية	
تمهيد	138
المبحث الأول: الوضعية الراهنة لأسواق الأوراق المالية العربية	139
المطلب الأول: الخصائص الأساسية والسمات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية	139
المطلب الثاني: أهمية وجود وإنشاء أسواق مالية في الدول العربية	143
المبحث الثاني: السوق المالية العربية المشتركة ومعوقات إقامتها	145
المطلب الأول: نشأة السوق المالية العربية المشتركة	145
المطلب الثاني: معوقات إقامة السوق المالية العربية المشتركة ومتطلبات التكامل فيما بينها	146
المطلب الثالث: إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية ونتائجها	149
المطلب الرابع: العقبات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات العمل فيها	153
المبحث الثالث: التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية	156
المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية والتحديات المحيطة بها	156
المطلب الثاني: المخاطر المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية	159
المطلب الثالث: سبل مواجهة تحديات الأسواق المالية في البلدان العربية	162
المبحث الرابع: أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات التحرير المالي	164
المطلب الأول: تعريف التحرير المالي	164
المطلب الثاني: العلاقة بين التحرير المالي وحدوث الأزمات المالية	166
المطلب الثالث: تحديات الدول النامية في مواجهة التحرير المالي وتحرير تجارة الخدمات المالية	169
المطلب الرابع: مؤسسات التمويل الإقليمية في الدول العربية	179
المبحث الخامس: أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومؤشراتها خلال الفترة(2006-2015)	185
المطلب الأول: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية	185
المطلب الثاني: فعالية أسواق الأوراق المالية العربية	192
المطلب الثالث: معوقات عدم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وأسباب تذبذب أداءها	195
المبحث السادس: جهود تطوير أسواق الأوراق المالية العربية	197
المطلب الأول: الإصلاحات في المجال الاقتصادي	197

المطلب الثاني: دور صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية	200
المطلب الثالث: الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية في المستقبل	201
المطلب الرابع: الأفاق المستقبلية للتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيل التعاون	206
خلاصة الفصل الثالث	213
الفصل الرابع: نحو تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية – دراسة مقارنة بين مصر، الأردن والجزائر 2006-2015-	
تمهيد	215
المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في مصر	216
المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور سوق الأوراق المالية المصرية	216
المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للبورصة المصرية وشروط الإدراج فيها	221
المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقييم سوق الأوراق المصرية خلال الفترة(2006-2015)	225
المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية سوق الأوراق المالية في مصر	233
المبحث الثاني: بورصة عمان	237
المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور بورصة عمان	237
المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة عمان وشروط الإدراج فيها	240
المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقييم أداء بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	245
المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية بورصة عمان	251
المبحث الثالث: بورصة الجزائر	255
المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور بورصة الجزائر	255
المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها	259
المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقيم بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)	264
المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية بورصة الجزائر	270
المبحث الرابع: المقارنة لأداء سوق الأوراق المالية في مصر، الأردن والجزائر	277
المطلب الأول: رأس المال السوقي(القيمة السوقية)	277
المطلب الثاني: حجم وقيمة التداول	280
المطلب الثالث: عدد الشركات المدرجة	281
المطلب الرابع: معدل دوران الأسهم	282
المبحث الخامس: الرؤية المستقبلية لأسواق الأوراق المالية لدول مصر، الأردن والجزائر	284

المطلب الأول: سبل التطوير في مجال المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي	284
المطلب الثاني: التعريف بفرص ومزايا الإستثمار المالي في أسواق الأوراق المالية	285
المطلب الثالث: سبل التطوير في مجال تنشيط سوق الأسهم والسندات	285
المطلب الرابع: سبل التطوير في مجال تنشيط الاقتصاد الوطني لخدمة سوق الأوراق المالية	286
خلاصة الفصل الرابع	287
الخاتمة العامة	289
قائمة المراجع	297

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
1	أهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية	20
2	الخصائص المختلفة للأنواع الأوراق المالية	41
3	عرض أولى الأزمات: (1637-1720-1797)	82
4	عرض أزمات القرن التاسع عشر: (1810-1819-1836-1873)	82
5	عرض أزمات القرن العشرين: (1929-1974-1979)	83
6	أزمات ثمانينات القرن العشرين: (1982-1985-1987)	83
7	عرض أزمات تسعينيات القرن العشرين: (1990-1992-1994-1997-1998)	84
8	عرض أزمات الألفية الثالثة: (2000-2001-2008)	84
9	نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وبورصات مجموعة العشرين أثناء انعقاد قمتها سنة 2008	97
10	المؤشرات الإقتصادية للتعرض للأزمات المالية	110
11	مؤشرات الحيطة الكلية	113-115
12	برامج اختبار الإجهاد في إدارة المخاطر واختبار السلامة المالية	129
13	التدفقات المالية الخارجية الخاصة إلى الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة الأخرى(2006-2015)	176
14	أداء أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2006 -2015)	187
15	تطور معدل رأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية المصرية للفترة (2006-2015)	226
16	تطور حجم وقيمة التداول للبورصة المصرية خلال الفترة (2006-2015)	228
17	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (2006-2015)	231
18	تطور معدل الدوران في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2006-2015)	232
19	تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	246
20	قيمة التداول في السوق الثانوية في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	247
21	أحجام وقيمة التداول في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	248
22	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	249
23	تطور معدل دوران الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)	250
24	تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)	265

25	تطور حجم التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة(2006-2015)	266
26	حجم وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)	267
27	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)	268
28	تطور معدل دوران الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)	269

قائمة الأشكال:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
1	مكونات أسواق المال	08
2	العلاقة بين السوق الأولي والمتعاملين الاقتصاديين	14
3	الأسواق الأولية	15
4	الأسواق الثانوية	16
5	الهيكل العام لسوق الأوراق المالية	17
6	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما	19
7	شروط إقامة سوق فعال للأوراق المالية	24
8	الأبعاد الثلاثة المحيطة بعملية الاستثمار	54
9	قنوات انتشار الأزمات المالية	80
10	الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق المال	193
11	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية بمصر	224
12	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	245
13	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	257

يعتبر نشاط أسواق الأوراق المالية مرآة تعكس حيوية الاقتصاديات الرأسمالية، ومؤشرا للتغيرات الاقتصادية والمالية والاضطرابات التي تشهدها دول العالم، ويمثل اتجاه الأسعار في البورصة (سوق الأوراق المالية) مؤشر لبداية انتعاش أو ركود اقتصادي عالمي أو أزمات مالية عالمية، وتعد الأزمات المالية سمة ملازمة لإقتصاديات السوق وهي تحتل بذلك بإختلاف مصادرها مركزا هاما في دراسات وأبحاث الإقتصاديين وهذا نظرا للآثار السلبية التي تخلفها في الإقتصاد، حيث أن توجه معظم الدول نحو التحرير المالي العالمي وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال في ظل النظام العالمي الجديد الذي أعطى ديناميكية أكبر لعمل الأسواق المالية، وهو ما يجعل فرص تعرض أسواق هذه لأزمات مالية كبيرة نظرا لسرعة انتقالها وارتباط الأسواق المالية الدولية ببعضها البعض، وتعرضت العديد من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء للعديد من الأزمات المالية في العقود الماضية مثل أزمة الكساد العظيم سنة 1929 إلى أزمة جنوب شرق آسيا1997 إلى الأزمة المالية العالمية الأخيرة(أزمة الرهن العقاري2008)، وترجع أهم أسباب هذه السلسلة من الأزمات إلى اضطرابات في أسعار الصرف وتدفقات رؤوس الأموال وتشوهات النظام المصرفي، ونظرا للآثار السلبية التي خلفتها هذه الأزمات وهو ما يدل على الترابط الوثيق بين اقتصاديات العالم ككل، إلا أنها لفتت أنظار الدول والحكومات لإجراء إصلاحات عميقة للهيكل المالي والبنكي تفاديا لحدوثها مستقبلا ومحاولة منع انتشارها إلى الدول الأخرى، ولهذا فإن مجابهة تحدياتها يتطلب تكاتف الجهود الدولية لإعادة النظر في النظام النقدي والمالي العالمي الحالي.

وقد تسارعت حدة الأزمات المالية الأخيرة أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية، إلى حد وقفت المنظمات المالية الدولية عاجزة عن إيجاد حلول جذرية لهذه الأزمات والإنذار المبكر بإمكانية حدوثها في ظل العولمة المالية ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال، وهو ما أثار شكوكا حول قدرة الدول على تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، ومنع أسباب حدوث الأزمات المالية وحصر انعكاساتها في حدود ضيقة منعا لانتقالها إلى دول أخرى والتي أصبح تكرار حدوثها ظاهرة مقلقة ومثيرة للجدل إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولا نامية وأخرى متقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي العالمي الذي تشهده هذه الدول واندماجها في منظمة التجارة العالمية، وكيف يمكن تحقيق حماية أكثر لأسواق الأوراق المالية الدولية والعربية.

أهمية البحث:

تظهر أهمية البحث من خلال محاولة التعرف على ماهية الأزمات المالية، وتبيان ما إذا كانت الدول التي تمتلك خصائصا متشابهة وتواجه ظروفا متماثلة يمكن أن تتعرض لإمكانية حدوث أزمات مالية أو انتقال آثارها من دول أخرى مثل ما هو الحال في اقتصاديات الدول العربية، وتحديد مدى استعداد الدول العربية للحد من الآثار السلبية للأزمات المالية على اقتصادياتها، وتحديد الآثار الملموسة التي تتركها الأزمة المالية على صعيد الإقتصاد المالي والإقتصاد الحقيقي، وحتى على المستوى الإجتماعي، ويعتبر البحث في موضوع الأزمات المالية من المحاور التي تم دراستها على مدار سنوات طويلة في الكثير من كتب النظرية الإقتصادية، وهو ما أظهر أن كل محاولات الحلول لم تخرج عن إطار الحلول المؤقتة نظرا لأنها حلول تعزى إلى الفكر الوضعي.

أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إثراء وتعميق المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية وإبراز مكانة وأهمية أسواق الأوراق المالية في المجال الاقتصادي وإلى تحديد مفهوم شامل للأزمة المالية التي تعرضت لها العديد من الدول خلال فترات زمنية مختلفة وتحديد أهم الآثار الإقتصادية والمالية المترتبة عن الانفتاح المالي العالمي، وإبراز أهم الفرص الممنوحة للدول النامية والدول العربية وكيفية الإستفادة منها، وتحليل العوامل والمؤشرات التي يجب أن تؤخذ في الحسبان لكي تكون بمثابة جهاز للإنذار المبكر للتنبؤ بحدوث الأزمات المالية مع التركيز على الأزمات المالية التي كان لها تأثيرا مباشرا على أسواق الأوراق المالية العربية كالأزمة الأسيوية والأزمة المالية العالمية الأخيرة، كما يهدف البحث إلى محاولة الإستفادة من تجارب الدول التي شهت أزمات مالية سابقة وتقديم بعض الحلول والبدائل الممكنة لتفادي الآثار السلبية للازمات المالية ومحاولة البحث عن أنجح السياسات لمحاولة تفادي حدوث الأزمات المالية في المستقبل وإدارتها بفعالية في حالة حدوثها، والخروج ببعض التوصيات التي تسمح بتطوير سوق الأوراق المالية التي يمكن الأخذ بها والتي يمكن أن تقلل من حدة الأزمات المالية وآثارها في الدول المتقدمة والدول المتخلفة بشكل عام والدول العربية بشكل خاص والتي كانت سببا في تأخر الدول العربية للنهوض باقتصادياتها.

كما نهدف من خلال هذا البحث إلى توضيح مكانة ودور الأسواق المالية في إقتصاديات الدول العربية لدول مصر، الأردن والجزائر، وتشخيص أهم العقبات العراقيل التي تواجه سوق الأوراق المالية بالدول العربية، والوقوف على النقائص التي جعلت الأسواق المالية في الدول العربية لم تتبوأ المكانة اللائقة بها.

الإشكالية الرئيسية:

بناء على ما سبق يمكننا التساؤل الرئيسي التالي:

- **ما هو مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية؟**

الأسئلة الفرعية:

من أجل المعالجة الدقيقة والمفصلة لهذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الفرعية الموالية:

1. ماذا يقصد بالأزمات المالية؟ وما هي أهم الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي ؟
2. ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العربية، وما هي أهم التحديات التي تواجهها؟
3. ما هي الدروس والعبر التي يمكن استخلاصها من الأزمات السابقة؟ هل أعدت الدول العربية نفسها لمواجهة تحديات الأزمات المالية؟ وما هي مختلف الحلول والبدائل الممكنة والمقترحة لتفادي سلبيات الأزمات المالية؟
4. ما هي المعوقات التي تحول دون تطوير أسواق الأوراق المالية لدول (مصر، الأردن والجزائر) ؟ وكيف يمكن تجاوز هذه المعوقات في المستقبل؟

الفرضيات:

كإجابة مبدئية على التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات الموالية:

1.الأزمات المالية ظواهر اقتصادية ناتجة عن عدم استقرار مجمل المتغيرات المالية(حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، الودائع المصرفية، سعر الصرف...) وكل أزمة تختلف عن غيرها استنادا إلى الأسباب التي أدت إلى حدوثها.

2.إن انفتاح أسواق الأوراق المالية العربية بفعل العولمة المالية على الأسواق المالية العالمية ترتب عليه زيادة المنافسة بين الأسواق المختلفة وهو ما تسبب بخسائر كبيرة على أسواق الأوراق المالية العربية وهو ما زاد من إمكانية حدوث وانتقال عدوى الأزمات المالية.

3.أسواق الأوراق المالية العربية لازالت فتية وغير راقية وبالتالي ليس بمقدورها مجابهة تحديات الأزمات المالية ولا زالت تعاني من بعض التأخر مقارنة بنظيراتها في الدول النامية وذلك لعدم توفرها على كافة الشروط التي تسمح بتفعيلها.

4.هناك عدة آليات وسبل لتطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية في دول مصر، الأردن والجزائر.

أسباب اختيار الموضوع:

-سبب شخصي يتمثل في اهتمام الطالب بدراسة هذا النوع من المواضيع، بالإضافة إلى أنني قدمت مذكرة ماجستير في نفس المجال بعنوان "واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها"، ويعتبر هذا الموضوع ضمن مجال تخصص الطالب سواء في الليسانس أو الماجستير والدكتوراه.

-أسباب موضوعية: وتتمثل في الظروف الإقتصادية التي تشهدها دول العالم بسبب إفرازات العولمة المالية وعمليات التحرير المالي الدولي وحدوث عدد كبير من الأزمات المالية خلال السنوات الأخيرة الماضية وانتقال أثارها إلى الدول العربية.

-تزويد المكتبات العربية بمرجع جديد في مجال أسواق الأوراق المالية العربية والأزمات المالية خصوصا، والذي يمكن اعتباره أحد أهم مواضيع الساعة والذي طرح نفسه بشدة في الآونة الأخيرة، والذي يمكن أن يفيد الطلبة للقيام بمختلف بحوثهم وأعمالهم الدراسية والأساتذة والباحثين في هذا المجال لتوسيع معارفهم، والمساهمة في إثراء المكتبة الجزائرية بهذا العمل المتواضع.

حدود البحث:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة المواضيع ذات الصلة به من قريب أو بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه ومعالجتها بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المكان أو الزمان أو حتى المحتوى، لهذا ستكون الدراسة مركزة على جانب أسواق الأوراق المالية أو "البورصة" أي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل رسمي في الدول العربية وأهميتها في اقتصاديات هذه الدول وأثر الأزمات المالية على هذه الأسواق وكذا أفاقها ومستقبلها في ظل تحديات القرن الحادي والعشرون، أما الجانب الزماني للدراسة فهو محدد من خلال الفترة(2006-2015) ، وهي الفترة التي تكون فيها قد إكتمل فيها تأسيس معظم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، ولتوفرنا على المعطيات والبيانات الخاصة بهذه

الفترة، دون التطرق للأسواق الأخرى لصعوبة الحصول على بيانات متكاملة ومتناسقة مع هدف البحث، وبداية ظهور حدة وأثار الأزمات المالية بصورة كبيرة وبالإضافة إلى تزامن فترة الدراسة مع ثاني أكبر أزمة مالية عرفها الاقتصاد العالمي من حيث المدى والآثار التي تركتها بعد أزمة 1929 وهي أزمة الرهن العقاري(2008) التي أصبحت فيما بعد إلى أزمة مالية عالمية، والهدف من الرجوع إلى فترة التسعينيات من القرن الماضي هو توضيح بعض القضايا في سياقها التاريخي وذلك من أجل فهم أفضل.

المنهج المستخدم:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وتحقيق أهداف البحث تم استخدام المنهج الاستنباطي وأداته التوصيف من خلال استعراض أهم ومختلف المفاهيم المتعلقة بالجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية والمتعلقة بالأزمات المالية وكذا الإصلاحات التي رصدتها الدول العربية، كما استخدمنا المنهج الاستقرائي وأداته التحليل بغرض تحليل بعض المعطيات والإحصائيات المتعلقة بالأزمات وأثارها، بينما تمت الإستعانة في الفصل الرابع بأسلوب دراسة مقارنة كأداة من أدوات المنهجية وظفت لمقارنة عينة من ثلاث بورصات هي: بورصة مصر، الأردن والجزائر.

الدراسات السابقة:

-أطروحة دكتوراه دولة مقدمة من طرف الطالبة سامية زيطاري بعنوان"**ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية**"، بكلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة2004 فرع الاقتصاد القياسي، حيث دارت إشكالية البحث حول دراسة تطور أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ومقارنتها مع عينة من الأسواق الناشئة والمتطورة، وقد تم تقسيم البحث إلى جزئين الجزء الأول نظري والثاني تطبيقي، فقد خصص الجزء الأول النظري للتعريف بأسواق الأوراق المالية بشكل عام وبالأسواق الناشئة والعربية، بينما خصص الجزء الثاني لدراسة أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة وذلك من حيث فعاليتها، تذبذبها واندماجها مع بعضها البعض ومع الأسواق المتطورة والناشئة.

-أطروحة دكتوراه مقدمة من طرف الطالب بوكساني رشيد بعنوان "**معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**"، بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، حيث كانت إشكالية هذا البحث حول أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية والمتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وقسم الباحث أطروحته إلى بابين تضمن الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية وقسمه إلى ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، والثاني تضمن كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية واثر العولمة عليها، أما الفصل الثالث فتناول فيه أسواق الأوراق المالية في كل من الدول المتقدمة والناشئة، أما الباب الثاني من الرسالة فقد تطرق فيه الباحث إلى واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها وتم تقسيمه إلى ثلاثة فصول تضمن الفصل الأول واقع أسواق الأوراق المالية العربية وفي الفصل الثاني إلى أهم العقبات التي تعترض الأسواق المالية العربية، أما في الفصل الثالث فقد تطرق فيه الباحث إلى آليات تطوير وترابط أسواق الأوراق المالية العربية، وقد تمت الدراسة خلال الفترة (1999-2003).

– أطروحة دكتوراه مقدمة من طرف الطالب وليد أحمد الصافي بعنوان" **الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق**"، مقدمة بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة 2003 حيث دارت إشكالية الأطروحة حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقع؟ وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تستطيع ليس فقط من استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، ومنافسة أسواق المال الناشئة في هذا المضمار؟

وما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال لعبه من أجل تنشئ الأسواق المالية العربية؟

وقد قسم الباحث الأطروحة إلى خمسة فصول رئيسية: حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني تناول فيه المراكز المالية الدولية حيث تعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات ومستحدثات الأسواق من الأدوات المالية، وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية، ثم في الفصل الرابع تناول فيه واقع الأسواق المالية العربية، والفصل الخامس والأخير الذي جاء بعنوان بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية، وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحققه وأن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات.

– أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الإقتصادية بعنوان" **شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر**" مقدمة من طرف الطالب جمال الدين سحنون، تخصص النقود والمالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر(2007-2008) ، حيث دارت إشكالية الأطروحة حول: ما هي أهم الشروط التي تسمح ببروز سوق الأوراق المالية؟ وما مدى تطبيقها في كل من مصر، تونس والجزائر؟ وما هي أهم الطرق التي تسمح بتوفير هذه الشروط لتفعيل البورصة في هذه الدول؟

وتمت معالجة هذا البحث وفقا للهيكل التالي: الباب الأول تضمن ماهية أسواق الأوراق المالية، وفي الباب الثاني إلى عوامل تفعيل سوق الأوراق المالية، أما في الباب الثالث فتناول فيه سوق الأوراق المالية في كل من مصر، تونس والجزائر.

وتوصل الباحث من هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن للأسواق المالية الناشئة دلائل كثيرة على قدرتها في تعبئة رؤوس الأموال وتحقيق أفضل أداء بين الأسواق المالية العالمية، كما أظهرت أيضا أن الأسواق المالية الناشئة تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية في بيئة إقتصادية عالمية تتميز بتحرير النشاط الإقتصادي واعتماد آلية السوق في تخصيص الموارد.

تقسيمات البحث:

بغرض الإحاطة التفصيلية بكامل جوانب البحث فقد ارتأينا تقسيمه إلى أربعة فصول كما يلي:

الفصل الأول يتضمن: الإطار النظري الأسواق الأوراق المالية، وتقسيمه إلى خمسة مباحث، الأول تضمن الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية والمبحث الثاني ماهية سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثالث إلى الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وخصائصها، أما المبحث الرابع فتضمن الاستثمار في الأوراق المالية، وفي المبحث الخامس تم التطرق فيه لمؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها.

والفصل الثاني جاء بعنوان: الأزمات المالية وآثارها على أسواق الأوراق المالية، ويتضمن خمسة مباحث، حيث تم في المبحث الأول التطرق إلى التأصيل النظري والمفاهيمي للأزمات المالية وفي المبحث الثاني إلى أهم الأزمات المالية العالمية التي عرفها الاقتصاد العالمي وأثارها، وفي المبحث الثالث إلى مؤشرات الحيطة وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات ، وفي المبحث الرابع إلى سياسات تجنب الأزمات المالية والتحوط منها مستقبلا.

والفصل الثالث بعنوان: أسواق الأوراق المالية العربية الواقع، العقبات والآفاق المستقبلية، ويتضمن هذا الفصل ستة مباحث، المبحث الأول يتناول: الوضعية الراهنة لأسواق الأوراق المالية العربية، والمبحث الثاني السوق المالية العربية المشتركة ومعوقات إقامتها، والمبحث الثالث التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية، أما في المبحث الرابع فتضمن أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات التحرير المالي، وفي المبحث الخامس إلى أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومؤشراتها خلال الفترة(2006-2015)، وأخيرا المبحث السادس فيتضمن جهود تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

وأخيرا الفصل الرابع بعنوان: نحو تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمات المالية العالمية – دراسة مقارنة بين مصر، الأردن والجزائر(2006-2015)، وتم تقسيمه إلى خمسة مباحث حيث تضمن المبحث الأول سوق الأوراق المالية في مصر وفي المبحث الثاني، بورصة عمان وفي المبحث الثالث، إلى بورصة الجزائر وفي المبحث الرابع، إلى المقارنة لأداء سوق الأوراق المالية في مصر، الأردن والجزائر وفي المبحث الخامس والأخير، إلى الرؤية المستقبلية لأسواق الأوراق المالية لدول مصر، الأردن والجزائر.

أما خاتمة هذا العمل فتضمنت حصيلة للنتائج المتوصل إليها من خلال البحث وإبداء آرائنا حول مسيرة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وحصيلة الإصلاحات فيها ومناخ الاستثمار في الدول العربية وأثار الأزمات المالية عليها وتقديم بعض الاقتراحات والحلول العملية التي يمكن أن تسهم في تطوير وتحصين أسواق الأوراق المالية بالدول العربية ضد الأزمات المالية والنهوض باقتصادياتها، وحتى يتم ذلك في إطار الرؤى الإستراتيجية لتحقيق النمو الاقتصادي ضمن محيط التطورات الإقتصادية والمالية العالمية المختلفة.

تمهيد

أدى نمو التجارة العالمية، وترابط الإقتصديات العالمية مع بعضها البعض إلى زيادة كبيرة في عملية إنتقال رؤوس الأموال فيما بينها، الأمر الذي نتج عنه إنتشار كبير لتجارة الأوراق المالية ونمو أسواق الأوراق المالية"البورصة"، ولا تعد البورصة من المؤسسات المالية الحديثة النشأة، إلا أن جهازها وعملياتها تطورت مع مرور الزمن حيث أصبحت مركزا مهما في إقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وتعتبر الحلقة المهمة التي تجمع بين المستثمر والمنتج وعنصرا هاما في تأمين السيولة المالية، ويلاحظ أن التطور الصناعي والإقتصادي الذي شهدته دول العالم أدى إلى ضرورة ملحة إلى وجود سوق منظمة للأوراق المالية تشرف عليها الدولة وتساهم في تعبئة المدخرات الفردية وتمويل الإستثمارات المختلفة، وتعتمد في أصولها على تجارب ودراسات علمية قام بها مختصون في شؤون البورصة، وقد رأينا أنه من الضروري تقديمها إلى رجال الأعمال وجمهور المتعاملين في سوق الأوراق المالية لعلها تساهم في إختيار أفضل الطرق لإستثمار مدخراتهم.

وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى ماهية هذه المؤسسة المالية ودورها الإقتصادي من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وخصائصها

المبحث الرابع: الاستثمار في الأوراق المالية

المبحث الخامس: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية

هناك العديد من المصطلحات المستعملة في عالم المالية والتي تبدو للوهلة الأولى مترادفات أو متقاربة المعاني، فغالبا ما يطلق مصطلح "سوق المال" بدون تحديد على سوق الأوراق المالية، فيعني سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق مصطلح سوق الأوراق المالية على البورصة، وتشمل كلا من المدخرين والمستثمرين، والمؤسسات المالية والأدوات المالية، حيث أنه في كل المجتمعات يوجد أصحاب الفوائض في السيولة وأصحاب العجز الذين يبحثون عن إستثمار أموالهم، وهذا الدور الذي تقوم به الأسواق المالية من خلال القيام بدور الوساطة وهذا لصعوبة إنتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية بإعتباره كغيره من الأسواق سنحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكانته بين الأسواق، كما سنتطرق إلى مكوناته ونظام تشغيله.

المطلب الأول: طبيعة وأهمية السوق المالية

يمكن النظر إلى السوق المالي على أنه المجال الذي يتم من خلاله الإلتقاء بين الوحدات الإقتصادية التي لها موارد مالية فائضة ترغب في توظيفها(إقراضها) والتي تمثل فئة المدخرين إلى الوحدات المالية التي تعاني من العجز المالي والتي تمثل فئة المقترضين وتتداول داخل هيكله التنظيمي الأدوات المالية.

1.تعريف السوق المالية وخصائصها

تعتبر السوق المالية بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف إقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة، أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الإقتصادي وذلك من خلال الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، ومن أجل هذا كله كان السوق المالي محل إهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة على حد سواء.

1.1.تعريف السوق المالية

يختلف تعريف وتحديد مفهوم السوق المالية بإختلاف وجهات النظر للمحللين الإقتصاديين، والتي أدت إلى ظهور العديد من التعاريف نقدم بعضها كما يلي:

التعريف الأول: "هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يشترط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيها"[1].

التعريف الثاني: تعرف السوق المالية بأنها مكان إلتقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة[2].

[1] وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص16.

[2] محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص12.

التعريف الثالث: الأسواق المالية هي الوحدات التي تتدفق الأموال من خلالها في النظام المالي[1].

من التعاريف السابقة يمكن الوصول تعريف شامل للسوق المالية بأنها: المكان الذي تباع وتشترى فيه الأدوات المالية، وتطور هذا المفهوم نتيجة لتطور وسائل الإتصال الحديثة، حيث لم يعد هناك إشتراط مكان تتعامل فيه هذه الأسواق، ولم يعد من الضروري إلتقاء المتعاملين من أجل إبرام الصفقات، ولكن من الأمور التي تحقق الفعالية لهذه الأسواق معرفة حجم وشكل ومكان المتعاملين.

2.نشأة وتطور الأسواق المالية

بعد نهاية الحرب العالمية الثانية شهدت طرق الصرافة والتمويل المالي والنقدي تطورات سريعة وملموسة وكانت هذه التطورات في البداية محصورة في مجال الدولة فقط، ثم إنتقلت هذه التطورات لتشمل الدول الخارجية بعدما كانت في بداية الأمر تهدف إلى إعادة إعمار أوربا المنهارة بعد الحرب العالمية الثانية وظهور الولايات المتحدة الأمريكية كقوة إقتصادية عالمية جديدة بعد إنهيار الإتحاد السوفياتي، وظهرت عدة محاولات لتوحيد القوى الإقتصادية في أوربا للوقوف في وجه التكتل الرأسمالي ممثلا في الولايات المتحدة الأمريكية والتكتل الشرقي ممثلا في الإتحاد السوفياتي(سابقا).

ومن هنا ظهرت فكرة ما يسمى "السوق الأوربية المشتركة"، وقد تزايد الدور الإقتصادي لأسواق الأوراق المالية والتي يطلق عليها مصطلح"البورصة" لدرجة أصبحت منتشرة في جميع دول العالم وأهم البورصات العالمية هي: بورصة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو...الخ، والدول العربية كغيرها من دول العالم شهدت إنشاء العديد من البورصات مثل: بورصة القاهرة، بورصة البحرين للأوراق المالية، سوق السعودي للأوراق المالية وسوق عمان المالي، بورصة القيم المنقولة في الجزائر...الخ، ونظرا للتطورات على مستوى الأدوات المالية ووسائل الإتصال إتسع نطاق هذه الأسواق وبدأ ظهور أسواق مالية، محلية، إقليمية، دولية، وتطورت الأسواق المالية حيث أصبحت إمكانية وجود سوق مالي في أية لحظة يمكن أن تتوفر فيه وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشترين ولم يعد إشتراط الإلتقاء المباشر بين المتعاملين لإبرام هذا النوع من المعاملات.

3.خصائص الأسواق المالية

يمكن إدراج أهم خصائص السوق المالية فيما يلي[2]:

-إن الأسواق المالية تتعامل مع ثلاثة أطراف أساسية: بائع، ومشتري، ووسيط.

-إن جوهر التعاملات هو الأموال في شكل أوراق مالية أو نقدية.

-يتأثر السوق المالي بعوامل عديدة منها سلوك كل من البائع والمشتري والوسيط والعرض والطلب على الأموال.

-تزداد حركة الأسواق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب على الأموال في السوق المالية.

---

[1] السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية(أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، 2009، ص 9.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007، ص 14.

4.أهمية الأسواق المالية في الإقتصاد

تتحد الأهمية الإقتصادية للأسواق المالية فيما يلي[1]:

-تلعب دورا مهما في تخطيط السياسة النقدية للدولة ويؤثر ذلك في دور البنك المركزي في تغير سعر الفائدة.

-توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.

-توفير مصادر تمويل طويلة الأجل عن طريق العمليات التي تتم في سوق رأس المال.

-تنمية الإدخار وتوجيه المدخرات المالية نحو المجالات الأثر ربحية وتشجيع الإستثمار.

-يساعد وجود السوق المالية على تنظيم ومراقبة عمليات الإصدار للأوراق المالية.

-وجود سوق مالية يساعد في عدالة تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فإن ذلك يساعد على توجيه الإستثمارات نحو القطاعات الأكثر ربحية.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وخصائصها

تشكل أسواق المال المحلية والدولية الشبكة التي تتحرك من خلالها رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة، بهدف تحقيق أقصى عائد إستثماري ممكن، وتنقسم الأسواق المالية إلى سوقين هما: سوق النقد وسوق رأس المال.

1.سوق النقد:

يمثل السوق النقدي الشّق الأول للسوق المالية والتي تختص بالإستثمار المالي قصير الأجل، ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل.

1.1.تعريف سوق النقد: هي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل[2].

ففي هذه السوق يرتكز طلب وعرض الأموال القابلة للإقراض على فترة تقل عن سنة، وتنتقل فيها أدوات مالية قصيرة الأجل مثل الودائع وأذونات الخزانة والقبولات المصرفية والأوراق التجارية...الخ.

2.1.أهمية سوق النقد:

تظهر أهمية سوق النقد في النقاط التالية:

-يؤمن سوق النقد حصول المقترضين على الأموال لتمويل أنشطتهم الإقتصادية.

-يوفر للمقترضين إمكانية تحويل الأصول قصيرة الأجل إلى سيولة.

-يؤثر سوق النقد على المعروض النقدي في السوق من وجهة نظر البنوك التجارية.

-كما يؤثر على حجم الإحتياطات في البنوك التجارية.

-للسوق النقدية دور في كبير في توجيه السياسة النقدية للدول.

.

[1]وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص23.

[2]إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر، بدون سنة نشر، ص124.

3.1.خصائص سوق النقد:

تتميز السوق النقدية بالخصائص الآتية[1]:

-تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر إستحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.

-تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق إستثمارات قصيرة الأجل.

-تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

-الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

كما يعتبر سوق النقد كسوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية، ويتم التعامل في السوق من خلال الوسطاء والسماسرة، أما المستثمرين الأفراد فدورهم محدود في هذه السوق.

4.1.أدوات سوق النقد:

يمكن تلخيص أهم الأدوات المتداولة في سوق النقد فيما يلي:

-شهادات الإيداع المصرفية: وهي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ إستحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة ثابت، لذلك يترتب على البنك مصدر الشهادة إلتزاما ماليا مباشرا يتمثل بالقيمة الإسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها.

-القبولات المصرفية: هي إحدى أدوات الدين قصيرة الأجل تصدر عن البنوك التجارية، يستفيد منها المستوردون في حال عدم القدرة على دفع ثمن البضاعة نقدًا، وتداول في سوق النقد.

- أذونات الخزانة: هي أدوات دين حكومية متداولة في السوق النقدي تصدر بخصم إصدار، وهي أدوات قصيرة الأجل تتراوح فترة إستحقاقها بين 3 و12 شهرا، الهدف منها تمويل خزينة الدولة.

-الأوراق التجارية: وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل تصدر عن بعض الشركات التي تتمتع بمراكز إئتمانية عالية، تصدر هذه الأدوات بخصم إصدار، الهدف منها تمويل الأصول المتداولة ويكون العائد على هذه الأدوات أعلى من العائد على أذونات الخزينة لأن درجة المخاطرة عليها تكون أكبر.

-سوق اليورو دولار: ومن أهم المتعاملين في هذا السوق البنوك المركزية، البنوك التجارية، السماسرة، الشركات، الحكومة، صناديق الإستثمار، الأفراد، وظهر هذا السوق في أوروبا عندما بدأت البنوك التجارية هناك بقبول الودائع من الجمهور بالدولار الأمريكي، ورد هذه الودائع عندما تستحق بالدولار أيضًا، وكانت البنوك قبل ذلك تقبل الودائع بالدولار وتردها عند الإستحقاق بالعملة المحلية، وقد قامت البنوك التجارية بمنح عملائها قروضا بالدولار وذلك من الودائع المتوفرة لديها وبمعدل فائدة أعلى.

---

[1]بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 42.

–قروض فائض الإحتياطي الإلزامي: ينشأ هذا القرض بين البنوك التجارية التي يكون لها فائض في الإحتياطي الإجباري وبين التي يكون عندها عجز في الإحتياطي الإجباري، ويقوم عادة البنك المركزي بالتوسط بين البنكين، وتكون مدة هذا القرض قصيرة جدا قد تكون يوما واحدا، ويمكن أن تمدد يوما بيوم.

–إتفاقيات إعادة الشراء: لا تمكن هذه الإتفاقيات من إمتلاك الأوراق المالية من البائع إلى المشتري، لذلك تعتبر هذه الإتفاقيات قروضا قصيرة الأجل بضمان الأوراق المالية، وغالبا ما تتم هذه الإتفاقيات بين شخص يحتاج إلى الأموال وبحوزته أوراق مالية، وشخص آخر لديه الأموال يرغب في إستثمارها، فيتم بيع الأوراق المالية بعقد بيع مؤقت لفترة محددة عدة أيام، كما يتم شراء هذه الأوراق بمبلغ يزيد عن سعر البيع، فيكون الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء هذا العائد الذي حققه المستثمر.

2.سوق رأس المال:

يمثل سوق رأس المال الجزء الثاني للسوق المالية والتي تختص بالإستثمار المالي طويل الأجل.

1.2.تعريف سوق رأس المال: هي الميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل[1].

تمثل سوق رأس المال بصفة خاصة مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل، ويعمل في هذه السوق بنوك الإستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق التقاعد والإدخار، ويتم التعامل في هذه السوق على رؤوس الأموال طويلة الأجل (أكثر من سنة)، ومن أهم الأدوات التي تتداول فيها نجد الأسهم والسندات...الخ.

2.2.خصائص سوق رأس المال:

تتميز سوق رأس المال بعدة خصائص تميزها عن الأسواق الأخرى، والتي يمكن إجمالها فيما يلي[2]:

–تتميز بأنها أكثر تنظيما من السوق النقدية، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين ويرتبط بأدوات مالية طويلة الأجل مما يكسبه أهمية كبيرة في تمويل المشاريع الإستثمارية التي تحتاج إلى رؤوس أموال تسدد على فترات طويلة.

–الإستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة وأقل سيولة من السوق النقدي وهذا نظرا لكون الأدوات المالية طويلة الأجل، وتحتمل مخاطر سوقية وسعرية مختلفة.

–اهتمام المستثمر في سوق رأس المال يكون كبيرا نحو العائد المتوقع أكثر منه نحو السيولة لأن العائد مرتفع نسبيا في هذا النوع من الأسواق.

–يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم من خلاله تداول الأدوات الإستثمارية المختلفة حتى يتم تنشيط الإستثمار في سوق رأس المال، وتوفير السيولة للأدوات المالية وهذا يزيد من سرعة تداولها في السوق.

---

[1] إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص132.

[2] طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص 32.

3.2.أنواع سوق رأس المال

تنقسم سوق رأس المال إلى أسواق عاجلة (فورية) وأسواق آجلة (مستقبلية)كما يلي[1]:

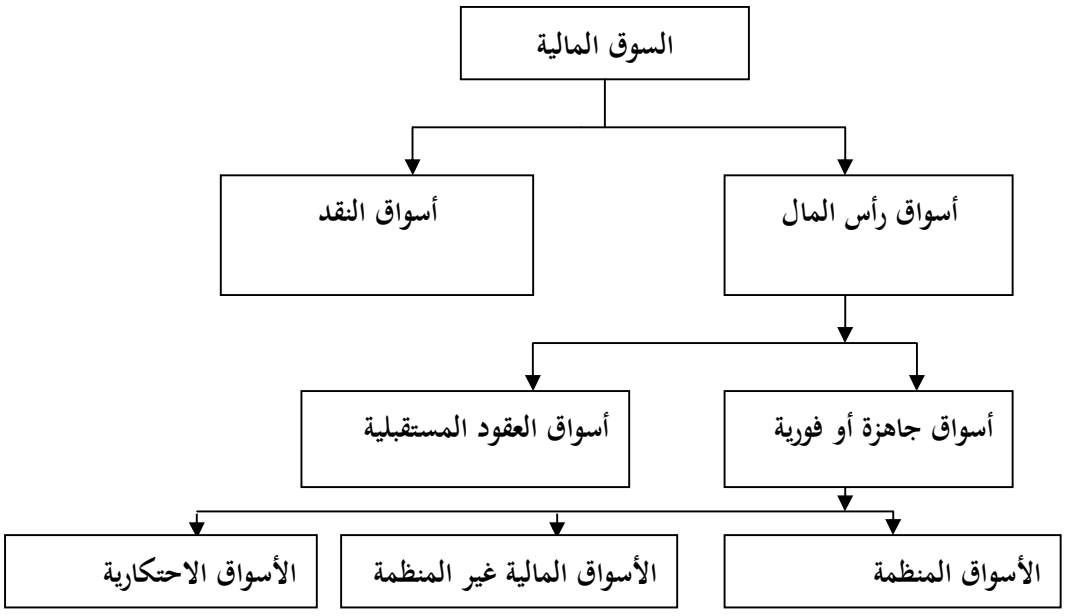
-الأسواق الحاضرة (الفورية):

يتم من خلالها تنفيذ التعاملات في الأوراق المالية خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية وسداد ثمن الصفقة، والهدف الأساسي من العمليات العاجلة هو توظيف الأموال وإستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتراة، أو لتحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها وتدنيه خسارة رأسمالية متوقعة في حالة البيع.

-الأسواق الآجلة (المستقبلية):

ويتم من خلال هذه الأسواق تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية، ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الإتفاق عليها في موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد قيمتها ووفقا لهذا الإتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق أو الصكوك المالية محل التعامل على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، وتأسيساً على ذلك يمكن القول أن ثمة فاصل زمني يفصل توقيت إبرام العقد وتنفيذه، ويوضح الشكل الموالي مكونات أسواق المال.

الشكل رقم(01): مكونات أسواق المال



المصدر: أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص22.

[1]عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2007، ص18.

من الشكل رقم (01) يتضح لنا بأن السوق المالية تنقسم إلى سوقين رئيسين هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال فبالنسبة لأسواق رأس المال فتنقسم بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية، ويقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) يتم تسلمها فور إتمام الصفقة، وتشتمل تلك الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة، أي البورصات، كما تشتمل على أسواق رأس المال غير المنظمة والتي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية ...الخ وما شابه ذلك، إلى جانب ما يطلق عليه تسمية الأسواق الإحتكارية والمتمثلة أساسا في وزارة المالية أو البنك المركزي في الدولة المعنية واللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي أسواق تتعامل أيضا في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود وإتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، ويقصد بأسواق النقد الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل من خلال السمسرة والبنوك التجارية.

المطلب الثالث: العناصر اللازمة لنجاح السوق المالية ووظائفها

تقوم الأسواق المالية بالعديد من الوظائف بالإضافة إلى ضرورة توافر العديد من العناصر لنجاحها والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

1.العناصر اللازمة لنجاح السوق المالية:

هناك العديد من الشروط اللازمة لتكوين السوق المالية، سنتناول أهمها فيما يلي[1]:

-وجود حد أدنى من المؤسسات المالية في الدولة: إن السوق المالية تقوم بناء على وجود مؤسسات مالية تستثمر في أدوات مالية، وينبغي أن يتوافر حد أدنى من هذه المؤسسات وإرتفاع مستوى خدماتها وإنتشار عدد فروعها وكبر حجمها حتى يمكن أن يمتد التعامل في السوق المالية إلى كافة أنحاء الدولة.

-إنشاء بورصات للأوراق المالية: إن البورصة تمثل السوق المالي المنظم الذي يتم فيه جذب المدخرات والإستثمارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات المختلفة من بنوك تجارية ومؤسسات القطاع العام والخاص حيث يتم تداول الأوراق المالية في البورصة وتحويل الأموال والمدخرات إلى مشروعات حقيقية.

-توافر حد أدنى من المعلومات الدقيقة: إن التعامل في السوق المالية يحتاج إلى توافر المعلومات الدقيقة والصحيحة عن كافة أنواع الأوراق المالية والمؤسسات المالية التي تتعامل في السوق المالية من خلال نشر الإحصائيات والحسابات المالية الخاصة بهذه الشركات والأوراق المالية في فترات متقاربة ودورية.

-الإهتمام بوسائل الإعلام: إن وسائل الإعلام مسؤولة عن تعريف المستثمرين بأنواع الشركات والإستثمارات الموجودة في السوق المالية وبالتالي ينبغي الإهتمام بهذه الوسائل والرقابة عليها للتأكد من جودة ودقة المعلومات.

-وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي: يعتبر الإستقرار السياسي من أهم أسباب جذب رؤوس الأموال وخاصة رؤوس الأموال الأجنبية حيث يطمئن المستثمر إلى قدرته على إسترداد أمواله وعدم خوفه من مخاطر التأميم والمصادرة.

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص 64-65.

-وجود حد أدنى من الإستقرار الإقتصادي: بمعنى عدم تعرض السوق المالية لهزات إقتصادية مستمرة وتقلبات مابين حالات الرواج والكساد وذلك ما يمكن المستثمرين من التنبؤ بالمستقبل بأكبر درجة ممكنة من الدقة ويجنبهم المخاطر غير المتوقعة والمفاجئة التي تؤدي إلى تحقيق خسائر مفاجئة.

-القدرة على التطور والإستجابة للتغيرات المالية: ينبغي أن يكون للسوق المالية القدرة على التطور والإستجابة للتطورات المالية الحديثة والقدرة على إستيعاب الأدوات المالية الجديدة التي يتم إبتكارها في أسواق مالية أخرى وبما يمكن هذه السوق من مواجهة منافسة الأسواق المالية العالمية الأخرى.

-توافر حد أدنى من القدرات البشرية والإمكانيات التكنولوجية: حيث ينبغي على السوق المالية أن تتوافر بها قدرات وكوادر بشرية قادرة على التحليل المالي والتعامل في الأدوات المالية، حيث تبنى السوق المالية على هذه القدرات والكفاءات البشرية، بالإضافة إلى أن السوق المالية تحتاج أيضا إلى توافر إمكانيات تكنولوجية تتمثل في وحدات وشبكات الحاسب الآلي ووحدات وشاشات الإتصال والعرض.

2.وظائف السوق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف السوق المالية (سوق رأس المال وسوق النقد) بما يلي:

-تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة من خلال إيجاد فرصة للتفاعل ما بين البائعين.

-السوق المالية توفر الآلية المناسبة لمالك الأصل المالي لبيعه، لذا يقال بأن السوق المالية توفر إمكانية الحصول على السيولة للمستثمر.

-التقليل من تكلفة عملية الاستثمار فوجود السوق المالية بشكلها الرسمي يوفر المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار التي يفترض أن تتوفر من خلال أجهزة السوق مما يؤدي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار.

-المحافظة على أسعار صرف العملة من خلال توفير الآلية المناسبة والفعالية للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها.

-دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية من خلال تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء.

المبحث الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

يطلق الإقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد، كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية والإسم الذي شاع إطلاقه على سوق الأوراق المالية هو(بورصة الأوراق المالية).

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها

تمثل البورصة مكان التقاء عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة الأجل الممثلة بالقيمة المتداولة التي تمثل الأوراق المالية والتي تعطي لحائزها صفة المساهم (الأسهم) أو صفة الدائن (السندات)، وتتم عملية التفاوض وتبادل هذه الأوراق المالية على مستوى البورصة على أساس السعر، ويمكن تقديم التعاريف التالية لسوق الأوراق المالية كما يلي:

التعريف الأول: تعرف سوق الأوراق المالية بأنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عملية التداول"[1].

التعريف الثاني: "هي المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق وفقا لقواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة"[2].

التعريف الثالث:"البورصة هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد"[3].

وللبورصة معنيان هما:

-المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون بيعا وشراء.

-مجموع العمليات التي تنعقد فيها.

ويقال أن كلمة بورصة مشتقة من إسم أحد صيارفة مدينة بروج(Bruges) في بلجيكا المسمى فان دير بورسيه (Van Der Beures) والذي كان تجار المدينة يجتمعون في قصره، وكان شعار أسرته ثلاثة أكياس من الذهب، وتعتبر سوق الأوراق المالية من الأسواق الثانوية حيث أن الأصول المالية التي يتم تداولها قد صدرت في وقت سابق.

ومن التعاريف السابقة يمكن وضع تعريف شامل لسوق الأوراق المالية بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية(أسهم، سندات،...) بيعا وشراء بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الإدخار الرئيسية (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الإستثمار(مشاريع الأعمال، الحكومة)، وهي تخضع لأنظمة وقوانين خاصة بها وتتم المبادلات فيها بواسطة أشخاص رسميون وفق أشكال معينة يحددها القانون أيضا.

2.نبذة عن تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية

ترجع نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأوراق المالية بإنشاءCollenig Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد وقد أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، وكانت هناك أسواق للعملات في الجاهلية،

[1]محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصات والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص2.

[2]جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 89.

[3]عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص5.

حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن وصيفا إلى الشام، وأشار إلى ذلك القران الكريم (لإيلاف قريش، إيلافهم رحلة الشتاء والصيف) " سورة قريش الآية(2،1) "، كما كان هناك حي للتجار في المدن الرئيسية يسمونه (بازار) يعرض فيه التجار أمتعتهم ويتفقون فيها على الأسعار أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الوقت وهي مدينة بروج البلجيكية، وأصبح هذا المكان مرغوبا من جانب الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال، ففي سنة 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج وإحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة1485 ميلادية، إلى أن أقيمت بورصة "انغرس " في مدينة أنتروب (Antrop) الفنلندية، حيث تم توسيعها في سنة1531ميلادية فاستوعبت التجارة العالمية من كل حدب وصوب[1].

حيث أدى إنتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض إلى حدوث حركة كبيرة في التعامل بالصكوك المالية وهذا ما أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية (البورصة) وكان التبادل في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى مثل أمريكا فرنسا وإنجلترا وبلجيكا، ثم إستقر التعامل في أبنية خاصة، ففي فرنسا ظهرت أول سوق للأوراق المالية سنة1724 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا إستقرت أعمال البورصات في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه "Royal Exchange "، وأنشات في أمركا أول بورصة سنة1821، وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات وهو شارع "وول ستريت"، ولم تنشا بورصات الأوراق المالية بهياكلها الحالية بل مرت بعدة تطورات حتى أصبحت ما هو عليه اليوم.

3.خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأسواق نجملها فيما يلي[2]:

-سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنظمة.

-التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوية يتم من خلال الوسطاء.

-التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض في تحديد الأسعار.

-تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة تتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء العالم.

-تعتبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق تطورا وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح.

-يتطلب الإستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات وإتخاذ قرارات رشيدة.

[1]علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص19.

[2]وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص34.

4.وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن حصر أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي[1]:

-إيجاد حلقة إتصال بين البائعين والمشترين.

-تشجيع الإدخار وتشجيع صغار المدخرين.

-توجيه الإدخار نحو الإستثمارات الأكثر كفاءة وربحية.

-يساعد هذا السوق في رسم السياسة النقدية والمالية للدولة.

-المساعدة في توفير المعلومات والبيانات.

المطلب الثاني: أنواع أسواق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية حسب توقيت إصدارها إلى نوعين هما:

1.السوق الأولية (سوق الإصدار):

هي جزء من السوق المالية، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول[2].

وتعرف السوق الأولية بسوق الإصدار، وبمجرد بيع الأوراق المصدرة في السوق الأولية ولو لمرة واحدة، فإنها تنتقل إلى السوق الثانوية، وبهذا يمكن للدولة والمؤسسات أن تحصل على الأموال بهدف التوسع في النشاط أو تمويل العجز خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة جيدة لدى الجمهور والمؤسسات المالية المتخصصة، وتأخذ العمليات في هذه السوق ثلاثة عمليات هي:

-عمليات مباشرة:

تتم عندما تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيعها للجمهور(أفراد، مؤسسات متخصصة)، وتمتاز العمليات المباشرة بإرتفاع التكاليف.

-عمليات غير مباشرة:

وتتم من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة إلى وسيط معين(مؤسسة مالية متخصصة)، ويقوم هذا الوسيط ببيعها للجمهور وللمؤسسات التي ترغب في الإستثمار في تلك الأوراق، وتمتاز بقلة التكاليف مقارنة بالعمليات المباشرة.

-عمليات المزايدة:

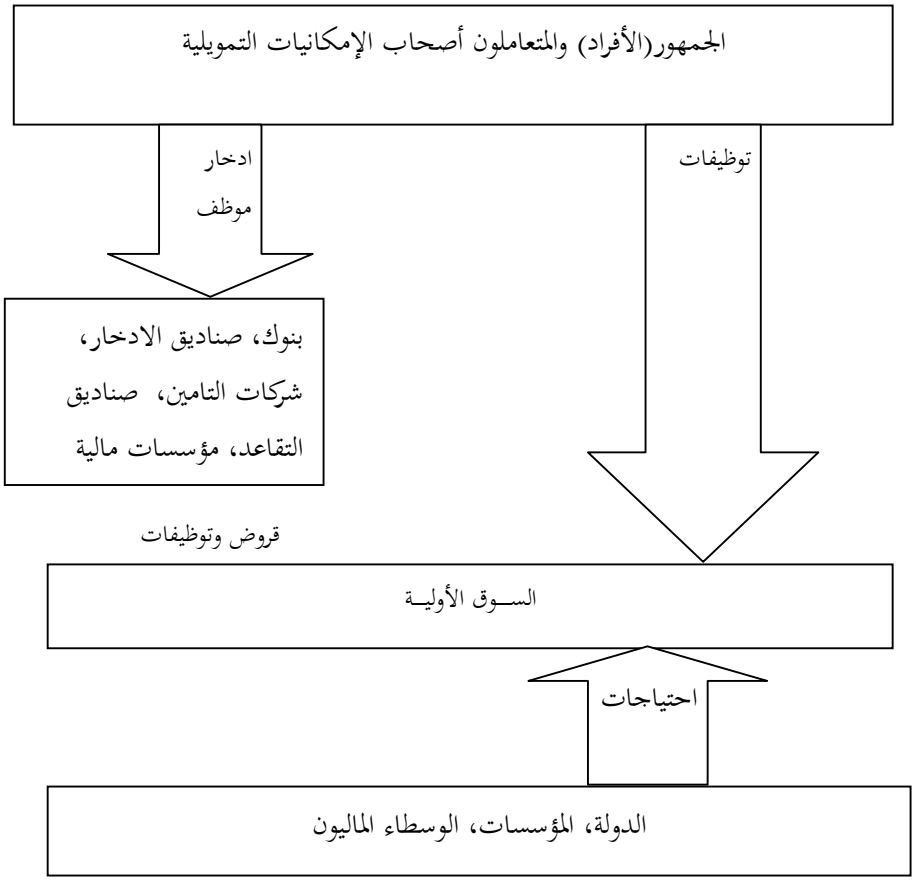
ويتم من خلال دعوة المستثمرين لتقديم عطاءات تتظمن الكميات المراد بيعها والسعر حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدارات.

والشكل رقم(2): يوضح العلاقة بين السوق الأولية والمتعاملين الإقتصاديين.

[1] وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص34.

[2] جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، 2002، ص55.

الشكل رقم(02): العلاقة بين السوق الأولية والمتعاملين الاقتصاديين



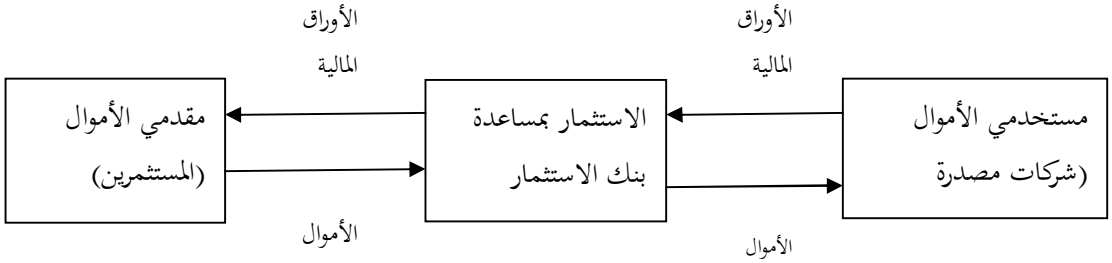
المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص58.

من الشكل رقم(2): يتبين لنا أن السوق الأولية ما هي إلا ملتقى الطرفين الأول: المالكون لرؤوس الأموال(الجمهور، المؤسسات المالية المتخصصة)، والطرف الثاني: المحتاجون لرؤوس الأموال (الهيئات، مؤسسات عمومية، مؤسسات خاصة تطرح أوراقا مالية لأول مرة).

وعليه فإن ميكانيزمات تلك السوق تسمح بتنظيم العرض والطلب على تلك المدخرات، وتسهل إنسيابها عبر قنوات منظمة، مما يرشد إستخدامها نحو الإستخدام الأمثل لهذه الموارد.

وتتم عمليات الإصدار في السوق الأولية من خلال مؤسسات مالية تسمى بنوك الإستثمار أو البنوك التجارية أو شركات السمسرة حيث تقوم هذه المؤسسات المالية بدور الوساطة بين مستخدمي الأموال ومقدمي الأموال كما يوضحه الشكل رقم (03):

الشكل رقم(03): الأسواق الأولية



المصدر: السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية(أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، 2009، ص10.

وتأخذ الإصدارات في السوق الأولية شكلين هما[1]:

-الإصدارات العامة: وتعني بيع الإصدار للجمهور عامة سواء كان أفراد أو مؤسسات، حيث يقوم بنك الإستثمار بتقديم النصائح والإستشارة للشركة المصدرة لتصريف الإصدار وتخفيض تكاليف الإصدار وكذلك تخفيض المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة إذا ما قامت الشركة المصدرة بالإصدار بنفسها.

-الإصدارات الخاصة: في هذه الإصدارات تحاول الشركة المصدرة البحث عن مشتري رئيسي أو مجموعة من المشترين لشراء كل الإصدارات وذلك مثل صناديق الإستثمار أو صناديق المعاشات، وتكون الإصدارت في السوق الأولية على شكل إصدارات ملكية لشركات تقوم بإصدار الأسهم لأول مرة أو إصدارات إضافية لشركات موجودة ومسجلة في البورصة وتسعى لزيادة رأس مالها أو بهدف الحصول على التمويل من خلال إصدار الديون.

2.السوق الثانوية (سوق التداول):

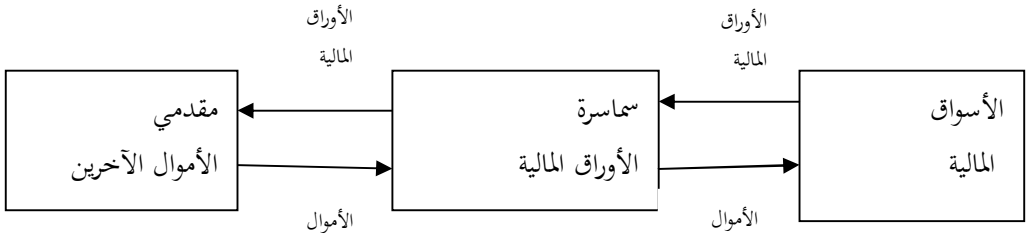
وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الإكتتاب فيها[2].

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيعا وشراء عبر الوسطاء وسماسرة البورصة، ويتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات...الخ)، التي سبق إصدارها في السوق الأولية ليتم تداولها بين المستثمرين، فالسوق الثانوي يعتبر مركزا لتداول الأوراق المالية بين كل البائعين والمشترين، حيث يوفر لهم أعباء وتكاليف البحث عن الطرف الأخر وذلك من خلال مساعدة سماسرة الأوراق المالية، حيث يقوم سماسرة الأوراق المالية بدور الوسيط بين البائع والمشتري كما يوضحه الشكل رقم(04).

[1] السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص10-11.

[2] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 19.

الشكل رقم(04): الأسواق الثانوية



المصدر: السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، مرجع سبق ذكره، ص11.

كما هو واضح في الشكل من أن المصدر الأصلي للورقة المالية لم يتضمن العمليات التي تتم في السوق الثانوي، ويقدم السوق الثانوي العديد من الخدمات بالنسبة لمقدمي الأموال أو مستخدميها، فبالنسبة لمقدمي الأموال (المستثمرين) يمكنهم السوق الثانوي من تداول الأوراق المالية بقيمتها السوقية في وقت وجيز، بالإضافة إلى توفير أنواع مختلفة من الأوراق المالية وبخصائص مختلفة من حيث العائد والمخاطر، أما بالنسبة لمستخدمي الأموال (الشركات المصدرة) فهي لا تتدخل مباشرة في السوق الثانوي وإنما تتأثر أسهمها من خلال عمليات البيع والشراء التي تجري في السوق الثانوي، والمعلومات عن أسعار الأسهم أو قيمتها السوقية تساعد الشركة المصدرة في تقييم إصداراتها وإتخاذ القرارات بشأن إصدارات جديدة أخرى.

1.2.تقسيم السوق الثانوية

تنقسم السوق الثانوية إلى نوعين من الأسواق هما:

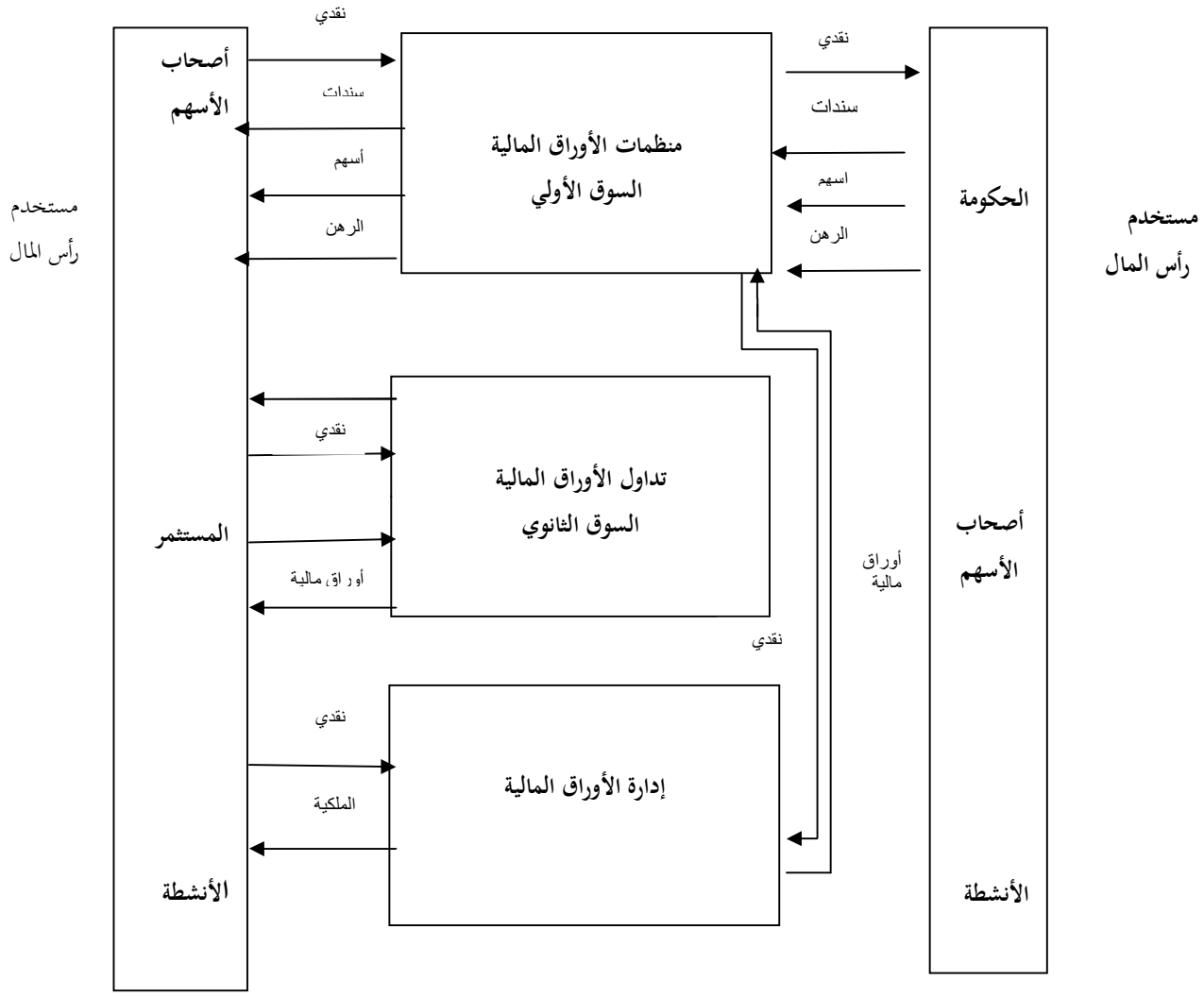
1.1.2.السوق المنظمة:

ويقصد بها "بورصة الأوراق المالية " والتي تمثل الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء (التداول) لهذه الأوراق، ضمن إجراءات محددة، وتدار هذه السوق من طرف مجلس منتخب من أعضاء السوق، وتضع الدولة قواعد وشروطا معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة إستيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها وسنداتها في هذه السوق.

2.1.2.السوق غير المنظمة:

يطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، وهي تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) وغير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق التي ليس لها مكان محدد يتم فيه تداول الأوراق المالية وفي أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ويتم تحديد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة والتجار والمستثمرين من خلال شبكة كبيرة من وسائل الإتصال الحديثة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وتمكن هذه الشبكة للمستثمر من أن يختار أفضل الأسعار، ويوضح الشكل رقم(05) الهيكل العام لسوق الأوراق المالية.

الشكل رقم(05): الهيكل العام لسوق الأوراق المالية



Sourse: Robert ,C.Radcliffe,Investment,Addison-Wesley;New York;1997,p7.

يبين الشكل رقم(05) الهيكل العام لسوق الأوراق المالية، حيث تنقسم السوق إلى عرض وطلب على الأوراق المالية ورأس المال، ويقوم المستثمرون بعرض رؤوس الأموال لتمويل المشروعات التي تطرح في سوق رأس المال في صور مختلفة من الأوراق المالية، وتظهر الأنواع المختلفة للأوراق المالية من ثلاثة مصادر هي: الإصدارات الجديدة، التداول على الأوراق المالية الموجودة في السوق الطلبيات الخاصة من محترفي إدارة محفظة الأوراق المالية، ومن جهة أخرى هناك مستخدمو رأس المال مثل: الشركات التي تحتاج إلى رؤوس الأموال من أجل مزاولة نشاطها أو بغرض التوسع فيه، فمثلا عندما تطرح الحكومة سندات الخزينة، وعندما يقوم الأفراد بعملية الإقتراض لتمويل مشاريعهم، فإستهلاك

الأفراد يتحدد من خلاله الطلب الكلي على الأوراق المالية، أما القرار الإستثماري للمؤسسات فيحدد العرض الكلي للأوراق المالية وتتم عملية الطلب والعرض من خلال الأتي[1]:

ا.**السوق الأولية:** تقوم هذه السوق بتوفير الوساطة المالية لهذه الإصدارات الجديدة التي تطرح لأول مرة وتقوم المؤسسات المالية الوسيطة مثل بنوك الإستثمار بمساعدة الشركات في القرار الخاص بنوعية الأوراق المالية التي تطرح وحجمها، كما تقوم بتعريف المشترين (عارضي النقود) بالإختيارات المتاحة لشراء الأوراق المالية الجديدة.

ب.**السوق الثانوية:** يتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية الموجودة في السوق شراء أو بيعا وهي بذلك توفر مكانا محددا لتداول الأوراق المالية، كما تقوم بالربط بين البائع والمشتري.

ت.**إدارة الأوراق المالية:** تشير إلى إدارة المحترفين من قبل الوسطاء الماليين، وتقدم شركات الوساطة المالية المعلومات والمعرفة عن الأنواع المختلفة من الأوراق المالية لكل المتعاملين في السوق.

1.2.1.2.السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاعا من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لها الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، وتمثل هذه البيوت أسواقا مستمرة على إستعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق في أي وقت وبأي كمية مهما كانت، وهي بذلك تمثل دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، ويمثل جمهور العملاء في هذه السمسرة فهو المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثم السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق المالية التي تتداولها تلك السوق، وهو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث[2].

2.2.1.2.السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في الطلبيات الكبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الإتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لإنخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، فهو سوق غير منظم، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق حيث يجرى التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية. وتمثل المعاملات خارج البورصة الأمريكية الجزء الأكبر من النشاط المالي حيث سجل ما قيمته 9.2 ترليون دولار سنة 1996 للمعاملات المستقبلية[3].

---

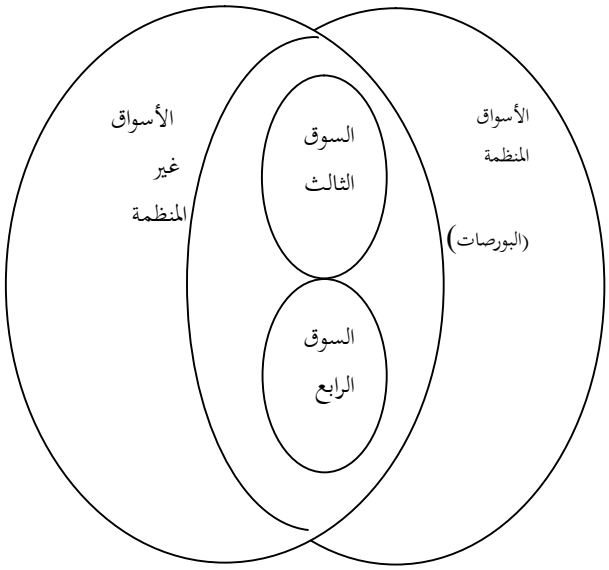
[1] إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 17.

[2] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص113-114.

[3] هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003 ، ص 59.

ويمثل الشكل رقم (**06**)العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، والعلاقة بين السوق الثالث والسوق الرابع، ويشير التداخل الذي يكشف عنه الشكل على أن السوقين الثالث والرابع على أنهما جزء من السوق الثانوية، ويمكنهما التعامل في أوراق مالية متداولة في السوق المنظمة وغير المنظمة، وذلك مع مراعاة أنهما أسواقا غير منظمة.

الشكل رقم(06): مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينهما



المصدر: علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص117.

3.أسواق أخرى:

إلى جانب الأسواق الثلاث التي سبقت الإشارة إليها، هناك أسواق أخرى يخلقها بصورة مباشرة أو غير مباشرة السماسرة والتجار الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم خصم في العمولة التي يتقاضونها، ويمارس النشاط في هذه الأسواق سماسرة الخصم، وتجار الطلبيات الكبيرة.

1.3.سماسرة الخصم: يقصد به السمسار الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء ويتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها، ويعد هذا النوع من السماسرة ملائما للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون الحاجة لسمسار يساعدهم في الإختيار أو في توقيت القرار.[1]

2.3.تجار الطلبيات الكبيرة: ويقصد بهم أولئك التجار الذين يتعاملون بيعا وشراء في طلبيات التي لا يقل حجم كل منها عن 10000سهم، ولا يمنع أن يشترك في شراءها أكثر من مستثمر، وعادة ما تبرم تلك الصفقات بواسطة سماسرة متخصصين في هذا النوع من الصفقات يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة، ويجب أن يتوافر لتلك

[1] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص117.

البيوت رأس المال الكافي للإستثمار في تلك الصفقات الكبيرة، كما يجب أن تمتلك شبكة إتصالات قوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون في تلك الصفقات، وعادة ما يكون لصالح بيوت السمسرة هذه عضوية في إحدى الأسواق.[1]

4. الفرق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية، غير أن السوق الأولية تعتبر الدورة الرئيسية للسوق الثانوية ويمكن لنا التمييز بينهما من خلال ما يلي[2] :

-تتميز السوق الثانوية بكبر الحجم عن السوق الأولية.

-التداول في السوق الثانوية يتم دوريا وباستمرار، بينما الطرح في السوق الأولية يتم لمرة واحدة بالنسبة للورقة المالية.

-تحتوي السوق الثانوية على عدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولية، ذلك لأن المتعاملين في السوق الثانوية يتمكنون من مضاعفة معاملاتهم أكثر من مرة واحدة خلال اليوم، بينما في السوق الأولية يتم التعامل مرة واحدة فقط عند بداية الطرح لأول مرة.

-تمتازالسوق الثانوية بأنها أداة تتبع ورصد للمتغيرات والمستجدات التي تطرأ على الورقة المالية، ومن ثمّ فإن المتتبع لحركة التعامل يستطيع أن يكّون كّما هائلا من البيانات والمعلومات المختلفة عن الورقة المالية المتداولة في السوق، فكلا السوقين هما مهمين للبورصة فبدونهما لا تستطيع العمل، وكلاهما مهم ولازم للآخر، ومكّمل له بشكل أساسي ورئيسي، ومما سبق يمكن تلخيص أهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية في الجدول التالي:

الجدول رقم (01):أهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
– الوظيفة الأساسية	– إصدار القيم المتداولة	– تبادل القيم المتداولة
– المتعاملون	– المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة	– المؤسسات المالية المختصة والجمهور.
–الأهمية بالنسبة للمستثمر	– توظيف الادخار	– توظيف الإدخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية.
– طبيعة الإصدارات	– سوق الإصدارات الجديدة	– سوق الإصدارات القديمة
– المؤسسات المختصة في جمع الأموال	– الدولة (ممثلة بالخزينة العمومية)، البنوك، صناديق الإدخار، البريد..الخ	– البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء (وكلاء الصرف وغيرهم)

المصدر: جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص63.

[1]علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص119.

[2]محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999، ص 40.

من الجدول السابق، وحسب تقسيم سوق الأوراق المالية وفق معيار توقيت الإصدار، تعتبر البورصة (السوق الثانوية) جزءا من السوق المالية ككل، وهو الأهم بإعتباره دائما ومستمرا، على عكس السوق الأولية التي تعتبر ظرفية بالنسبة للورقة المالية المعنية، فعمليات الإصدار الجديدة قد تتم مرة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر خلال السنة، بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريبا، وهنا تأتي الأهمية الكبيرة للبورصة في توفير السيولة للقيم المتداولة.

المطلب الثالث: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

أنشات أسواق الأوراق المالية لتؤدي وظائف عديدة تخدم الإقتصاد الجزئي والكلي وهي كما يلي:

1.دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الكلي:

تؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الكلي عدة وظائف يمكن إجمال أهمها فيما يلي[1]:

-إيجاد سوق مستمرة وحرة لبيع وشراء الأوراق المالية، حيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية طبقا للفائدة الناتجة عنها أو تغيرا لنوع الإستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون بإمكان المتعامل في أي وقت تسسييل أصوله بسرعة وبسهولة، وبأفضل سعر وأدنى تكلفة ممكنة.

-إعطاء مؤشر يومي عن إتجاهات الأسعار وظروف الإستثمار ومعدلات الإدخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، ويتم نشرها من طرف إدارة السوق، ليعتمد عليها الأفراد والمستثمرون في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

-تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات الأكثر ربحية.

-تقييم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة إتصال بين جميع فعاليات الإقتصاد الكلي(البنوك، مؤسسات التمويل، المؤسسات الإستثمارية...)، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

-الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام الحكومات للمزج بين السياسات النقدية والمالية ليكملا بعضهما البعض لتحقيق الأهداف المسطرة، في ظل الظروف الإقتصادية المتغيرة.

-جذب رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار في المؤسسات المحلية وفقا للقوانين المنظمة للنشاط الإقتصادي.

-إتاحة الفرصة أمام الإستثمارات قصيرة الأجل، حيث أن المؤسسات المالية تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع طويلة أو متوسطة الأجل، لكن هذا التوظيف لا يغطي كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، وتبقى هناك فوائد مالية يمكن إستثمارها عن طريق بورصة الأوراق المالية على شكل أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة.

-التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الإستقرار النقدي عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية لتغير عرض النقود لمعالجة التضخم والإنكماش.

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى،2002، ص ص 45-47.

2.دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الجزئي:

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة للإقتصاد الجزئي يمكن إجمالها فيما يلي[1]:

-تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الإستثمار والسيولة.

-بيع الحقوق وشراءها، فعن طريق البورصة يمكن للمستثمر الإنسحاب من الشركة، وذلك بقيام البورصة بيع الحقوق وشراءها دون المساس بأصل الثروة.

-توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للإختيار في شتى أنواع الإستثمار.

-توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المجالات التي هي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في مجالات أخرى.

-تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع إنشاء مشروعا خاصا به لقلة رأس ماله، وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

-قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى سيولة بسرعة وبدون خسارة في قيمته.

-التأمين ضد مخاطر تقلبات الأسعار، حيث يستفيد من البورصة الصانع والتاجر والمزارع، ويتمكن من التأمين على مركزه من مخاطر تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحوط (التغطية).

-إيجاد مجال للمضاربة، وتعني أن يقوم بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة الإنتفاع من فروقات الأسعار في الزمان والمكان، وهي ضرورية لإستمرار العمل في البورصة.

كذلك تؤدي سوق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات من خلال ما يلي[2]:

-تعمل سوق الأوراق المالية على التقليل من درجة مخاطرة الإستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية ذلك بواسطة السوق الثانوية التي تمكن الأفراد والمستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت، وبالسعر الذي يتحدد في السوق ويسهل ذلك على الشركات الحصول على التمويل عن طريق إصدار أوراق جديدة.

-تتحدد في السوق الأسعار الجارية للأوراق المالية المتداولة ويساعد ذلك الشركات في بناء التوقعات الخاصة بإمكانية بيع ما تريد إصداره من أوراق جديدة في المستقبل.

كما يمكن إعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بالإنتقال من إقتصاديات الإقراض إلى إقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة إنطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للإكتتاب في السوق.

---

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره ، ص ص 47-48.

[2] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 28.

3.شروط قيام سوق مالي فعال للأوراق المالية

إكتسبت أسواق الأوراق المالية دورا هاما في المجال الإقتصادي إذ على مستواها تتم أكبر الصفقات التجارية التي لها دور كبير في تمويل الإستثمار وزيادة ثروة الدول، ومن أجل إقامة سوق للأوراق المالية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توافر الشروط الآتية[1]:

-وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.

-سهولة الإتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وأن تتوفر على وسائل الإتصال الحديثة.

-وجود الإستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون البورصة سوقا مستمرة من خلال الأمور الآتية:

ا.وجود عدد كاف من المتعاملين تضمن من خلاله الإستمرار والإستقرار، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من طرف فئة قليلة في سوق الأوراق المالية.

ب.إجراء عمليات كثيرة ومتكررة، ووجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تتم فيها.

ت.تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وهذا ما يكسبها فعالية أكبر من زيادة حجم التداول فيها.

-وجود مؤسسات متخصصة في مجال البورصة والتعامل فيها من مؤسسات الوساطة المالية وبيوت الإصدار والسمسرة.

-أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي يجري يتعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق.

-وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم والرقابة على المعاملات التي تتم في البورصة لحماية المتعاملين من المخاطر، ومعاقبة كل من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.

-النمطية، وذلك يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد (standardization)، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن من خلالها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

وعادة تقاس فعالية أي بورصة للأوراق المالية بالعناصر الآتية:

ا.السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات في سوق الأوراق المالية.

ب.الدقة والصحة، وعدم حدوث أخطاء أو السماح لإحتمالاته أن تظهر.

ت.مدى السرعة الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

وبالتالي إذا توفرت هذه العوامل فإنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية قد توفرت لها المقومات اللازمة لنجاحها، وأن تؤدي وظيفتها الرئيسية وهي توفير السيولة وتمكين المستثمر من التخلص مما في حوزته من أسهم وسندات وبالسعر المناسب. والشكل الموالي يلخص أهم الشروط لإقامة سوق مالية فعالة للأوراق المالية.

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-43.

الشكل رقم(7): شروط إقامة سوق فعال للأوراق المالية



المصدر: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية"، مرجع سبق ذكره، ص44.

المطلب الرابع: أنواع أسواق الأوراق المالية وطريقة عملها

تكتسي عملية تنظيم عمل أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة سنتطرق إليها كما يلي:

1.أنواع أسواق الأوراق المالية(البورصات):

يمكن تقسيم البورصة إلى عدة أنواع سنتطرق إليها من خلال عدة معايير كما يلي[1]:

1.1.من حيث المنتجات المتداولة في البورصة

على أساس هذا المعيار يمكن لنا التفرقة بين أنواع البورصات وفقا للمنتجات المتداولة فيها، وتقسم حسبه إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

-المجموعة الأولى: مجموعة البورصات التي تتداول فيها سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، شاي... الخ)، والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، الفضة، البترول...الخ)، أو بورصات سلعية ذات طبيعة خاصة مثل: بورصات العقارات والأراضي، وتشمل كل ما هو مادي ملموس ويمكن التعامل عليه.

-المجموعة الثانية: بورصات الخدمات وهي بورصات شديدة التنوع نظراً لتعدد المجالات التي يمكن إستخدامها فيها، وأهمها السياحة والفنادق وبورصات التأمين وبورصات النقل وتأجير السفن، وبورصات عقود التصدير، وبورصات تجارة الديون...الخ.

-المجموعة الثالثة: بورصات الأفكار، وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الإختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، وصفقات نظم المعلومات...الخ.

2.1.من حيث المدى الزمني

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

-بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها وإستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا.

-بورصات عقود آجلة: يتم الإتفاق عليها دون تسليم أو إستلام المنتجات أو الأثمان، بل تتم المضاربة على السعر فقط.

3.1.من حيث مدى التعامل الجغرافي

وفقا لهذا المعيار يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسين هما:

-بورصات تعمل فقط على المستوى المحلي: لا تمتد معاملاتها دوليا وهي عادة تتواجد في الإقتصاديات المتخلفة، وهي تكون محدودة التعامل للغاية.

-بورصات تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

[1] محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24ساعة، مرجع سبق ذكره، ص ص23-25.

4.1. من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي والتمثيل الحكومي فيها

يمكن تصنيف البورصات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين هما:

-بورصات رسمية: تنشأ وفقا للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم، ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الإستقرار.

-بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية من أمثلتها "بورصة سوق المناخ في الكويت ".

2.المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يكتسب تنظيم عمل البورصة والهيئات العاملة فيها أهمية كبيرة وذلك من أجل ضمان السير الحسن لعمل البورصة واستمراريتها فهناك العديد من المتدخلون في البورصة بالإضافة إلى الأعضاء العاملون فيها.

1.2.أهم المتدخلون ووظائفهم في البورصة

يمكن إدراج أهم المتدخلون في سوق الأوراق المالية ضمن الفئات الرئيسية التالية:

1.1.2.فئة المقرضين (المستثمرين): تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية التي تقوم باستثمار أموالها بإقامة مشاريع أو مؤسسات تعود عليها بالنفع الوفير، أي بفائدة عالية ومخاطر ضئيلة، علما أن هذه الفئة تقوم بالإستثمار في البورصة إذا ما إستطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان والسيولة في أن واحد، وأهم هؤلاء المستثمرين هم: الأفراد المستثمرون التأسيسيون، ويتكون هؤلاء أساسا من شركات التأمين، صناديق الإدخار والتوفير، صناديق المعاشات والنقابات، البنوك التجارية، وتجمعات التوظيف المشترك التي تتكون من صناديق الإستثمار، وكذا المؤسسات التي تكون عادة مانحة لرؤوس الأموال[1].

2.1.2.فئة المقترضين (المصدرين): وتتضمن الفئات التي تكون بحاجة إلى أموال حيث تؤمن هذا الإحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس المال، ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمار، ويتعلق الأمر بهذا الشأن بـ: المؤسسات الصناعية والتجارية، المؤسسات المالية، الشركات الأجنبية، المصالح العمومية، الدولة والجماعات المحلية.

ولحصول هؤلاء المصدرين على رخصة إصدار أوراقهم المالية في البورصة يجب توفير بعض الشروط هي[2]:

-يجب أن يكون الإصدار موافقاً عليه من طرف مجلس إدارة الشركة.

-يجب أن تكون رسملة البورصة محددة بالنسبة للسوق الأولية والسوق الثانوية وذلك بقيمة معينة وحسب السوق أيضا (الدولة).

-نسبة معينة من رأسمال الشركة يجب أن يكون معروضا في السوق على الجمهور.

---

[1] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع ، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2003، ص136.

[2] Josette Peyrard, La bourse, Vuibert entreprise, 8 éme édition 1999, P43.

كما يجب إعلام الجمهور إعلاما كاملا بحيث يجب أن يتضمن هذا الإعلام عن المعلومات الخاصة بتنظيم الشركة، حالتها المالية، نشاطها، نتائجها وتطلعاتها المستقبلية.

3.1.2.فئة الوسطاء (الوكلاء): هذه الفئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين وبين جمهور المقترضين والمصدرين للأوراق المالية، ويستعمل مصطلح الوسيط المالي بمعنى السمسار أيضا إلا أن هنالك فرقا بين المصطلحين كالتالي:

–الوسيط: الوسيط المالي هو الشخص المرخص له بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، ويقوم بأعمال محددة تهيئه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات[1].

ويتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والخبرة المهنية والتأمين ضد المخاطر والقيام بإيداع ضمان مالي لدى البورصة، ولا يمارس نشاط التفاوض في القيم المنقولة المتداولة في البورصة سوى الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يمتلكون شركات ذات أسهم أو هم أشخاص طبيعيون مرخصون لمزاولة نشاطهم من طرف هيئة التنظيم والمراقبة للبورصة، وللحصول على الترخيص يجب على الوسيط أن يقدم الضمانات الكافية المتعلقة بما يلي:

–حيازة حد أدنى من رأس المال.

–حيازة جهاز تنظيمي محكم ووسائل تقنية تتلاءم مع نشاطه.

–حيازة موظفين لهم من الكفاءة والتأهيل ما يسمح لهم بمزاولة هذا النشاط.

إن الوسطاء الماليين لهم إمكانية مزاولة نشاط تسيير المحافظ والقيام بعمليات التوظيف للأوراق المالية، وبالتالي فإن نشاطهم في التوظيف يجعلهم يبحثون دوما عن مكتتبين وطالبين للأوراق المالية لحساب المصدر الذي يقوم بعملية النداء للإدخار العام، وهذا النشاط يزاول عند القيام بإصدار قيم منقولة بإستعمال السعي للبيع الذي لا يمكن ممارسته إلا من طرف الوسطاء المؤهلين، وتتحدد أهم وظائف الوسطاء في المهام التالية[2]:

–التفاوض في القيم المنقولة.

–تسيير محفظة القيم المنقولة.

–التوظيفات عند إصدار القيم المنقولة.

–التوظيفات في السوق الثانوية.

–السمسار: مسؤول ماليا بالتضامن مع المندوبين الرئيسين والوسطاء التابعين له عن الغرامات التي يحكم بها غيرهم، والوسيط عادة ما يكون شخص طبيعي أو معنوي والمتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم، بل يكفي أن يعطي

[1] إبراهيم علي عبدا لله إبراهيم، شرين ياسين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1990، ص145.

[2] Guide de la bourse et des opérations boursières "La bourse d'Alger", Collections guides plus, 1998, P29.

العميل أمره إلى سمسار ليقوم هذا الأخير بتنفيذ إجراء العملية حسب الأصول المحددة في نظام البورصة، ويمارس السماسرة نوعين من الوظائف الرسمية فهم ينقلون إلى البورصة أوامر زبائنهم، ويقومون بإجراء العمليات المطلوبة منهم، ولهذا كان من الضروري وضع القواعد اللازمة لمهنة السمسرة، فالسمسار شخص ذو دراية في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات البيع والشراء من خلال البورصات في المواعيد الرسمية مقابل عمولة يتحصل عليها[1].

3.أعضاء بورصة الأوراق المالية

تتمثل أهم فئات الأعضاء العاملين في البورصة في التالي[2]:

–السماسرة بالعمولة: وتقتصر تعاملاتهم مع الجمهور الراغب في الشراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة أو سمسرة يحصل عليها تحددها لائحة.

–سمسار الصالة (المقصورة): ويختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها زملاؤه السماسرة مقابل عمولة.

–تجار الصالة (المقصورة): ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.

–المتخصصون: وهم نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات مثل: الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ويقتصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل تجار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور مباشرة مثل السماسرة بالعمولة ويعتبر هؤلاء من أهم فئات الأعضاء العاملين بالبورصة.

–السماسرة والمتعاملين في الصفقات الصغيرة(تجار الطلبيات الصغيرة): وتختص هذه الفئة في الطلبيات الصغيرة بأقل مقابل عمولة ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة.

–وكلاء بيوت السمسرة: وهم سماسرة أعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ويساعد الأعضاء العاملين في البورصة المندوب الرئيسي الذي يعمل كموظف لدى سمسار لمساعدته على تنفيذ أوامر المقصورة بإسم ولحساب.

[1] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص137-138.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص123-124.

4.الهيكل الإداري لسوق الأوراق المالية

يتم تنظيم سوق الأوراق عن طريق هيئات وجهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة، وتتم عملية تنظيم سوق الأوراق المالية وفقا للهيكل التالي[1]:

–الجمعية العامة: يجتمع مجموع الأعضاء العاملين والمنضمين في البورصة في جهاز يسمى بالجمعية العامة، يترأس هذه الجمعية رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وظيفتها المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات، وللجمعية الحق في إبداء آرائها خاصة إذا تعلق الأمر بتعديل اللائحة الداخلية، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.

–لجنة البورصة: تضم عدة أشخاص يتم إختيارهم من بين السماسرة من طرف الدولة مهمتها ضمان السير الحسن للعمل في البورصة، كما أنها تقوم بإصدار نشرة الأسعار في كل يوم عمل أو جلسة وتوزعها في اليوم التالي، وتسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة.

–اللائحة الداخلية: تحدد هذه اللائحة نظام العمل الداخلي في سوق الأوراق المالية، ومن أهم المواضيع التي تعينها: طريقة العمل في المقصورة، مواعيد العمل وأيام العطل، الرسوم والإشتراكات، العمليات وجداول الأسعار.

–المقصورة: هي مكان يبنى في شكل مدرج، تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتلقاها السمسار من عميله، ويمنع على الأفراد دخول المقصورة نظرا لدقة العمليات التي تتم بها، ولا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة.

–هيئة التحكيم: لحل النزاعات القائمة بين مختلف الأعضاء في البورصة تم تشكيل هيئة للتحكيم، لكن اللجوء إليها لا يتم إلا بموافقة الطرفين، وتتألف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة وأربعة أعضاء تختارهم اللجنة، وتعتبر قرارات هيئة التحكيم غير قابلة للإستئناف.

–مجلس التأديب: لم يهمل النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية الجانب التأديبي لبعض السماسرة المتلاعبين بمصالح عملائهم، لهذا تم إنشاء مجلس يسن عقوبات رادعة لكل من ينحاز من السماسرة عن تطبيق القوانين السائدة في البورصة كلجوء البعض إلى الإخلال بقواعد السلوك، أو إخفاء حقيقة المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة، ومن أهم العقوبات التي يفرضها مجلس التأديب ما يلي: الإنذار، الغرامة، الوقف والشطب.

–غرفة المقاصة: فيها يتم تسوية كافة العمليات المبرمة في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين من طرف نقابة السماسرة.

–نقابة السماسرة: مشكلة من سماسرة منتخبين فيما بينهم، هدفها حماية مصالحهم والدفاع عن حقوقهم، ويدير النقابة لجنة منتخبة من طرف الجمعية العامة تتألف من عدة أعضاء أهمهم: رئيس ونائب رئيس وأمين صندوق ومستشارين.

[1] شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص ص 38-41.

-مندوب الحكومة: تعين كل وزارة في الحكومة مندوبا أو أكثر للإشراف على كافة البورصات المتواجدة على الإقليم، لضمان تطبيق القوانين واللوائح، ويتم إستدعاء مندوب الحكومة لحضور كافة إجتماعات الجمعية العامة، جلسات لجنة البورصة، مجلس التأديب، وهيئة التحكيم، إذا كانت قراراتها باطلة كما أن له حق الإعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة عندما تكون مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو حتى الصالح العام.

5.أوامر البورصة

ترتبط إجراءات التعامل على الأوراق المالية المتداولة في البورصة على أوامر الشراء وأوامر البيع، وهي تأخذ عدة أشكال.

1.5.تعريف أوامر البورصة

أوامر البورصة هي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم (أو يقومون بها بأنفسهم إلكترونيا) السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد[1].

وتعتبر أوامر البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها، وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره يخبره فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر أمرا شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع.

2.5.أنواع أوامر البورصة

تنقسم أوامر البورصة إلى أربعة أنواع هي:

1.2.5.الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتشمل ما يلي:

-أوامر السوق:

يتم تنفيذ أوامر السوق بأكبر سرعة ممكنة عند أفضل سعر سائد في البورصة، وتعتبر هذه الأوامر هي الأكثر شيوعا في بورصة نيويورك حيث تشكل نحو80% من إجمالي التعاملات في بورصة نيويورك[2].

-الأوامر المحددة:

عند استخدام الأمر المحدد يقوم المستثمر بتحديد مدى السعر الذي يرغب أن يتم به تنفيذ المعاملة، ففي حالة أوامر الشراء يقوم بتحديد السعر الأقصى الذي سيقوم بدفعه في مقابل شراء السهم، ويتم تنفيذ الأمر عند السعر المحدد أو أي مستوى سعري أقل منه، وفي حالة الأمر بالبيع يقوم المستثمر بتحديد السعر الأدنى الذي يقبله للسهم المراد بيعه، ويتم تنفيذ الأمر فقط عند هذا السعر أو عند أي مستويات سعرية أعلى منه[3].

---

[1]محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص248.

[2]عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص 39.

[3]عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص40.

2.2.5.الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، وقد يكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه[1].

3.2.5.الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، قد تكون مدة الفترة يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ[2].

4.2.5.الأوامر الخاصة

وتنقسم إلى ما يلي[3]:

–أوامر الإيقاف: يمكن إستخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق.

–الأوامر المحددة للإيقاف: تستخدم أوامر إيقاف المحددة أساساً كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبطة بأوامر الإيقاف، ويقصد بها عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر السوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، ويمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع.

6.عمليات البورصة

تؤدي البورصة عددا من العمليات وفق إجراءات كما يلي[4]:

–شراء وبيع الأوراق المالية عن طريق السماسرة فقط ولا يجوز أن تتم عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو معاونيهم الذين يتعاملون بأسمائهم، ويجب أن يكون التعامل داخل المقصورة، ويخصص لكل سمسار غرفة صغيرة في البورصة مزودة بأجهزة الإتصال مثل الهاتف، تيلكس، الفاكس لضمان سرعة التعامل.

–تلقي الأوامر من العملاء شفهياً أو هاتفياً أو كتابياً من طرف السماسرة.

–تنفيذ العملية داخل المقصورة، عن طريق المناداة للسماسرة أو مندوبه بصوت مرتفع مبينا إسم الورقة المالية التي يريد بيعها أو شراءها، ويتم قيد العملية في قسيمة خاصة تقدم إلى مراقب المقصورة لقيد بياناتها في سجل ناطق ويرسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في تلك اللحظة.

---

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص125.

[2] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص125.

[3] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص ص 527.

[4] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص135.

-تقييد الصفقة بين العميل والسمسار، بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي إشتراها أو باعها لحسابه ويقوم بإرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

من خلال الخطوات السابقة الذكر تكون البورصة قد يسرت للمستثمر سبل التخلص من الأوراق المالية بالبيع ويستطيع أن يسدد أمواله عكس الإستثمار في المجالات الأخرى، أما عن عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء نميز بيع عمليات أجلة وعاجلة كما يلي:

ا.العمليات العاجلة:

تتميز بأنها تتم فورا فيجري دفع الثمن وإستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم حتى يتمكنوا من تسليمها وقت البيع، أما بورصة البضائع (السلع) فيتم فيها بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها وعادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري لهذا تعرف بالسوق الحرة[1].

ب.العمليات الآجلة:

تتميز بأن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تحدد مسبقا تسمى موعد"التصفية"، وتجري هذه الصفقة عادة مرة كل شهر وذلك قبل أخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية حسب التنظيم المعمول به في البورصة وبالتالي تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة[2].

6.أنواع الأسعار التي تعلن عنها البورصة وطرق تحديديها

يتم نشر التسعيرة بالبورصة في كل جلسة بهدف الإعلان الرسمي عن السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة في التسعيرة والتي تحتوي على عدة معلومات منها: عدد الأوراق، أنواعها، قيمتها، عدد السندات، عدد الأسهم،...إلخ، وهكذا يتم التسعير في البورصة تماشياً مع التطور التكنولوجي الحاصل في السوق وفق التقدم التكنولوجي، حيث أصبحت هذه الأمور على درجة عالية من الأداء.

1.6.أنواع الأسعار التي تصدرها البورصة

يتم الإعلان في البورصة عن الأسعار الآتية[3]:

-سعر الفتح: وهو أول سعر يحدد للورقة المعنية بعد إفتتاح البورصة.

-أعلى سعر للورقة المالية.

-أدنى سعر للورقة المالية.

---

[1] محفوظ جبار، البورصة، دار هومة، الجزائر، بدون سنة نشر ، ص75.

[2] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص135-136.

[3] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص77.

-سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعنية.

إن وقوف المستثمر على هذه الأسعار، ومعرفة كيفية أخذ متوسط الأسعار وحساب الإتجاه العام لتطور السعر يساعده في إتخاذ القرار الإستثماري السليم، ويمكن أن يقف على مؤشر تطور سعر الورقة المالية من خلال جدول الأسعار والرسومات البيانية في إظهار تطور سعر السهم خلال فترة زمنية محددة.

2.6.طرق تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة

لتحديد أسعار الأوراق المالية هناك عدة طرق متبعة في البورصات العالمية هي[1]:

-التسعير بالمناداة:

يجتمع الوسطاء في ساحة البورصة وينادون بأعلى صوتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع مناداة، وذلك بوضع الساعد(أفقيا في إتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسيا في حالة البيع).

-التسعير بالأدراج:

وفي هذه الطريقة توزع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الإختصاصي الذي يحدد السعر وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.

-التسعير بالإعتراض (المقارنة):

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتسمح هذه التسجيلات بمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراءه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

-التسعيرة بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كبيرة في البورصة، فيقوم الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

-التسعير بالنسبة المؤوية:

في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المؤوية من قيمة السهم الإسمية مخصوما منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الإقتطاع الأخير.

-التسعير بالمطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والأخر بالشراء وبنفس الكمية، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، وهذه الطريقة محظورة في العديد من الأسواق المالية إلا عندما يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من عدم وجود عرض أو طلب أكثر ملائمة.

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية، ص ص 76-77.

المبحث الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وخصائصها

نشأ تدريجيا، بالإضافة إلى رؤوس الأموال المنقولة وغير المنقولة المعروفة حتى مطلع القرن التاسع عشر من القرن الماضي نوع جديد من رؤوس الأموال عرف بإسم الأوراق المالية، حيث أدت الحاجة إلى التمويل والإستثمار إلى إصدار هذه الأوراق المالية وتنوعها، وتمثل الأوراق المالية البضاعة المتداول في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم نوعا من الأوراق المالية طويلة الأجل وفيما يلي سنتطرق إلى تعريفها وأنواعها وأهم خصائصها.

1.تعريف السهم:

التعريف الأول: السهم هو حق المساهم في شركة أموال، وهو ذلك الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، ويمثل السهم حق مالكه في الجمعية العمومية والتصويت فيها والإنتخاب وحق الأولوية في الإكتتاب عند زيادة رأس مال الشركة، إضافة إلى حق الحصول على جزء من أرباحها عند التصفية بسبب الإنقضاء[1].

التعريف الثاني: يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يمتلكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم[2].

من التعريفين السابقين، يمكن أن نعرف السهم بأنه عبارة عن شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة التي أصدرت هذا السهم، والأسهم قابلة للتداول والإنتقال في البورصة.

2.خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، بعدة خصائص أهمها[3]:

–القابلية للتداول: مما يوفر للسهم مرونة عالية في سوق الأوراق المالية، حيث من الممكن التنازل عن السهم.

–القيمة المتساوية للأسهم: حيث أن الأسهم العادية التي تصدرها الشركة المساهمة تكون أسهما متساوية القيمة، ولا يحق لها إصدار أسهم عادية بقيم مختلفة، وهذا الشرط لا يحكم الأوراق المالية الأخرى.

–المسؤولية المحددة للمساهم: حيث تنص قوانين شركات المساهمة على أن مسؤولية المساهم تكون محدودة في الشركة، على خلاف الشريك في شركات الأشخاص أو شركات التضامن والذي تكون مسئوليته غير محدودة.

---

[1] شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر، 1998، ص21.

[2] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2002، ص20.

[3] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص78.

3.أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم الر نوعين رئيسين هما:

1.3.الأسهم العادية

تعريف الأسهم العادية: هي عبارة عن جزء من رأسمال الشركة المساهمة، ويمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه من الربح، وغالبا ما يكون رأس مال شركة المساهمة مقسما إلى أجزاء متساوية يسمى كلا منها سهما[1].

وتعتبر صكوك ملكية في الشركات المساهمة حيث تخول صاحبها الحصول عوائد موزعة في المستقبل والتي تختلف بإختلاف ربحية المشروع، وتعرف هذه العوائد بتوزيعات الأسهم ويخول السهم العادي صاحبه بالتصويت على سياسات الشركة والقرارات الهامة من خلال إجتماعات الهيئة العامة العادية وغير العادية.

1.1.3.أنواع الأسهم العادية:

نميز نوعين رئسيين للأسهم العادية هما:

–الأسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم صاحبها ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد إستلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع.

–الأسهم الإسمية: يصدر هذا النوع بإسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل بإسمه في سجلات المؤسسة.

2.1.3.التحديث في مجال الأسهم العادية:

أدت التغيرات التكنولوجية وتغير الإجراءات التنظيمية وحالة الركود والإنتعاش ومستويات المنافسة إلى ظهور أشكال محدثة للأسم العادية أهمها[2]:

–الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

–الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

–الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا سنة 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

---

[1] طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص19.

[2] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص60.

2.3.الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية مثل السهم العادي، إلا أنها توفر لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي.

1.2.3.تعريف الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هي أداة مالية توجد وسط الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات في حصولها على عائد محدد، كما أنها تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالأرباح، ويطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات[1].

فالسهم الممتاز هو سند ملكية لكن ليست تلك الملكية المعروفة في الأسهم العادية لأن حامله لا يحق له التصويت مثل حامل السهم العادي، ومن جهة أخرى فإن السهم الممتاز ليس له تاريخ إستحقاق محدد، كما أنها شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل إستدعاءها أو تحويلها.

2.2.3.أنواع الأسهم الممتازة

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى الأنواع الآتية[2]:

–أسهم مجمعة للأرباح: وهي الأسهم الممتازة التي تمنح لصاحبها الحق في الحصول على الأرباح من السنوات السابقة التي حققت فيها الشركات أرباحا غير أنها لم تقرر توزيعها، فلحملة هذا النوع من الأسهم الأسبقية في الحصول على توزيعات للسنوات السابقة قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية.

–أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: وهذا النوع من الأسهم يوفر لحامله حق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل في إعطاء الحق لحاملها في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح التي توزع عليهم.

– الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق إلى تحويل أسهمه إلى أسهم عادية بالسعر الإسمي إذا ما إرتفع السعر السوقي للسهم العادي، ومن ثمة تحقيق مكاسب رأسمالية لحامل هذا النوع من الأسهم الممتازة.

–الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي الأسهم التي تعطي مصدرها الحق في إسترجاعها من حاملها مقابل دفع قيمتها، وهذا يكون غالبا عند إرتفاع قيمتها السوقية.

3.2.3.التحديث في مجال الأسهم الممتازة

تعتبر عملية تطوير وتحسين كفاءة الأدوات المالية في عملية التمويل ورفع فاعلية تسويق الأوراق المالية تقف وراء التحديث الدائم في هذه الأدوات، ومن أهم التحديثات في الأسهم الممتازة مايلي[3]:

---

[1]Donald E.fischer&RonaldJ.Jordan, security Analysis&Portfolio Management, Newjersy , prentice-Hall International,Inc,1991,p13.

[2] فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن الطبعة الأولى، 2008، ص ص84-85.

[3] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص102-103.

-طرح أسهم ممتازة بتوزيعات معومة ترتبط بمعدل عائد البديل الفرصي (مثل السندات الحكومية)، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي، ويقلل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر وحتى المنشأة المصدرة، إلا أنه يقلل من سلوك المضاربة في سوق الأوراق والذي يعتمد على عدم التأكد من شراء وبيع الأوراق المالية.

-إصدار أسهم تمنح لحاملها حق التصويت، وهو حق يستفيد منه المستثمر يتيح له المشاركة في إتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته مستثمرا ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

المطلب الثاني: السندات

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال وهي تتميز عن غيرها من الأدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة وتضم أنواعا تتباين في مصدرها وفتراتها وتأثيرها.

1.تعريف السند:

وردت العديد من التعريفات للسند، نقدم بعضها كما يلي:

التعريف الأول: "السند هو صك قابل للتداول تصدره شركة أو شخص معنوي ويتعلق بقرض طويل الأجل"[1].

التعريف الثاني: تعرف السندات على أنها صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل خاص بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة إجتماعية وهي مستحقة في تاريخ محدد، ويتحصل صاحبها على فوائد دورية وتعتبر من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة[2].

من التعريفين السابقين يمكن تعريف السند على أنه: عقد أو إتفاق بين طرفين الشركة(المؤسسة) والمستثمر، وبموجب هذا العقد يقوم الطرف الثاني (المستثمر) بإقراض الطرف الأول (المؤسسة) ويعتبر صك مديونية على الجهة التي أصدرته وبالمقابل يتعهد الطرف الثاني برد المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة .

2.خصائص السندات

على الرغم من الإختلاف النسبي مابين السندات حسب جهة الإصدار إلا أنها تشترك في عدة خصائص أهمها:

-السند أداة دين: يترتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

-السندات أداة إستثمار ثابتة الدخل: يحقق السند عائدا لحامله، ويعتبر من أدوات الإستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

-للسندات تاريخ إستحقاق محدد: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند وكذلك سعره السوقي عند الشراء.

[1] عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية، مرجع سبق ذكره، ص28.

[2] F.teulon,les marchés des capitaux.Edition seuil, paris,1997,12.

-القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

وتقوم السندات بشكل عام على القيم الآتية:

-**القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي تثبت على السند المصدر، والذي يحسب على أساسه معدل الفائدة (معدل القسيمة الدورية المدفوعة لحامله).

-القيمة السوقية: وهي تدعى أيضا بالقيمة الشرائية، وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعبر عن القيمة الحقيقية للسندات.

-القيمة الإستهلاكية (القيمة عند الإستحقاق): وهي تمثل قيمة السند عند حلول أجل الإستحقاق، وتكون أعلى من القيمة الإسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم)، أو يستهلك بالقيمة الإسمية.

3.أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات حسب عدة معايير كما يلي:

1.3.تقسيم السندات بصفة عامة:

تنقسم السندات بصفة عامة إلى ما يلي[1]:

-سندات الخزانة: وهي تشير إلى السندات التي تصدرها الحكومة وتكون ضامنة لها في الدفع ولا تحمل هذه السندات أية مخاطر ومعدل الفائدة محدد.

-السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال: وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلبا للإقتراض من السوق، وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر.

-السندات المحلية: وهي السندات التي تصدرها الجهات المحلية في الدولة (بلدية، ولاية).

-السندات الأجنبية: وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها.

2.3.تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر:

يمكن تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر إلى نوعين رئيسيين هما[2]:

-السند لحامله: ويعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع، أو الشراء، أو التنازل، وفي تاريخ إستحقاق الفائدة، بتقديم المستثمر للمصرف المختص بالكبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا "سندات الكبون".

-السند المسجل باسم المستثمر: ويتم دفع منه الفوائد بشيكات للشخص المسجل بإسمه السند ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبها ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك إلا أنه غير قابل للتداول.

---

[1] Eugen F.Brigham.Joel.Houston,Fundaments Financial of management, (Eighth Edition) The dryden press.U.S.A,1998, PP310-314.

[2] منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص32.

3.3.تقسيم السندات من حيث درجة الضمان:

تقسم السندات من حيث درجة الضمان إلى نوعين رئيسيين هما[1]:

–سندات مضمونة: وهي التي يمكن لحامل السند حق(أو إمتياز) محدد مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية أخرى لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها.

–السندات غير المضمونة: وهي السندات غير المضمونة بأصل أوجهة وهي ثلاثة أنواع هي: السندات العادية، وهي التي لم يتقرر لها حق أو رهن كضمان ويعتبر حملة السندات العادية مقرضين لأموال يحقق لهم الحماية بموجب ملكية شهادة الإكتتاب في السند فقط، والسندات الثانوية العادية وهي أقل مرتبة من السندات العادية من حيث نسبة المبلغ المتبقي من تصفية الشركة وأقل مرتبة من السندات المضمونة، وسندات الدخل وبموجب هذه السندات يحق لحاملها الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي يحققه المشروع في حين يتم حساب فوائد السندات العادية والثانوية العادية على القيمة الإسمية للسند، وبجانب هذه السندات توجد ما يسمى بسندات الإحتكار التي تصدرها الشركات القابضة لتمويل الشركات التابعة لها بشروط أفضل من الإقتراض من البنوك.

4.3.تقسيم السندات من حيث العائد:

تنقسم السندات من حيث توزيع العائد (الأرباح) إلى نوعين رئيسيين هما[2]:

–سندات ذات كبون ثابت: ويتم دفعه مرة أو مرتين في السنة على أساس هامش ربح يضاف إلى مؤشر محلي أو مالي يتعارف عليه.

–سندات بدون كبون: وهي سندات تشترى بأقل من قيمتها الإسمية (أي تشترى بسعر الخصم) تحقق ربحا عند تاريخ الإستحقاقها فمثلا في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الإسمية وهذا النوع من السندات يضمن الحصول على سعر فائدة يتوافق وأسعار الفائدة على الودائع في السوق، وبالتالي لا يدخل في مخاطر تذبذب أسعار الفائدة التي تتعرض لها السندات ذات الفوائد الثابتة.

5.3.تقسيم السندات من حيث أسلوب السداد:

تنقسم السندات من حيث أسلوب السداد إلى مايلي[3]:

–سندات يتم السداد لها عند تاريخ الإستحقاق.

–سندات يتم السداد لها بشرائح متساوية على دفعات.

–سندات يتم السداد لها بأقساط سنوية ثابتة ولا يحق لصاحب السند مطالبة الجهة المصدرة قبل تاريخ الإستحقاق.

---

[1] منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص32.

[2] منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000، ص ص27-28.

[3] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص54.

4.التحديث في مجال السندات

أصبحت الحاجة إلى التحديث أمرا مهما للتقليل من أثر عدم التأكد للمستثمرين والمقترضين على حد سواء فضلا عن إدارات الإقتصاد الوطني نظرا لزيادة حجم المنافسة وتوسع حجم التعامل بأدوات الدين وخاصة السندات والتقلبات العالية في أسعار الفائدة الذي ينعكس في خسائر رأسمالية مرتفعة أو مكاسب رأسمالية مرتفعة، وتجنبا لهزات إقتصادية لا تحمد عقباها، وهذا ما أدى إلى ظهور أنواع جديدة من السندات هي [1]:

-سندات لا تحمل معدل كوبون:

تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند الإستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا ما رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق.

-سندات ذات معدل فائدة متحركة:

وهو نوع جديد من السندات أستحدث في بداية الثمانينيات من القرن الماضي لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

-السندات ذات الدخل:

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة.

-السندات الرديئة (متواضعة الجودة):

إستحدث هذا النوع من السندات في الثمانينيات من القرن الماضي لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الإستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكبون مرتفعا ليعوض تلك المخاطر.

-سندات المشاركة:

يعطي هذا النوع المستحدث من السندات للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح المنظمة. ويوضح الجدول الموالي أهم الخصائص لأنواع الأوراق المالية للأسهم والسندات.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأوراق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005،ص ص 261-262.

الجدول رقم(02): الخصائص المختلفة للأنواع الأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولا: الحق الحصول على دخل			
1.من حيث الأسبقية	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
2.من حيث مبلغ الدخل العائد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
ثانيا: الحق في الأصول عند التصفية			
1.درجة الأسبقية 2.المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثا: الحق في استرداد القيمة			
1.تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد سابقا وله تاريخ سداد	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص 62.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

إكتسبت المشتقات أهمية كبيرة من قبل المؤسسات المالية والشركات الخاصة وكافة المستثمرين نظرا لما تحتويه من منافع كبيرة سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل، وتحسين معدلات العائد على الأصول، والتقليل من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة وغير المتوقعة.

1.مفهوم المشتقات المالية

وردت العديد من التعريفات للمشتقات المالية (العقود المشتقة)، نقدم بعضها كما يلي:

التعريف الأول: المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (الأصول محل العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع مابين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية.. إلخ، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر إعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد[1].

[1]طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص56.

التعريف الثاني: المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية محل العقد (أسهم، سندات، وكذلك سلع وعملات أجنبية...الخ)، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد[1].

من التعريفين السابقين يمكن تقديم تعريف شامل للمشتقات المالية: فالمشتقات هي أدوات مالية (عقود) تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعة أو الأصول المالية أو سعر الفائدة، أو أي من المؤشرات الأخرى المرتبطة بها، التي يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعاملون بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقات على الأصل المالي محل التعاقد، ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية (بعضا أوكلا):

-الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

-تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

-وقت سريان العقد.

-تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون: سعر الفائدة، سعر سلة، مؤشر أسعار، سعر ورقة مالية، سعر صرف أجنبي...الخ.

ومن أهم المشتقات هي: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات، أدوات مالية أخرى.

2.أنواع المشتقات المالية

يتم تداول العديد من المشتقات المالية والإستثمارية في السوق المالية، وأهمها ما يلي:

1.2.عقود الخيارات:

وردت العديد من التعريفات لعقود الخيار، نقدم بعضها كما يلي:

التعريف الأول: هي أوراق مالية تعطي لصاحبها الحق في شراء سهم أو سند معين خلال فترة محددة وبسعر محدد في المستقبل أو تعطي له الحق في بيع سهم أو سند محدد بسعر محدد خلال فترة محددة[2].

التعريف الثاني: الخيار هو عقد يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين (ورقة مالية) بسعر محدد وقت الإتفاق ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل، وهذا العقد يتم بين الذي يريد شراء أو بيع الأوراق المالية والطرف البائع لهذا الخيار ولهذا يتقاضى البائع علاوة عند إبرام العقد[3].

من التعريفين السابقين يمكن تعريف عقد الخيار على أنه: إتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد، وعقود الخيار هي عمليات أجلة وعقود مستقبلية مع اختلاف هام وهو أن المشتري لها

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص124.

[2] محمد محمود عبدربه محمد، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 8.

[3] موسى مطر، ياسر المومني وآخرون، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص111.

يملك حق الخيار لإتمام العملية أو عدم القيام بها، أي لا يكون ملزما بإتمامها، ونتيجة لتمتع المشتري بهذا الحق فيجب عليه أن يدفع للبائع مقدما وعند إتمام العقد علاوة متفق عليها.

1.1.2.أنواع عقود الخيار:

تنقسم عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب عدد من التصنيفات، سنتطرق لها كما يلي:

1.1.1.2.التصنيف على أساس نوع الصفقة:

حسب هذا التصنيف تنقسم عقود الخيار إلى نوعين هما[1]:

–خيار الشراء: يخول خيار الشراء لحامله الحق وليس الإلتزام في شراء الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الإتفاق (سعر الممارسة) ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل(تاريخ الممارسة) ويتقاضى الطرف البائع لهذا الخيار علاوة من حامل الخيار عند إبرام العقد.

–خيار البيع: يعتبر خيار البيع معكوس خيار الشراء، وهذا الخيار يخول حامله الحق وليس الإلتزام في بيع الكمية المتفق عليها بسعر محدد وقت الإتفاق ويتم التسليم في وقت محدد في المستقبل.

2.1.1.2.التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ الإتفاق (العقد):

حسب هذا المعيار الخيارات تنقسم إلى نوعين هما[2]:

–حق الخيار الأوروبي: هو حق إختيار (شراء أو بيع أو هما معا)، غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لإنهاء العقد.

–حق الخيار الأمريكي: هو حق إختيار(شراء أو بيع أو هما معا)، غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

3.1.1.2.التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

وفقا لهذا المعيار تنقسم الخيارات إلى عقود الخيار حسب التغطية إلى ما يلي[3]:

–عقود خيار الشراء المغطاة:

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي إلتزامه بالبيع إذا ما إختار مشترى العقد تنفيذ العقد.

–عقود خيار الشراء غير المغطاة:

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد ولذلك إذا إختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

---

[1]موسى مطر، ياسر المومني وآخرون، المالية الدولية، مرجع سبق ذكره ، ص112.

[2]محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد،الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص310.

[3]طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001، ص44.

2.1.2.التحديث في مجال عقود الخيار

إن الأشكال المختلفة للخيارات الحديثة في هذه الحالة تكون حسب النتائج المترتبة عليها لا على أساس التصنيف، حيث أن الخيارات التقليدية يكون فيها صاحب الخيار أمام تنفيذ الخيار أو التنازل عليه، أما الخيارات الحديثة فيمكن بيعها في السوق دون حرج وتتخذ هذه الخيارات ثلاثة أشكال هي[1]:

–عقود الخيارات القابلة للتداول والتي تنصب على الأسهم: إضافة إلى حق حامل الخيارات في أن يشتري أو يبيع الأسهم محل العقد أو أن يتنازل عن عقده فله أن يعيد تداول العقد في السوق وهذا ما يتيح لمكتسب الخيار إدارة محفظة أوراقه المالية بحرية أكبر عن طريق إعادة بيع خياره ومن ثمة إسترداد أمواله.

–عقود الخيارات القابلة للتداول التي ترد على مؤشر البورصة: يتيح هذا النوع من العقود للمستثمرين في الأوراق المالية التنويع في محافظ أوراقهم المالية، وذلك لتعويض الخسارة التي يمكن أن تلحق ببعض تلك الأوراق بالأرباح التي يتوقع أن تتحقق بالنسبة للبعض الأخر.

–عقود الخيارات من خلال أسعار الفائدة (السندات): هذا النوع أيضا من الخيارات تعطي للمستثمر ثلاثة حقوق هي: إما الممارسة، أو التنازل، أو التداول حسب توقعات السوق المالية.

2.2.العقود المستقبلية:

وردت العديد من التعريفات للعقود المستقبلية(المستقبليات)، نقدم بعضها كما يلي:

1.2.2.تعريف العقود المستقبلية

تعتبر العقود المستقبلية إحدى الأدوات المالية المشتقة التي يتم من خلالها شراء أو بيع الأصول المختلفة في تاريخ مستقبلي.

التعريف الأول: العقد المستقبلي هو عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو إستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد وكما هو الحال في عقود الخيارات، ويعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم إستخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق[2].

التعريف الثاني: تعرف العقود المستقبلية بأنها عقود منمطة تعقد بين طرفين يلتزمان بموجب هذا العقد بتسليم أو إستلام كمية من سلعة ما بسعر محدد وموعد تسليم محدد لاحقا، بمعنى أنها عمليات شراء فعلية إلا أنها مؤجلة التسليم من الوجهة القانونية بمعنى أن العقد ملزم التنفيذ للطرفين[3]. ويطلق على العقود التي تشتمل على المحاصيل

---

[1] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص148.

[2] أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص، 234.

[3] إبراهيم أبو بكر المدنيني، نحو تطوير أسواق رأس المال مع دراسة الحالة الليبية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية(غير منشورة) تخصص: نقود ومالية،كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008 -2009، ص 58.

الزراعية والمعادن بالعقود السلعية المستقبلية، أما العقود التي تشتمل على العملات والأوراق المالية فتسمى بالعقود المالية المستقبلية[1].

من التعريفين السابقين يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها: تعتبر إمتدادا لأسواق العقود الآجلة، وتعتبر من الأدوات الحديثة في مجال الإستثمار المالي، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين(عقود قانونية وملزمة) أحدهما بائع والآخر مشتري تعطي لحاملها شراء أو بيع كمية محددة من أحد الأدوات المالية بسعر محدد وقت إبرام العقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل.

2.2.2.أنواع العقود المستقبلية

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

-عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الإستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الإتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة[2].

-العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد[3].

-عقود مستقبلية على سلع:

هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد[4].

3.2.العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلبية ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.

التعريف الأول: هي إلتزام بشراء أو بيع كمية معينة لأصول في تاريخ معروف، وبسعر محدد يسمى بسعر التسليم ويحدد هذا الأخير بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ولا يمكن تسوية مدفوعات العقد قبل تاريخ الإستحقاق[5].

---

[1]William F. Sharpe – Investment 2TH ed Prentic – Hall, inc Englewood cliffs NJ , p 456.

[2]زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص100.

[3]عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص 40.

[4]أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 235.

[5]Pascal François **;**Les produits dérivés financiers ; Duanod; 1erédition ; Paris; 2005; page5.

التعريف الثاني: العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق[1].

ومن التعريفين السابقين يمكن تعريف العقود الآجلة على أنها: هي إتفاق بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع ويلتزمان بموجبه بتسليم أو إستلام كمية من أصل (سلعة أو ورقة مالية أو عملة أجنبية أو أحد مؤشرات الأسهم) بتاريخ في المستقبل في مكان محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد.وللعقود الآجلة مجموعة من الخصائص هي[2]:

-يتم التفاوض بين الطرفين (البائع والمشتري) على شروط العقد، فهي شخصية لا يتم تداولها في الأسواق المنظمة وإنما في الأسواق غير المنظمة.

-تتضمن العقود الآجلة مخاطر العجز وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بإلتزاماته.

-تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

4.القيم المتداولة المهجنة

تدخل الأصول المالية الأخرى غير (الأسهم، الأسهم الممتازة، السندات) تحت هذه الفئة مثل السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم والقروض ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقا، فهي تشتمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه[3].وهي أصول تجمع بين خصائص الأسهم والسندات التي تمثل حق دائنية، وأهمها:

-سندات المساهمة: وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، وتعتبر ديون أبدية، وبمثابة أموال شبه خاصة حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والأخر متغير حسب نشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، وليس لها تاريخ إستحقاق محدد.

-شهادات الإستثمار: وهي أسهم عادية ليس لها حق التصويت ويتمتع صاحبها بحقه في الحصول على التوزيعات وحقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية المؤسسة المصدرة للسهم، وهنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة الإستثمار والتي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة، ويقوم بإصدار شهادات الإستثمار كل مؤسسات القطاع العام

[1] بوعبد الله علي، اثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة جامعة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص 23.

[2] مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص ص215 -216.

[3] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص35.

والخاص وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها ومراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الإستثمار.

المطلب الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولتها

تهدف كفاءة أسواق رأس المال إلى تحقيق ضمان أفضل تخصيص للمدخرات على الإستثمارات، وضمان السيولة وجذب المزيد من الأفراد والمؤسسات إلى السوق، وإتاحة أفضل السبل لتمويل إحتياجات الشركات من الأموال خدمة للإقتصاد الوطني ولكي تكون السوق المالية(البورصة) مرآة للإقتصاد الوطني وتنشيط السوق وزيادة حجمه وضمان الثقة فإنه يجب أن يتمتع بالكفاءة، ولكي يحقق سوق رأس المال هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن يتوافر فيه كل من الكفاءة السعرية والكفاءة التشغيلية.

1.تعريف كفاءة السوق

يولي المهتمون بالأسواق المالية أهمية كبيرة لكفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يعتبر وصول المعلومات إلى كافة المستثمرين في آن واحد وبتكلفة ضئيلة أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية، وهنا تظهر أهمية المعلومات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية، ولها دور كبير في تدنيه المخاطر إلى أدنى مستوياتها.

التعريف الأول: السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشأة كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو في السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدوها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليها الإستثمار في الورقة المالية من مخاطر[1].

التعريف الثاني: السوق الكفء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية[2].

ومن خلال التعريفين السابقين يمكن تعريف السوق الكفئة بأنها: سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه فإن كفاءة السوق ليس مرادفا لنشاطه لأن نشاط السوق ليس مرتبطا بالأسعار السائدة فيه وإنما مرتبط بحجم التداول.

ولكي يتحقق السوق الكفء لابد من توافر عدد من الشروط أهمها:

[1]صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، عالم الكتاب، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2003، ص24.

[2]عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 33.

-أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للعاملين فيه وغير المنشورة ويجب أن تقدم تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة.

-توافر البيانات والمعلومات للشركات المتداولة أوراقها المالية في السوق بشكل صحيح.

-وجود المنافسة التامة في السوق.

-الإفصاح عن المعلومات يكون بأقصى سرعة وبتكلفة أقل إلى كافة المتعاملين في السوق وفي آن واحد.

2.خصائص السوق الكفء للأوراق المالية:

السوق الكفء هو السوق الذي تكون فيها المعلومات المتوفرة متاحة، ومتماثلة لجميع المستثمرين وبتكاليف منخفضة نسبيا، مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وتأثيرها على أسعار الأوراق المالية قليل جدا، كما لا يسمح للمتعاملين بتحقيق أرباح غير عادية على حساب أقرانهم إلا في حالات نادرة يكون مردها إلى محض الصدفة فقط، وتتميز السوق الكفئة بعدة خصائص يمكن إجمالها فيما يلي[1]:

- يتصف المتعاملون في هذه السوق بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.

- المعلومات متاحة للجميع من مقترضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبو الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

-حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم قيود على التداول.

-وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في السوق.

-في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر تحقيق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن الخسائر التي ينطوي عليها الإستثمار في السهم محل الصفقة.

وتهدف كفاءة سوق رأس المال إلى تحقيق أهداف متعددة أهمها[2]:

-ضمان أفضل تخصيص للمدخرات على الإستثمارات.

-ضمان السيولة وجذب العديد من الأفراد والمؤسسات إلى السوق.

-إتاحة أفضل السبل لتوفير إحتياجات الشركات من الأموال مثل زيادة رأس المال أو إصدار السندات خدمة للإقتصاد الوطني، ولكي تكون البورصة مرآة للإقتصاد الوطني لأي دولة.

-تنشيط السوق وزيادة حجمه وضمان الثقة فيه فإنه يجب أن يتمتع بالكفاءة.

ولكي يحقق سوق رأس المال التخصيص الكفء للموارد المتاحة يجب أن يتوافر فيه كل من الكفاءة السعرية والكفاءة التشغيلية.

---

[1] مفتاح صالح معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد، 2010/7-2009، ص 182.

[2] طارق حماد عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2007، ص30.

3.متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتضمن السوق الكفء تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه المواد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن يتوافر سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل كما يلي:

1.3.الكفاءة السعرية:

ويقصد بها أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية، أو بمعنى آخر للسوق الكفء من منظور تسعيري لو أن جميع المعومات متاحة لجميع المستثمرين في وقت واحد بحيث لا يمكن لأي أحد منهم أن يستأثر بمعلومات معينة بحيث يحقق من خلالها أرباح غير عادية.

ويطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة [1].

2.3.الكفاءة التشغيلية:

وهي قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة حيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المستثمرين وتكون هناك حرية الدخول والخروج من وإلى السوق[2].

ويطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرص لتحقيق هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة في حدها الأدنى، وهذا ما يحفزهم على السعي من أجل الحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية[3].

4.أدوار السوق الكفئة للأوراق المالية

وفي هذا الصدد يقوم السوق الكفء بدورين أساسيين هما:

-الدور المباشر: يقوم على حقيقة مفادها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما هم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، وهذا يعني أنه للمنشأة التي تتاح لها فرص إستثمار مربحة سوف تستطيع إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني في زيادة حصيلة الإصدار وإنخفاض في متوسط تكلفة الأموال.

---

[1] عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 59.

[2] محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 34.

[3] عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 60.

-الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشاة على المزيد من الموارد المالية من خلال إبرام سندات أو إبرام عقود إقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة منخفض.

5.الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار هذه الأوراق كافة المعلومات المتاحة والتي يمكن الإستعانة بها للحكم على الأداء الإقتصادي للمشروعات بما يساعد المستثمرين على التعرف على القيم الحقيقية لهذه المشروعات[1].

ويرتبط مفهوم كفاءة الأسواق المالية أساسا بتوافر المعلومات المناسبة وبسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق حيث تتعلق فرضية السوق الكفء بمدى إستجابة أسعار الأسهم للمعلومات، وتتمثل الصيغ المختلفة للسوق الكفء في فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق وفرض الصيغة المتوسطة، وفرض الصيغة القوية والتي نوجزها فيما يلي:

1.5.فرض الصيغة الضعيفة:

يقتضي هذا الفرض بإستحالة إمكانية التنبؤ بسعر الورقة المالية إعتمادا على المعلومات المتاحة في السابق، وتعبر هذه الصيغة على أن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس البيانات في ما يتعلق بالتغيرات التي طرأت على أسعار هذه الأوراق، وبالتالي لا يمكن الإستعانة بهذه المعلومات في التنبؤ من أجل تحقيق أرباح غير عادية من الإستثمار في الأوراق المالية حيث تأخذ حركة الأسعار في هذه الصيغة تغيرات عشوائية، وأن المعلومات التاريخية لا تمكن من تحديد الأسعار مستقبلا، حيث أن أسعار المستقبل تكون مستقلة عن أسعار الماضي وأن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها البعض.

2.5.فرض الصيغة متوسط القوة:

بناء على هذا الفرض لا تعكس الأسعار السوقية للأوراق المالية فقط المعلومات التاريخية بل تعكس أيضا إضافة إلى المعلومات التاريخية كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور، وتشمل الظروف الإقتصادية والسياسية للدولة والعالم الخارجي، والتحليلات والقوائم المالية للشركات، وفي ظل فرض السوق الكفء في شكله الشبه القوي من غير الممكن أن يحقق المستثمر أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين وإن تم ذلك فسيكون لفترة قصيرة لأن المعلومات متاحة للجميع.

3.5.فرض الصيغة القوية:

وفقا لهذا الفرض تكون المعلومات التاريخية(السابقة) والحالية والمستقبلية متاحة للجميع، وأن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك المعلومات الخاصة لمساهمي الشركات ومجلس إدارتها، وفي ظل هذا

[1] محمد محمود عبد ربه محمد، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في الأوراق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص9.

الفرض لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وتقتضي فرض الشكل القوي بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي كافة المعلومات المتاحة العامة منها والخاصة.

المطلب الخامس: آلية حركة الأسعار في ظل السوق الكفء للأوراق المالية

تتحرك الأسعار في سوق الأوراق المالية على المدى الطويل إرتفاعًا وإنخفاضا نتيجة تفاعل عدد من العوامل الإقتصادية والإجتماعية والسياسية، أما في المدى القصير فإكثير ً ا من قرارات التداول تبنى في جانب كبير منها على اختيارات نفسية، إذ أن حركة الأسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المستثمرين ورغبات المضاربين وجميع المتعاملين في هذه الأسواق.

1.آلية حركة الأسعار في السوق الكفء للأوراق المالية

تنعكس أثار كفاءة السوق على آلية عمل السوق التي تتحكم في حركة أسعار الأوراق المالية كما يلي[1]:

-أسعار الأوراق المالية في السوق الكفء تستجيب بسرعة وبدون تحيز لأي معلومات جديدة واردة إلى المتعاملين السوق، فتتحرك هذه الأسعار صعودا وهبوطا وفقا لتفسير هؤلاء المتعاملين في السوق.

-بناء على ما تقدم تصبح الأسعار السوقية للأوراق المالية أفضل مؤشر لتقييم هذه الأوراق وعليه لا يمكن تقيمها بأسلوب أخر غير أسلوب السوق.

-إن السعر السائد للأوراق المالية يعكس فقط درجة المخاطر المنتظمة للشركة المصدرة لتلك الورقة المالية، ولا يعكس درجة المخاطر غير المنتظمة لذلك فإن تنويع المحفظة المالية يسمح بتخفيض حجم المخاطر غير المنتظمة.

-في ظل السوق الكفء يمكن في كثير من الأحيان توقع المعلومات في التقارير المالية قبل نشرها.

-كلما إرتقى مستوى كفاءة السوق المالية تقل فرص الحصول على أرباح غير عادية، لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية يكون مساوي تقريبا للقيمة الإسمية للورقة المالية.

-كلما إرتقى مستوى كفاءة السوق المالية، كان في صالح المستثمر العادي(غير المحترف)، لأن الأسعار السائدة تعكس في ظل السوق الكفء جميع المعلومات المتاحة.

2.أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية

إن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات يمكن أن يوثر سلبا على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق المال من جهة أخرى، فإمتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرين(مثل كبار العاملين في الشركات الذي يمتلكون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية) يمكن أن يؤدي إلى أثار سلبية عديدة، فإن شعور المستثمرين بعدم المساواة في المعلومات المتاحة بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يؤدي إلى العزوف عن التعامل بها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة في فترة زمنية معينة، بالإضافة إلى أن عدم

[1]فاطمة الزهرة طاهري، عيساوي سهام، "حوكمة الشركات في الرفع كفاءة السوق المالية"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 07/06ماي2012، ص12.

تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل إتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن عدم توافر المعلومات بشكل غير عادل أمام المستثمرين وعدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يؤدي إلى تحول سوق الأوراق المالية إلى سوق مضاربة وهي تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة[1].

3.سيولة سوق الأوراق المالية

تكتسي سيولة سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سنتطرق لها فيما يلي:

1.3.مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية

إن مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ينصرف إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة[2].

2.3.خصائص سيولة سوق الأوراق المالية

هناك عدة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة هي[3]:

–عمق السوق: تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر البيع والشراء بصفة مستمرة للأوراق المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل 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 عكس السوق العميقة تتسم السوق الضحلة بعدم إستمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل بين التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار.

– إتساع السوق: تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الإستقرار النسبي في سعرها ويقلل من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق بهامش ربح صغير يبرره إرتفاع معدل دوران الورقة.

–سرعة إستجابة السوق: يقصد بخاصية إستجابة السوق بالقدرة على معالجة أي إختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويتضمن ذلك تدنيه الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية مما يقلل من تردده في بيعها،كما يضمن أيضا عدم إنتظار المشتري المحتمل للأوراق لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل، وتطلب تلك الخاصية توافر وسائل إتصال فعالة في سوق الأوراق المالية.

---

[1]محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر2002، ص 133.

[2]عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص164.

[3]عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص ص164-166.

المبحث الرابع: الإستثمار في الأوراق المالية

يعتبر سوق رأس المال المحور الرئيسي في عملية تنشيط الإستثمار ويمثل الإستثمار في الأوراق المالية أهم أنواع الإستثمار غير المباشر في العصر الحديث، وتتزايد أهمية الإعتماد على بورصات الأوراق المالية في العالم نتيجة زيادة الإتجاه نحو تحرير الأسواق وتشجيع القطاع الخاص، وتنطوي عملية الإستثمار في الأوراق المالية على بيئة الإستثمار والتي تتضمن بدورها جميع أنواع الأوراق المالية القابلة للتداول ومكان تداولها والطريقة المثلى التي يتم من خلالها عملية شراء وبيع هذه الأوراق والطريقة التي يستخدمها المستثمر في القرارات المتعلقة بإختيار مجالات الإستثمار الأكثر ربحية وتتضمن عملية الإستثمار في الأوراق المالية على (الأوراق المالية، والمؤسسات المالية، مؤسسات الوساطة المالية) والتي تتضمن ما يلي:

-ما هي الأوراق المالية التي يتم الإستثمار فيها؟

-ما هو قدر الإستثمار في كل ورقة مالية؟

-متى يتم الإستثمار في أوراق بذاتها؟

المطلب الأول: تعريف الإستثمار

يستمد الإستثمار أصوله من علم الإقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة من المفاهيم الإقتصادية أهمها: الدخل الإستهلاك والإدخار، ويمكن إعتباره بصفة عامة توظيف الأموال الحالية بهدف الحصول على إيرادات أكبر في المستقبل.

1.تعريف الإستثمار: يعرف الإستثمار على أنه "التضحية بالأموال الحالية من أجل الحصول على أموال مستقبلية"[1].

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفّعال إلى جانب الإستهلاك، و يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، ويشتمل هذا المفهوم على بعدين أساسيين هما: الزمن والخطر، فالتضحية تأخذ مكانها في الحاضر، أما العائد فيكون في المستقبل وهو غير مؤكد، وللزمن دور كبير في بعض الأوراق الحكومية في حين يتغلب عنصر الخطر في بعض الأوراق المالية مثل الأسهم.

2.الفرق بين الإستثمار الحقيقي والإستثمار المالي:

يتضمن الإستثمار الحقيقي أصولا ملموسة مثل الأراضي والآلات والمعدات، أما الإستثمار المالي فيتضمن عقودا مكتوبة على الورق مثل الأسهم والسندات، فوجود مؤسسات متطورة للإستثمار المالي يساعد في إنتعاش الإستثمارات الحقيقية، وعليه فإن الإستثمار الحقيقي والمالي يكملان بعضهما البعض، وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتّخاذ قرار إستثمارى وهناك إستراتيجيتان هما: إستراتيجية حذرة وتهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر، وإستراتيجية نشطة تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

[1] محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد،مرجع سبق ذكره، ص 2.

3.تعريف الإستثمار في الأوراق المالية:

قبل تبيان خصائص الإستثمار في الأوراق المالية، سيتم توضيح تعريفه.

التعريف الأول: يقصد بعملية الإستثمار الطريقة المتبعة من طرف المستثمر في تحديد الأوراق المالية التي يتم الإستثمار فيها وحجم الإستثمار في كل ورقة من الأوراق في ضوء محددات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية المتداولة لتكوين محفظة الأوراق المالية وختاما بمتابعة هذه المحفظة وتقييم أداءها[1].

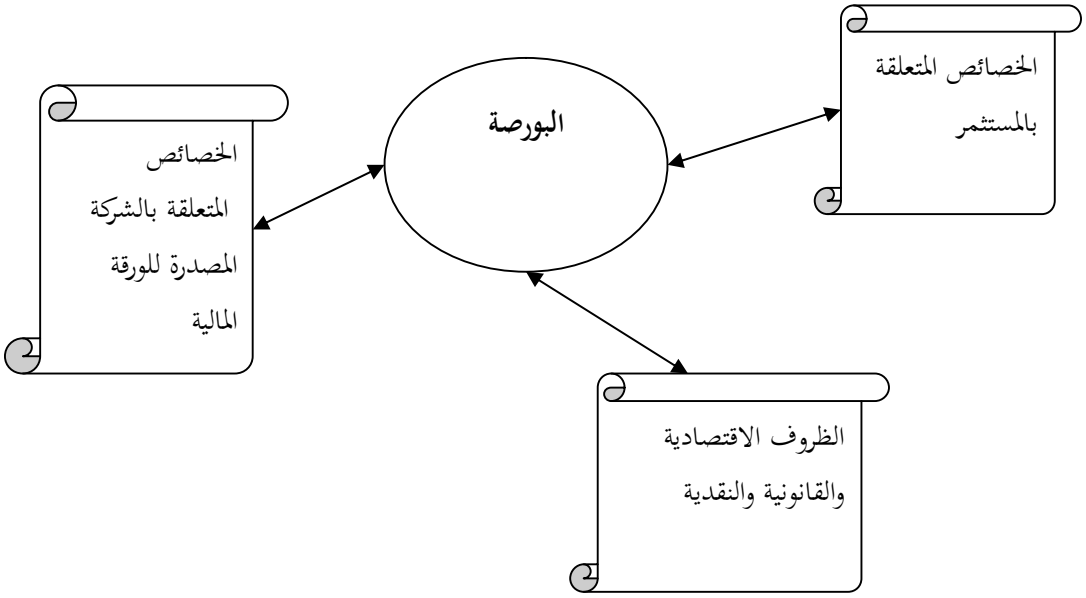
التعريف الثاني: الإستثمار في الأوراق المالية هو تخصيص جزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن للحصول على تدفقات مالية مستقبلا[2].

من التعريفين السابقين يمكن تعريف الإستثمار في الأوراق المالية على أنه: أن المستثمر يخصص جزءا من المال يتاجر به على أمل الحصول على عائد في المستقبل، وهذا الإستثمار إما أن يكون فرديا، أي شراء ورقة مالية أو أصل مالي واحد أو أن يكون إستثمارا متعددا يقوم من خلاله المستثمر بتكوين مجموعة من الأصول المالية تسمى بالمحفظة الإستثمارية يهدف من خلالها المستثمر التوظيف الأمثل لهذه الأصول.

4.الأبعاد المحيطة بعملية الاستثمار في الأوراق المالية

الإستثمار في الأوراق المالية يحتاج إلى الخبرة والدراية وتوافر العديد من المهارات ودراسة الأبعاد الثلاثة المحيطة بعملية الإستثمار، والتي يمكن تلخيصها من خلال الشكل الأتي:

الشكل رقم(08): الأبعاد الثلاثة المحيطة بعملية الإستثمار



المصدر: نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار نشر، بدون بلد النشر،2007، ص52.

[1]نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 51.

[2]عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 197.

ومن الشكل رقم(08) يتضح لنا الأبعاد الثلاثة المحيطة بعملية الإستثمار، وهي كما يلي[1]:

-خصائص المستثمر:

ومن أهم الخصائص التي يجب أن يتسم بها المستثمر ما يلي:

ا.القدرة على التنبؤ والنظرة المستقبلية المبنية على المعلومات والبيانات والمؤشرات الحديثة والشاملة.

ب.المتابعة المستمرة لحركة وإتجاهات الأوراق المالية والربط بينها ومعرفة وتحليل العوامل المؤثرة في هذه الحركة.

ت.الوقوف على إتجاهات الأطراف المختلفة المتعاملة داخل البورصة وإتجاهات البيع والشراء ومراعاة توازنات العرض والطلب داخل البورصة.

ث.سرعة التأقلم مع الأحداث المختلفة السياسية والإقتصادية ومعرفة حجم تأثير هذه الأحداث على إتجاهات البورصة وأسعار وإتجاهات الأوراق المالية المتداولة.

-خصائص الشركة:

يحتاج الإستثمار في الأوراق المالية إلى الإلمام بالعديد من خصائص الشركات التي يرغب المستثمر في إستثمار أمواله بها، ومن أهم هذه الخصائص نذكر ما يلي:

ا.الأرباح ومعدلات العوائد وتوزيعات الأرباح وإتجاهاتها.

ب.سمعة الشركة وشهرتها وقدرة الإدارة على إستخدام أصول الشركة والوفاء بالإلتزامات المطلوبة.

ت.توازن الهيكل المالي للشركة وعدم وجود اختلالات مالية.

ث.النمو المتواصل في أحجام الإنتاج والتوزيع.

ج.أسعار الأوراق المالية للشركة.

ح.الموقف التسويقي للشركة في السوق وحصتها السوقية.

-البيئة المحيطة:

ويتعلق هذا البعد بالبيئة الإقتصادية والسياسية والنقدية والقانونية المحيطة بالشركة ومنها[2]:

ا.معرفة السياسات النقدية المختلفة.

ب.سياسة التجارة الخارجية وحالة ميزان المدفوعات ومعالجة العجز والفائض.

ت.القوانين والتشريعات والحوافز الإستثمارية التي تتيحها مختلف قوانين الإستثمار.

ث.السياسات الضريبية المتبعة والحالة الإقتصادية العامة.

إن إتخاذ قرار سليم من قبل المتعامل في السوق المالية فيما يتعلق بالإستثمار سواء من ناحية الشراء أو البيع في سهم معين، يتوجب عليه أن يكون ملماً، وعلى معرفة بكيفية قراءة القوائم المالية مثل: الميزانية وقوائم الدخل

[1] نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص53.

[2] نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص54.

والتدفقات النقدية، وكيفية تحليل هذه القوائم وإستخراج بعض المؤشرات المالية المرتبطة بهذه القرارات، مما يؤدي إلى رفع إتخاذ قرارات إستثمارية رشيدة وتخفيض مستوى عدم التأكد من فعالية وجودة أي قرار إستثماري من خلال التوجيه السليم للمدخرات.

المطلب الثاني: المحفظة الإستثمارية

تمثل المحفظة الإستثمارية عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، وهذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط وفي هذه الحالة تسمى المحفظة " محفظة أسهم" أو تكون سندات فقط وتسمى المحفظة" محفظة سندات " كما قد تكون المحفظة مشكلة من الإثنين معا ويطلق عليها إسم " المحفظة المجينة".

1.تعريف المحفظة الاستثمارية

إن مفهوم المحفظة جاء كرد فعل على الإعتقاد السائد بأن تخفيض مستوى المخاطر يتحدد من خلال الإحتفاظ بعدد كبير من الأوراق المالية بغض النظر عن جودة هذه الأوراق إلا أن المحاولات التي فندت هذا الإعتقاد أطرت بشكل سليم مفهوم المحفظة الإستثمارية إلا أن هناك عدة تعاريف قدمت لمفهوم المحفظة الإستثمارية نذكر منها ما يلي:

التعريف الأول: يطلق مصطلح المحفظة الإستثمارية على مجموع ما يمتلكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما توظفه هذه الأصول من أموال[1].

التعريف الثاني: محفظة الأوراق المالية هي محفظة تحتوي على كافة الأوراق المالية التي يتم الإستثمار من خلالها، وهي تمثل أصلا من الأصول المتداولة حيث يمكن بيعها في أي وقت لتحقيق أرباح الإستثمار[2].

ومن التعريفين السابقين يمكن تعريف المحفظة الإستثمارية على أنها: عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة.

2.إدارة محفظة الأوراق المالية:

تختلف خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية من وحدة إقتصادية إلى أخرى وأسلوب إدارة وحجم توظيف الأموال، وتتمثل أهم خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية فيما يلي[3]:

– وضع الأهداف الأساسية للوحدة الإقتصادية التي يجب أن تكون واضحة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان وأن تكون قابلة للقياس، وإختيار الورقة المالية التي تتناسب مع أهداف المستثمر.

---

[1]عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 203.

[2]محمد محمود عبدربه محمد، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في الأوراق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص16.

[3]محمد محمود عبدربه محمد، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-21.

-تحليل الظروف الإقتصادية الحالية والمستقبلية فالبرغم من عدم إمكانية القيام بتنبؤات دقيقة عن الظروف الإقتصادية العامة كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم إلا أنه يمكن إستخدامها كمؤشرات تساعد على إستخدام القرار الرشيد.

-دراسة الظروف الداخلية فيما يتعلق بالتنسيق بين متطلبات الربحية ومتطلبات السيولة وإيجاد التوازن فيما بينهما، وكذا تقدير إحتمالات لجوء البنك إلى رهن الأوراق المالية في حالة الإقتراض وكذلك دراسة الشروط المفروض توافرها في هذه الأوراق من حيث الجودة وتواريخ إستحقاقها، وتحديد النسبة من المخاطر بالنسبة للإدارة.

-وضع السياسات العامة المختلفة للمحفظة التي تتمثل في تحديد حجم المحفظة، ووضع أسس تنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة مع إمكانية مراجعتها (السياسات) وإعادة دراستها من حين لآخر على ضوء المستجدات والمتغيرات في الظروف الإقتصادية والسياسية وظروف السوق، وضبط عمليات الشراء والبيع من خلال ضوابط وسياسات عامة لما لها من تأثير مباشر على نتائج أعمال المحفظة (كعدم البيع عند إنخفاض الأسعار أو الشراء عند إرتفاع الأسعار)، حيث أنها تمثل الإطار العام الذي يسترشد به القائمون على إدارة المحفظة.

-التنفيذ والمتابعة، أي القيام بعمليات الشراء والبيع الفعلي لمحتويات المحفظة في ضوء الأهداف المحددة والسياسات العامة الموضوعة وعلى الإدارة التأكد من سرعة إتخاذ القرارات الإستثمارية في الوقت المناسب.

المطلب الثالث: التوظيف المالي الأمثل في سوق الأوراق المالية

لكي يتمكن المستثمر من التعامل في سوق الأوراق المالية هناك أساسيات لابد له من الإلمام بها وفنون يمكنه إكتسابها بالممارسة الفعلية والمستمرة وتتراكم لديه بمرور الزمن، فعمليات البورصة لا تخضع إلى قواعد ثابتة، ولا يمكن للمستثمر أن يحدد مسبقا إتجاه الأسعار صعودا وهبوطا في سوق الأوراق المالية بشكل دقيق، ولكنه من خلال تحليل العناصر التي لها تأثيرها المباشر أو غير المباشر في تحديد أسعار الأوراق المالية أن يحدد على وجه التقريب إتجاه الأسعار وبالتالي يستطيع أن يعقد الصفقات في هذا الإتجاه وعلى المستثمر في سوق الأوراق المالية أن يتبع المبادئ التالية لتحقيق النجاح في مجال التوظيف[1]:

1.يجب دراسة السوق دراسة دقيقة خاصة فيما يتعلق بقيم الأوراق المالية موضوع الصفقة.

2.يجب توزيع المخاطر في إدارة مجموعة الأوراق المالية، لذلك يجب تنويع الأوراق المالية في قطاعات إقتصادية مختلفة لتكون الضمانة أكثر في التوظيف المالي.

3.يجب إتخاذ قرارات البيع أو الشراء بعد القيام بحساب دقيق لجميع الإحتمالات الحالية والمستقبلية.

4.يجب الثبات باليقين، فالتردد والإندفاع في أخر ساعة يمكن أن يسبب الفشل.

5.يجب تقدير ردود فعل كل من الزبائن والمضاربين لأنها تعتبر أهم عامل لنجاح عمليات البورصة.

6.يجب مراقبة عملية التوظيف المالي بإستمرار والقيام بالتبديل* الدوري لمحتويات محفظة الأوراق المالية.

---

[1]عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص196-198.

*طبيعة الأحداث قد تقتضي إعادة النظر في بعض حالات التوظيف فقد تبرز لقيم أخرى وعليه يستحسن إعادة تبديل الأسهم والسندات بصورة دورية لتحقيق الأرباح في الوقت الملائم عند ارتفاع قيم الأوراق المالية أو القيام ببيع القيم التي يخشى عليها من الهبوط.

7.عند إتباع طريقة الخطوط البيانية، يجب تنظيم هذه الخطوط بالنسبة للأوراق المالية الأكثر أهمية في السوق ولمجموعة متشابهة من القيم وتدعيما لتطورات الأسعار في سنة على الأقل، ومن الضروري تدوين بعض الملاحظات على هامش هذه الخطوط فيما يتعلق بتنبؤات الأسعار ليأتي حكم المتعامل أقرب إلى المنطق منه إلى القرار المفاجئ.

8.مهما كانت ظروف النجاح ملائمة حسب تقديرات المتعامل يجب عليه الإحتفاظ بإحتياطي حتى لا تكون الخسارة كبيرة في حالة تغير الأسعار.

9.عدم اللجوء إلى الإعتماد المصرفي لإبرام عمليات البورصة، وفي حالة اللجوء إليه يجب عدم إستعمال كل الإعتماد بل يجب إبقاء جزء منه كإحتياطي.

10.في حالة تحقيق المتعامل ربحا في عملية ما يجب عله التريث قبل الدخول في صفقة أخرى.

وتضاف إلى هذه العوامل الفنية والنفسية ضرورة متابعة وتقدير الأحداث الخارجية عن البورصة، فالبورصة أداة لتحقيق التوازن الإقتصادي والنقدي في الدول حيث أن فوائد القروض وإنتقال رؤوس الأموال لها أثرها السلبي على الإقتصاد.

المطلب الرابع: مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية

يحظى موضوع إدارة المخاطر أهمية كبيرة لدى المستثمرين وذلك بسبب تطور المحافظ الإستثمارية.

1.مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية

لقد قسم الخبراء مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين هما:

-المخاطر النظامية:

وهي التي تؤثر على عوائد وأرباح جميع أنواع الأسهم التي تتداول في سوق الأوراق المالية بدرجات متفاوتة، وعادة تحدث نتيجة وقوع حدث كبير مثل الحروب أو تغيير النظام السياسي القائم في دولة ما، ويجب على المستثمر أن يعرف مسبقا مدى تأثر الأسهم التي يمتلكها بهذا النوع من الأحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية...الخ في دولة ما، وتعتبر مخاطر سوقية مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالإنتظام ويمكن توقعها وبالتالي يمكن تجنبها.

-المخاطر غير النظامية:

ينتج هذا النوع من المخاطر نتيجة وقوع أحداث معينة قد تؤثر على سهم محدد، ويمكن تجنب هذا الخطر عن طريق التنويع في الأسهم، وهي مخاطر غير سوقية وتعتبر أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، وسياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

بالإضافة إلى ما سبق يمكن للمستثمر أن يواجه أنواع أخرى من المخاطر نوجزها فيما يلي[1]:

ا.مخاطر السوق:

تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية كالمخاطر النظامية، أي أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين المستقبلية، وعليه يجب على المستثمر أن يدرس بعمق أسعار الأسهم في الماضي لكي يعرف مستوى الخطر الذي يمكن أن يتعرض له نتيجة تغير الأسعار، ويمكن له حماية إستثماراته عن طريق إختيار التوقيت المناسب لإتخاذ القرار الإستثماري الصحيح.

ب.مخاطر العمل:

ويقصد بها عدم قدرة الشركة على المنافسة في السوق ونمو وإستقرار أرباحها في المستقبل، حيث أن إنخفاض قدرة الشركة على تحقيق أرباح يؤدي إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق، وعليه يجب على المستثمر توخي الدقة في إختيار نوع الأسهم التي يشتريها وأن يختار أسهم الشركات التي تتمتع بقدر عال من النمو والتطور.

ت.مخاطر أسعار الفائدة: توجد علاقة مباشرة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة السائدة، فالودائع في البنوك هي من الوسائل البديلة للإستثمار في الأسهم، حيث إذا ما إرتفعت أسعار الفائدة فإن أسعار الأسهم تميل إلى الإنخفاض لأن العديد من المستثمرين سيجدون أنه من أفضل إيداع أموالهم في البنوك بفوائد مرتفعة أحسن من تحمل مخاطر الإستثمار في الأسهم.

ث.مخاطر التضخم:

يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود، فالأموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من النقود التي سيتم إستثمارها بعد سنوات مقبلة، وبسبب إستثمار معدلات التضخم أصبح من الضروري على المستثمر إختيار الإستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم، فالإستثمارات ذات الدخل الثابت لا يمكنها مقاومة التضخم لأن إرتفاع أسعار الفائدة يفوق العائد المحقق على هذه الإستثمارات.

2.الفرق بين المضاربة والإستثمار في الأوراق المالية

تختلف المضاربة عن الإستثمار في أن المضارب يقوم بالبيع والشراء خلال مدة قصيرة جدا معتمدا على خبرة سابقة عن السوق وقدرته على تحليل المخاطر، وتكون درجة المخاطرة كبيرة جدا في المضاربة إذ أن المضارب يسعى إلى الربح السريع من خلال الإستفادة من فروقات الأسعار، وعادة ما تتم صفقات المضاربة خلال يوم عمل واحد، بينما يتم إتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية بالنظر إلى قوة الشركة المصدرة للأوراق المالية وحسن أدائها وتطور سعرها خلال فترة معقول، وينظر إلى الأداء المستقبلي للشركة من أجل الوصول إلى القيمة المتوقعة للسهم في المستقبل.

[1] نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-63.

فالإستثمار يختلف عن المضاربة في أن هدف المستثمر هو الإستثمار القائم على أسس علمية وإقتصادية تخطط للمستقبل وعلى المدى الطويل وهذا يختلف عن المضارب الذي يريد أن يحقق عائدا ربحيا وهو تحقيق عوائد سنوية على إستثماراته مستفيدا من إرتفاع القيمة طيلة فترة الإستثمار والهدف من الإستثمار هو تحقيق معدلات نمو، في حين أن المضارب يأمل جني الأرباح في فترة زمنية قصيرة من خلال فروقات الأسعار البيع والشراء.

وهناك ظوابط و قيود على تكوين محافظ الأوراق المالية منها:

-ظوابط وقيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمرا لأمواله.

-ظوابط وقيود مالية ورأسمالية: من خلال تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

-ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها.

-ظوابط وقيود ضريبية وإلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها.

-ظوابط وقيود الأخطار والمخاطر: اختيار الأوراق المالية التي يتناسب مع درجة الخطر في الإستثمار فيها.

3.عولمة الأسواق والمؤسسات المالية ودورها في زيادة الإستثمار في الأوراق المالية

تنمو الأسواق والمؤسسات المالية في الدول المختلفة بمعدلات سريعة، ومع هذا النمو يتزايد تداول الأوراق المالية الأجنبية في هذه الأسواق، فمنها السندات الأمريكية بالدولار التي تصدر في أوربا ويتم تداولها في بورصات أوربا Eurodollar Bond وغيرها من الأوراق المالية الأجنبية، ويرجع هذا النمو في الإستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية إلى عدة أسباب منها[1]:

-زيادة حجم المدخرات في الدول الأجنبية، فمثلا دول الإتحاد الأوربي تستثمر في أسواق المال الأمريكية.

-يتجه المستثمرون في الدول المختلفة إلى الأسواق الأجنبية الأخرى للإستفادة من الفرص الإستثمارية الأفضل، ومحاولة تحسين العائد وتدنية المخاطر.

-إتاحة المعلومات عن الأسواق والإستثمار الأجنبية من خلال شبكة المعومات الحديثة.

-إتاحة بعض المؤسسات المالية مثل صناديق الإستثمار الفرصة للمستثمرين في الأوراق المالية الأجنبية المتقدمة أو في الأسواق الناشئة بتكاليف معاملات منخفضة نسبيا.

-تخفيف القيود والقواعد في الكثير من الدول، أدى إلى جذب الكثير من المستثمرين إلى هذه الأسواق وزيادة حجم الإستثمارات فيها.

وعلى مستوى المؤسسات المالية أصبحت المؤسسات المالية في وضع تنافسي ليس فقط على المستوى المحلي بل أصبحت المؤسسات المالية الأجنبية تتنافس مع المحلية في سوق واحد.

[1]السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية(أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، مرجع سبق ذكره، ص ص25-26.

المبحث الخامس: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر والمحلل المالي لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة للشراء والبيع وأن إستخدام المعايير والمؤشرات لقياس نجاح أو فشل أداء الأسواق المالية العالمية له الأثر الكبير على تحديد إتجاهات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية والإبتعاد عن الأسواق الأخرى وهنا تبرز الأهمية الكبيرة دراسة هذه المؤشرات.

المطلب الأول: تعريف وطبيعة مؤشرات الأوراق المالية

تمثل مؤشرات البورصة مقياسا شاملا لإتجاه السوق وتعكس الإتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، لذلك يمثل المؤشر البورصي مستوى مرجعي للمستثمر المهتم بالسوق المالية، وتستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية، وللحصول على مؤشر ذو كفاءة عالية يقيس بشكل موضوعي أداء السوق وجب الأخذ بعين الإعتبار عدة أسس ومعايير عند حسابه أو بناءه.

1.تعريف مؤشر السوق المالية

يمكن تقديم التعاريف التالية لمؤشرات الأوراق المالية.

التعريف الأول: هو أداة لتحديد إتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الإتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشرا لوضع الإقتصاد[1].

التعريف الثاني: المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء[2].

التعريف الثالث: يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين (مقطع مستعرض) والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة[3].

ومن التعاريف السابقة يتبين لنا أن المؤشر يقيس لنا تحركات أسعار الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى إرتفاعا وإنخفاضا الأمر الذي يعطينا صورة عن سعر السوق وإتجاهها، وبالنسبة للمستثمر يعتبر المؤشر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل ولقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق كله.

كما يعتبر مؤشر سوق الأوراق المالية وحدة قياس لأسعار الأسهم في السوق بشكل عام على أساس يومي بحيث عندما يكون عدد الأسهم التي إرتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي إنخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته؛ والعكس صحيح، كما يقيس أيضا مستوى الأسعار في السوق حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم

[1] وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص244.

[2] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص 35.

[3] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص 298.

تداولها في السوق المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي يكون عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

2.أهمية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعد المؤشرات المالية مرآة تعكس أداء سوق الأوراق المالية(البورصة) داخل الدولة، حيث أن المؤشر يقيس أداء أكبر الشركات داخل السوق ومن ثمة فإنه يعكس الوضع العام داخل السوق صعودا أو هبوطا، وبما أن سوق الأوراق المالية تعكس الظروف الإقتصادية السائدة، ومنه يمكن بيان أهمية المؤشرات المالية كما يلي[1]:

-تعكس الوضع العام داخل السوق الذي يعكس بدوره الوضع العام للظروف الإقتصادية داخل الدولة صاحبة السوق.

-يمكن من خلال المؤشرات المالية المعدة داخل سوق الأوراق المالية التنبؤ بالظروف الإقتصادية المستقبلية.

-يمكن للمؤشرات المالية تحديد طبيعة السوق هل يتجه نحو الصعود وإرتفاع الأسعار أم أنه يتجه نحو النزول وهبوط الأسعار.

-قياس متوسط العائد الذي يحققه السوق، حيث أن المؤشر يكشف عن الإتجاه العام في سوق المال.

-يمكن استخدام المؤشرات كأداة للحكم على أداء المحافظ وكفاءة مديريها، وكذلك تقييم أداء مديري صناديق الإستثمار حيث أنها تشكل الأساس في قراراتهم الإستثمارية وتحديد كفاءتهم المهنية.

إضافة لما سبق فإنه يعتبر المؤشر إنذارا مبكرا للدولة والمؤسسات المالية والتي من خلاله تتخذ إجراءات وقرارات مالية وإقتصادية قادرة على تصحيح مسار التعامل في السوق المالي للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الإنهيار المتوقع للسوق المالي وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع المؤشرات وأهمية استخدامها

يوجد نوعان رئيسيان من مؤشرات الأوراق المالية هما:

1.أنواع المؤشرات لأسواق الأوراق المالية:

يوجد نوعان من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل سوق المال(البورصة) يمكن بيانها كالأتي[2]:

ا.**المؤشرات العامة:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة(DJIA)، ومؤشر 500الستاندرد أند بور(S&P500)، ومؤشرEGX30، مؤشر EGX70ومؤشرEGX100 في البورصة المصرية.

ب.**المؤشرات القطاعية:** وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل، مؤشر ستاندر اند بور لصناعة الخدمات العامة.

[1] محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2011، ص376.

[2] محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص374.

ت.مؤشرات الأسواق: إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنّه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة إتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة، وتنقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداولها إلى:

–مؤشرات متداولة: إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها 30 مؤشر إبتداء من سنة 1990، وذلك بالرغم من أنّ أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei 225 ومؤشر Nasdaq 100 ...

–مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

وعليه يمكن القول أنّ هناك العديد من المؤشرات المختلفة، سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية، أو الجهة المشرفة، أو معيار آخر إلى درجة أنّ تنوع وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات.

2.مزايا وجود مؤشرات للسوق

يمكن وجود المؤشر في السوق من تحقيق المزايا الآتية[1]:

–يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الإقتصاد إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأسهم، لذلك يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الإقتصادي لقطاع معين.

–تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يمكن للمرجحين في السوق تحديد مشاكل السوق التي تؤدي لإنحراف الأسعار وتصويب إتجاه السعر ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

–يعتبر أحد العوامل الأساسية في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات(بالزيادة أو بالنقصان) فسوف يعكس المؤشر التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

–يمكن للمستثمرين مقارنة أداء سوق المال بمؤشرات سوق المال في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

وبذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار والباحثين، وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة، سواء كانت هذه العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق أو المنشآت المشاركة في القطاع، وتعبر المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ص251–252.

3.الإستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

لمؤشرات أسواق الأوراق المالية إستخدامات كبيرة تهم المستثمرين والأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وتعد أداة نافعة للتنبؤ لما ستكون عليه الحالة الإقتصادية في المستقبل وعليه يمكن تلخيص أهم الإستخدامات فيما يلي[1]:

-إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الإستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراق مالية (إيجابا أو سلبا)مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة للتنويع، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت إستثمارات المستثمر في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها عندها يكون له من الأفضل متابعة ذلك المؤشر.

-الحكم على أداء المديرين المحترفين: وفقا لفكرة التنويع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متطورة في التنويع يمكن ويتوقع له أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

-التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (التحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه التنبؤ مسبقا بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندها التنبؤ بالتطورات المستقبلية في إتجاه حركة الأسعار في السوق.

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

المطلب الثالث: طرق حساب المؤشرات وأهم المؤشرات البورصية

تحوي البورصات العالمية على مؤشرات لأسعار الأسهم، وأسعار السندات وكذا مؤشرات لأسعار السلع المتعامل عليها في أسواق العقود المستقبلية، ورغم التفاوت بين تلك المؤشرات من حيث كيفية بناءها، فإنها جميعا تقوم على الأسس التالية: عينة الملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة في داخل العينة وطريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر.

1.طرق حساب المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية إحتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تبنى على:

[1] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، مرجع سبق ذكره، ص ص 39-40.

–ملائمة العينة: تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والإتساع والمصدر، فيما يتعلق بالحجم فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشمله المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقًا لواقع السوق، أما الإتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهمًا لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للإقتصاد الوطني دون تميز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة وفيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

–الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، هي:

ا.مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

ب.مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

ت.مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاءوزنًا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر..

2.أهم المؤشرات البورصية العالمية

بشكل عام توجد العديد من المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية ولكن على سبيل المثال لا الحصر نذكر البعض منها كما يلي:

–مؤشر الداو جونز

يعتبر مؤشر الداوجونز المؤشر الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعكس 30 سهما بالغ الأهمية لـ "General electric" ، "General motors" ، "U.S Steel" ، " احتسب هذا المؤشر لأول مرة في سنة 1884 من قبل ناشرين في جريدة"Wall Street Journal " هما "Charles, Edward D.jones "[1].

ويعتمد هذا المؤشر على ما يسمى (بالوسط الموزون بالسعر). وهذا المؤشر يعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق[2].

–مؤشر CAC40: ويتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.ويتم حسابه إنطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق التسديد الشهري وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس

[1] وسام ملاك، البورصات والأسواق العالمية، دار المنهل اللبناني للنشر، لبنان، 2003، ص26.

[2] وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره، ص244.

التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة.

–مؤشر ستاندر اند بورز standard and poor's:

إن الرمز(**S&P 500**) هو إختصار لإسم المؤشر وهو500 ويحتوي هذا المؤشر على 500شركة في مختلف القطاعات وهي موزعة على التوالي 400 شركة صناعية، 40 شركة خدمات، 40 شركة في مجال البنوك والتأمين، 20 شركة نقل[1].ويتم حساب المؤشر على التمهيد الأسعار الأسهم المتداولة فيه (عدد الأسهم المتداولة*سعر السهم)، بطريقة الأوزان المتساوية بالقيمة السوقية.

–مؤشر الفاينانشال تايمز(Shares index100 (FT-SE 100

هو أحدث مؤشر يتم حسابه في بريطانيا، يتكون من 100 سهم تمثل 100 شركة من أكبر الشركات وتمثل قيمة هذه الأسهم 70 % من رأس المال المتداول بالبورصة، وكان أول حساب لهذا المؤشر على أساس أسعار الإقفال في30 /1983/12 وتم إعطاء قيمة أساسية لمؤشر قدره 1000 في هذا التاريخ ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح، ويتم تعديله عند الضرورة لإستيعاب التغيرات التي قد تؤثر على قيمة المؤشر، ويتم إحتسابه كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني، ويتم نشر قيمته من خلال الإذاعة ودور النشر.

–المؤشرات اليابانية:

يوجد بالبورصات اليابانية خاصة منها بورصتي طوكيو وأوساكا حيث يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها، ويتكون مؤشر نيكاي الذي أنشئ سنة 1950م من 225 شركة يابانية كبيرة فهو يحسب بجمع أسعار الـ225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له.

–مؤشر سوق المال المصري:

قامت الهيئة لسوق المال في مصر بإعداد مؤشر ينشر يوميا ثم يظهر بصورة مجمعة في التقارير الأسبوعية والشهرية، ويستخدم مدخل الوزن النسبي على أساس القيمة في حساب المؤشر الذي يعكس مدى التغير في أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق منسوبا لأسعارها في يوم الأساس في 1992/01/02، وينقسم المؤشر العم لسوق المال المصري إلى قسمين هما: المؤشر العام لشركات الإكتتاب والمؤشر العام لشركات الإكتتاب المغلق، ويعتبر المؤشر العام لشركات الإكتتاب العام الأكثر تعبيرا عن السوق حيث التغيرات في المؤشر أكبر كما أنها تعكس العرض والطلب الحقيقيين، في حين أن التغيرات في المؤشر العام للشركات المغلقة غالبا ما تكون قليلة جدا[2].

ويقدم مؤشر سوق المال المصري مؤشرات قطاعية لثمانية قطاعات تمثل كلا من الزراعة، التعدين، التشييد، الصناعات التحويلية، النقل والإتصالات، التجارة، التمويل، الخدمات والتي تمثل في مجموعها المؤشر العام لسوق المال المصري.

---

[1]فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 63.

[2]علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص94-95.

خلاصة الفصل الأول

يرتبط مفهوم السوق لدى الجمهور بأنه مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود، وتمثل الأسواق المالية والمؤسسات المالية جزء هاما من النظام المالي الذي يتكون أساسا من مجموعة من الأسواق المالية والمستثمرين والأفراد والحكومات التي تشارك في هذا النظام وتنظم عملياته المختلفة ولعل أهم وظيفة للنظام المالي هو القيام كوسيط لتحويل الأموال بين طالبي رؤوس الأموال والعارضين ويتم هذا عن طريق مؤسسات الوساطة المالية.

والأسواق المالية تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها من خلال العمل على إنتقال الأموال من وحدات الفائض من الذين يملكون المال إلى وحدات العجز من يريدون تمويل للأموال مقابل أوراق مالية معينة، ويشترك في هذا السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم، إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم إبتكارها تماشيا مع المستجدات والتطوارات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولية التي تصدر فيها الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوية التي تتداول فيها الأوراق المالية، حيث أن جمع الأصول المالية كالأسهم والسندات يكون لنا المحفظة الإستثمارية والتي تعبر بمثابة أداة مركبة من أدوات الإستثمار وتتكون من أصلين ماليين أو أكثر.

وينطوي أي استثمار على قدر من المخاطرة، مما يستدعي إلمام المستثمر بالحد الأدنى من المعرفة ومراعاة الضوابط والمحاذير حتى لا يفشل في تحقيق هدفه المتمثل بالربح.

ويلخص المؤشر أداء السوق المالية الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل الأداء الإقتصادي إلى صورة كمية، وتعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى إنحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية، وفي حال إتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الإقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك يمكن أن تتنبأ بالحالة الإقتصادية المستقبلية.

تمهيد

إن موضوع معالجة الأزمات المالية من المواضيع الحديثة، وقد تطور مفهوم الأزمة ليأخذ جوانب ومتعددة بصورة لافتة خلال السنوات الأخيرة، وهذا راجع إلى كثرة الأزمات وتكرار حدوثها، وعليه فإن البحث في موضوع الأزمات وطرق علاجها لازال يبحث عن الجديد وعن الأسس والأساليب والسياسات التي يمكن من خلالها الخروج بنجاح من آثارها.

وتقوم الأزمة على العديد من العناصر، كما أنها تتسم بالعديد من الخصائص والسمات وتمر بالعديد من المراحل، وفي ظل هذا التعدد في العناصر والخصائص والمراحل تتعدد أنواع المختلفة للأزمات المالية.

سنتناول في هذا الفصل الأزمات المالية، وتبيان جوهرها وحقيقتها، وأسباب نشأتها، والآثار التي تنجم عنها، ثم نتعرض إلى مواقف الدول إتجاه الأزمات، ومدى التنسيق بين الدول في مكافحتها، ونظرا لتزايد شدة هذه الأزمات وتكرارها يجدر بنا البحث عن أنواع السياسات والترتيبات التي يمكن أن تجعل الأسواق الناشئة أقل عرضة للتأثر بالتدفقات المفاجئة في حركة رؤوس الأموال، والواقع أن ضخامة تراجع تدفقات رؤوس الأموال هي الدليل الأساسي على أن مشكلات القطاع المالي قد عمقت وأطالت أمد هذه الأزمات، ثم نتطرق إلى دور المؤسسات المالية الدولية في مواجهة الأزمات المالية، لنكشف عن مدى قدرة هذه المؤسسات في مواجهة هذه الأزمات في المستقبل، ونتطرق لأهم الأزمات المالية التي عرفتها إقتصاديات العالم وسنحاول إيجاد حلول لها ويجب لكي نجد الحلول أولا نتعرف على أساس تلك الأزمة وهي الأسباب لمؤدية لها، وإلى سياسات تجنب ومنع والتحوط ضد الأزمات المالية في المستقبل لهذا الغرض تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث، سيتم التعرض من خلالها إلى النقاط التالية:

المبحث الأول: التأصيل النظري والمفاهيمي للأزمات المالية

المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية وأثارها

المبحث الثالث: مؤشرات الحيطة وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات

المبحث الرابع: سياسات تجنب ومنع الأزمات المالية والتحوط منها مستقبلا

المبحث الأول: التأصيل النظري والمفاهيمي للأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية من أكثر المواضيع الإقتصادية تداولا نظرا لطبيعتها الدورية وإرتباطها بدورات الأعمال وكذا لأثارها المختلفة وسرعة إنتشارها، لذا سنتطرق لمفهوم الأزمات وأنواعها وأسباب حدوثها فيما يلي.

المطلب الأول: تعريف الأزمة المالية وأنواعها

لتبيان ماهية الأزمات المالية العالمية يستوجب التطرق إلى مختلف المفاهيم ذات الإرتباط بمفهوم الأزمة بصفة عامة ثم تبيان حقيقة الأزمة المالية بوجه الخصوص.

1.مفهوم الأزمة:

إختلفت التعاريف التي قدمت للأزمة حسب وجهات نظر المفكرين ويمكن إدراج بعضها فيما يلي:

لغة: الأزمة في معاجم اللغة العربية تعني القحط والشدة، ويقال تأزم الشيء أي إشتد وضاق، وهي تشير إلى حالة طارئة وموقف إستثنائي مغاير ومخالف لمجريات الأمور الإعتيادية، ولم تكن كلمة أزمة شائعة الإستعمال في الأدبيات العربية القديمة، وإلتفت الباحثون العرب إلى هذه الكلمة بصورة بارزة لتكون ترجمة مباشرة للكلمة الإنجليزية(Crisis)[1].

كما تعرف الأزمة بأنها موقف يواجه الفرد أو المنشاة أو الدولة أو مجموعة معينة في تحول خطير وكبير في الأحداث والأنشطة قد تؤدي إلى أضرار جسيمة[2].

وفي ظل الأزمة فإن الأمور لا تسير في طريقها المعتاد أو المتوقع ويحدث فيها عدم توازن قد يؤدي إلى تغيير كبير في المستقبل.

إصطلاحا: هي مرحلة حرجة تواجه المنظومة الإجتماعية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث ينجم عنه عدم الإستقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة ويدفع سلطة إتخاذ القرار إلى ضرورة التدخل لنجدتها وإعادة التوازن لهذا النظام[3].

ومصطلح الأزمة Crisis مشتق من الكلمة اليونانية Krisis والتي تعني "لحظة القرار"، وفي التراجيديا الإغريقية القديمة فإن الأزمات هي مواقف تحتاج إلى صناعة القرار، والأزمات تشكل نقاط تحول تاريخية حيث تكون الخيارات والقرارات الإنسانية قادرة على إحداث تغيرات أساسية وجوهرية في المستقبل.

وعليه يمكن تعريف الأزمة بأنها: حدث أو موقف مفاجئ يؤدي إلى تغير مفاجئ في البيئة الداخلية أو الخارجية للدولة ينشأ عند تهديدا لقيم أو أهداف أو مصالح أو أمن الدولة الخارجي أو الشرعية الدستورية، ويتطلب سرعة التدخل والمواجهة للتحكم في تأثيراتها المختلفة المنتظرة المتوقعة.

---

[1] يوسف احمد أبو فارة، إدارة الأزمات، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 21.

[2] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص17.

[3] إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص18.

التعريف الإقتصادي للأزمة: تمثل إضطرابا مفاجئا يؤثر على التوازن في أحد الأنشطة الإقتصادية أو مجمل النشاط الإقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان[1].ويعبر عن الأزمة الإقتصادية بأنها عبارة عن إضطراب في الحالة الإقتصادية العادية أو في التوازن الإقتصادي[2].

وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من إختلال التوازن بين العرض والطلب(الإنتاج والإستهلاك)، ويستخدم البعض مصطلح الدورة الإقتصادية cycle بدلا من مصطلح crises التي تدل على الأزمة ويمثل الفرق بين الإصطلاحين في أن الأزمة تدل على الإختلال والإضطراب في مرحلة زمانية ومكانية معينة في حين تدل الدورةcycleعلى إنتظام حصولها بصورة متعاقبة ضمن الظواهر الطبيعية لها مما يعني أن حصول الأزمات تمثل حالة متوقعة الحصول.

2.تعريف الأزمة المالية:

تعتبر الأزمات المالية من بين الظواهر الإقتصادية التي حظيت بإهتمام العديد من المفكرين الإقتصاديين الذين حاولوا وصفها وإعطائها مفهوم محدد.

التعريف الأول: يقصد بها 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 سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم؛ مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية[3].

التعريف الثاني: الأزمة المالية هي تدهور أو إنخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الإقتصاد الوطني[4].

من التعريفين السابقين يمكن وضع تعريف شامل الأزمة المالية: بأنها تلك الإضطرابات والإختلالات الحادة والعميقة والمفاجئة فهي تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك إعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف، ومجمل التوازنات الإقتصادية التي تصيب المؤسسات المالية والتي يمتد أثرها إلى القطاعات الأخرى.

كما تؤدي الأزمة المالية إلى الإنخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الإدخار، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للنفط أو للعملات الأجنبية).

---

[1]سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، عمان، الأردن، يومي 28-29 افريل 2009، ص 6.

[2]شوام بوشامة، مدخل للاقتصاد العام، دار الغرب، وهران، الجزائر، الجزء الثاني، 2000، ص 247.

[3]عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص200.

[4]عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص32.

فإذا إنهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو إنهيار قيمة المؤسسات التي تملكها، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الإقتصاد.

وتنطوي الأزمات المالية على عدة عناصر وهي تختلف الأزمات تبعا للأسباب التي تؤدي إلى حدوثها.

1.2.عناصر الأزمة المالية:

تشير الدراسات وفي ظل التعريفات السابقة إلى ضرورة توافر ثلاثة شروط أساسية لحدوث أزمة، وهي[1]:

–المفاجئة وعدم التوقع: يجد صاحب القرار نفسه في حالة أزمة ما، إذا توافرت ظروف تتسم بعدم التوقع تهدد مصالحه الأساسية، وفي هذه الحالة يمكن أن تتسم قراراته بعدم الرشادة وينقصها التخطيط الجيد المبني على أسس موضوعية وقواعد علمية، وبقدر المفاجاه في حدوث الأزمة وعدم توقعها تكون أثارها أكبر، وعدم قدرة صاحب القرار على إتخاذ الإجراءات اللازمة لمواجهتها.

–تهديد المصالح الأساسية للدولة: ينبغي أن تمس المشكلة بمصالح الدولة الأساسية أو بعضها حتى يمكن أن تكون أزمة، وتعتبر المصالح الإقتصادية والمالية أهم هذه المصالح، وحتى نكون إزاء أزمة مالية كلما حدث تهديد مفاجئ وغير متوقع لهذه المصالح، وبقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية، ويصعب الترجيح بين البدائل المختلفة من الأزمة أو حتى التفكير في أسبابها.

–الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار: كلما كانت الحاجة ملحة إلى إتخاذ قرار معين في مواجهة أزمة ما كلما كان ذلك دليلا على حدتها، وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها، حيث تشتد خطورتها كلما كان المدى الزمني لها قصيرا والعكس صحيح، لأن ضيق الوقت قد يكون حائلا دون دراسة البدائل وإختيار البدائل الأكثر فعالية في مواجهة الأزمة.

2.2.خصائص الأزمة المالية

تتميز الأزمات المالية بخصائص وسمات معينة تميزها عن غيرها يمكن حصر أهم تلك الخصائص بما يلي[2]:

–حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، وإستقطابها لإهتمام الجميع؛

–التعقيد، والتشابك، والتداخل في عواملها وأسبابها؛

–تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة؛

–سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها.

[1] إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص ص19-20.

[2] فريد كورتل الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مؤتمر دولي حول" الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، يومي14/13 مارس 2009 ،ص 3.

-إن مواجهة الأزمة يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات، وحسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الإتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

-نقص المعلومات و عدم وضوح الرؤية حولها.

-تستدعي مواجهة الأزمة حسن إستخدام الطاقات البشرية والمادية والفنية المتاحة بأعلى درجة من الكفاءة والفعالية في إطار التنسيق والتعاون الجماعي المشترك بين كافة الأطراف ضمن منهجية عمل الفريق الموحد.

3.2.مظاهر الأزمات المالية

يمكن تلخيص أهم المظاهر المشتركة بين الأزمات المالية الدولية كما يلي[1]:

-الإسراع لسحب الودائع من البنوك.

-قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة إستردادها.

-نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية مما يؤدي إلى إنكماش في النشاط الإقتصادي.

-إنخفاض حجم التداولات في أسواق النقد والمال.

-إنخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا وضمانات مغلظة.

-إنخفاض حجم المبيعات في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب نقص السيولة.

-إزدياد معدلات البطالة بسبب التوقف، الإفلاس والتصفية.

-إزدياد معدل الطلب على الإعانات الإجتماعية من الحكومات.

-إنخفاض معدلات الإستهلاك والإنفاق والإدخار والإستثمار مما يؤدي إلى المزيد من الكساد والبطالة.

المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية وأثارها

تتضافر العديد من الأسباب فيما بينها لإحداث أزمة مالية كما تترتب على الأزمات المالية سلسلة من الآثار نتناولها فيما يلي:

1.أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع سبب حدوث الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، و يمكن تلخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي:

1.1.عدم إستقرار الاقتصاد الكلي:

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والإستيراد الوفاء بإلتزاماتهم خصوصا خدمة

[1] حلمي شحادة يوسف، نحو منهجية علمية لإدارة الأزمة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإدارة والاقتصاد، المجلد12، العدد1، 1998، ص 99.

الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت إنخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 % قبل حدوث الأزمة[1].

2.1.اضطرابات القطاع المالي والمصرفي:

يعمل الإضطراب والاختلال في القطاع المالي والمصرفي على حدوث الأزمات المالية بأنواعها المختلفة على النحو التالي[2]:

-إن التوسع في منح القروض والتسهيلات الإئتمانية الذي شهده القطاع المالي خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي كما في دول جنوب شرق آسيا، وتركز الإئتمان الممنوح في نوع معين مثل القروض العقارية والإستهلاكية كما هو الحال في كوريا الجنوبية، أو تركزه في قطاع واحد كما هو الحال في تايلاندا، يؤدي إلى ظهور مشكلة عدم التطابق والتوافق بين الأصول والخصوم في المصارف، وعدم إحتفاظ المصارف بقدر كاف لمواجهة الطلب على السيولة، كل ذلك كان سببا رئيسيا في إحداث أزمات مالية بهذه الدول.

-دلت حقبة الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين على أن إنهيار وإنتكاس أسواق الأوراق المالية كان السبب في إحداث أزمات متكررة حيث كانت الدول النامية هي الأكثر تعرضا لهذه الأزمات مقارنة بالدول الصناعية الأخرى كما هو الحال في فنزويلا.

-التحرر المالي غير المدروس: الذي يحدث بدولة ما كانت تحت الإنغلاق يؤدى إلى إحداث أزمات، وتحرير أسعار الفائدة بالمصارف إلى التعرض إلى إضطرابات وخاصة في بداية تحررها المالي، فالتحرر المالي يولد مخاطر إئتمانية يصعب على الجهاز المصرفي مجابهتها أحيانا، ويؤدي المجال لدخول مصارف أجنبية أخرى منافسة للمصارف المحلية، وبالتالي يعمل التحرر على زيادة الضغوط على المصارف المحلية لمواجهة ذلك، وخاصة عندما تكون هذه المصارف غير مهيأة لمواجهة المخاطر نتيجة عدم توفر الموارد وعدم وجود الخبرة اللازمة للتعامل مع هذا النوع من التنافس المحفوف بالمخاطر التي قد تؤدي إلى حدوث أزمات مالية.

-وجود قصور في النظام المحاسبي والرقابي: فالمؤسسات المالية والمصارف التي تعاني من وجود قصور في نظامها المحاسبي والمالي، وعدم وجود تشريعات كافية وإجراءات رقابية رادعة، إضافة إلى عدم الإفصاح والشفافية التامة لمعلوماتها وبياناتها المالية والمحاسبية قد تتعرض لأزمات مالية.

3.1.تشوه نظام الحوافز:

يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية في حدوث الأزمات المالية في مجال الإدارة من خلال سعيهم في الحصول على أرباح طائلة، أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات(خاصة مع ضعف نظم الرقابة) التي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل حيث يتوقف عليها مكافئات الإدارة

[1] ناجي التوني، الأزمات المالية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، ماي 2004، ص4.

[2] إبراهيم أبو بكر المدنيني، نحو تطوير أسواق رأس المال مع دراسة الحالة الليبية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية(غير منشورة) تخصص، نقود ومالية،كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008 -2009، ص ص 142-143.

ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافئات مالية سخية لرؤساء البنوك وكذلك أدى الإهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدى الطويل كما حدث في أزمة الرهن العقاري[1].

4.1.عدم تماثل المعلومات:

إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدى إلى عدم الإستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهى تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من آخرين مما يترتب على أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه إتخاذ قرارات خاطئة، كما يمكن في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى" Moral Hazards "والتي تزايد عليها المخاطر المعنوية حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الإستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي وإنتشار ما يسمى سلوك القطيع وإنتشار العدوى أو تفشيها(سريان الإشاعات)[2].

5.سياسات سعر الصرف:

يلاحظ أن الدول التي إنتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لإحتياطاتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة العملة مثل حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ونقص في عرض النقود وإرتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط تفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي، وفي المقابل عند إنتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر إتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي[3].

وتحدث الأزمات في البورصة عموما لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها والبعض الأخر يصعب، وترجع أسباب الأزمات في البورصة عموما إلى ما يلي[4]:

-المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الإقتصادية والحروب التجارية.

-المتغيرات المحلية في معدلات التضخم(أسواق السندات)وأسعار الصرف(أسواق العملات) وأسعار الأسهم وتغير أسعار الفائدة.

---

[1]موسى اللوزي وآخرون،" التحديات التي تواجه منظمات الأعمال-الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية"-، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011 ، ص34 .

[2]علي الزيادات، فارس الخرابشة، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية" حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد11 ، العدد الأول، 2013، ص 408.

[3]ناجي التوني، الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره ص 8.

[4]فريد النجار، البورصات والهندسية المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998 -1999، ص 207.

-التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والإختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الإستثمار.

-الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية.

-المضاربات غير المحسوبة.

كما لابد أن نشير في هذا الصدد إلى أن البلدان النامية قد تكون من أكثر الدول إستعدادا لحدوث الأزمات فيها من جراء الإستثمارات الأجنبية على إعتبار أن البلدان النامية تعاني من صعوبات جمة وتجمعها صفات مشتركة وهي[1]:

ا.نقص وضعف البنى الأساسية، وندرة رؤوس الأموال وسوء إستغلال الموارد الطبيعية المتاحة.

ب.عدم مرونة السياسات النقدية والمالية، وإرتفاع مستوى المديونية لهذه الدول.

ت.نقص البحث العلمي والتطبيقات التكنولوجية، وإنخفاض مستوى التعليم.

ث.إنتشار البيروقراطية والرشوة والمحسوبية، وعدم الإستقرار السياسي.

2.آثار الأزمات المالية

عموما تتشابه الأزمات المالية في آثارها والتي يمكن أن نذكر أهمها فيما يلي[2]:

-إفلاس الكثير من البنوك والمصارف والمؤسسات المالية بسبب نقص السيولة وزيادة مسحوبات المودعين، وإضطرار بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه حتى لا يحدث إنهيار تام للحياة الإقتصادية وتقع الدولة في دائرة الإفلاس.

-إفلاس بعض الشركات التي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية.

- فقدان الوظائف وإرتفاع نسبة طالبي الإعانات الإجتماعية الحكومية وغيرها، مما يلقي المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول ويوقف العديد من المشروعات الإستثمارية الجديدة.

-قيام بعض الدول بفرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب إرتفاع ميزانية الدعم وتقديم المساعدات للشركات والبنوك المقبلة على الإفلاس أو لدعم الودائع أو نحو ذلك.

-فقدان المقترضين لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض ليصبحوا في عداد المشردين واللاجئين والمهجرين والفقراء.

[1] نزهان محمد سهو،الأزمة المالية العالمية الراهنة المفهوم...الأسباب...التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، 2010، ص262.

[2] شريط عابد، سيدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي"محاولة للفهم واقتراح الحلول"، مرجع سبق ذكره، ص 15.

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

تتعدد أنواع الأزمات المالية وتختلف حيث أن الأزمة المالية تبدأ بإحدى المتغيرات المالية، ثم سرعان ما تنتشر إلى كل فروع النظام المالي عبر قنوات، إلا أنه يمكن تقسيمها إلى الأنواع الآتية:

1.الأزمة المصرفية:

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة أو مفاجئة في طلب سحب الودائع فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الإستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وتحدث الأزمة المصرفية في حالتين هما:

-نتيجة حدوث ارتفاع مفاجئ وكبير في سحوبات الودائع من البنوك التجارية، ويتأتى ذلك من الإنخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية، فعندما تكون الودائع غير مضمونة فإن إنخفاض نوعية محفظة القروض وتزايد القروض الرديئة منها يمكن أن يؤدي إلى الأزمة المصرفية، وفي هذه الحالة يتوجه العملاء إلى سحب ودائعهم وبكميات كبيرة قبل حدوث الأزمة.

_الحالة التي تصبح فيها المصارف في حالة عسر مالي، بحيث يتطلب الأمر تدخل البنك المركزي لضخ أموال لهذه المصارف أو إعادة هيكلة النظام المصرفي، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى تلك الحالة أزمة مصرفية وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة" الائتمان ".

2.أزمة أسعار الصرف(أزمة العملة):

وتسمى أيضا أزمة ميزان المدفوعات، وتنجم هذه الأزمة عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بصورة تؤدي إلى تأثير جوهري في قدرة العملة على تأدية دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل، وهذه الأزمة تحدث عندما تقوم السلطات النقدية بإتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة كنتيجة لعمليات المضاربة، وقد يؤدي الأمر إلى إنهيار جوهري لسعر العملة، ويؤدي الهجوم المضاربي على العملة إلى إنهيار قيمة العملة أو تدخل السلطات للدفاع عنها عبر إستنزاف الإحتياطي أو رفع أسعار الفائدة، فتحدث أزمة سعر الصرف أو أزمة العملة عندما تؤدي هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها وترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من إحتياطاته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

-فهي تتمثل في إنهيار أسعار الصرف (إنخفاض شديد)، أو نضوب في إحتياطي الصرف.

-في معظم الأحيان تترافق أزمات أسعار الصرف مع الأزمات المصرفية حيث أنه لا يمكن فصل أسعار الصرف عن العمليات التي تقوم بها المصارف، وفي الأوقات التي تحدث فيها أزمات أسعار الصرف تتغير أسعار الفائدة وهذا يؤثر على عمليات المصارف من جهة الإقراض أو قبول الودائع وتؤثر عليها من جهة الإحتياطات التي تملكها المصارف من العملات الأجنبية.

– تعد أزمات أسعار الصرف من أكثر الأزمات التي حصلت في العالم فخلال الفترة (1975-2007) حصلت 158 أزمة متعلق بأزمات أسعار الصرف كان آخرها الأزمة التي حصلت في سنة 1997 في دول شرقي آسيا، إلا أن هذا النوع من الأزمات قد يؤدي إلى بعض التأثيرات على القطاعات الأخرى، وقد يؤدي إلى تباطؤ النمو الإقتصادي وإلى إنكماش قد يقود إلى الكساد.

3.أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات":

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف إقتصاديا بظاهرة "الفقاعة"bubble "، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو إرتفاع غير مبرر[1]. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن إرتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح إنهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك إتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالت الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

وتحدث هذه الأزمات عندما يتم الإقبال بشكل كبير ومفاجئ على بيع الأوراق المالية من طرف حاملي هذه الأوراق في فترة زمنية محدودة وتؤدي هذه العملية إلى أضرار كبيرة بالنسبة للمنشآت والمنظمات التي تؤدي إلى إنخفاض أسعار أسهم هذه المنظمات وإنخفاض القيمة السوقية لهذه المنشآت في السوق مما يؤدي إلى خسائر كبيرة قد تؤدي إلى إنهيارها، ويتم الحديث عن أزمة عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20 % قياسا على أزمتي 1929 و1987.

4.أزمة المديونية (أزمة الدين الخارجي):

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقف عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد إلتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة الصرف الأجنبي: ويرجع أسباب حدوث أزمة المديونية إلى كل أو أحد الأسباب هي:

توقف المقترضين عن سداد قروضهم.

–إعتقاد المقترضين أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثمة يتوقفون عن تقديم قروض جديدة للبنوك ويحاولون تصفية القروض القائمة.

–حدوث إفراط في الطلب الكلي الناجم عن أخطاء في السياسة الإقتصادية الداخلية والذي ينعكس في وجود اختلال داخلي وخارجي.

[1] من الموقع: http://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041 , اطلع عليه بتاريخ: 2014/11/29.

المطلب الرابع: قنوات إنتشار الأزمات المالية

إن الأزمة أول ما تظهر، تكون متركزة على أحد متغيرات النظام المالي ثم سرعان ما تنتشر عبر قنوات، ويوضح الشكل الموالي رقم(09)كيفية إنتشار الأزمات المالية عبر هذه القنوات، حيث يوضح الشكل مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع والبنوك وأسواق الصرف كما يلي[1]:

–القناة رقم(01): وتمثل إنتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالإنقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من إحتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية بداية سنوات1980.

–القناة رقم(02): تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى إنخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي إحتمالات إفلاسهم كذلك والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة1929.

–القناة رقم(03): أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى إضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

–القناة رقم(04): إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعا لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك إضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

–القناة رقم(05): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

–القناة رقم(06): إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات إلتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

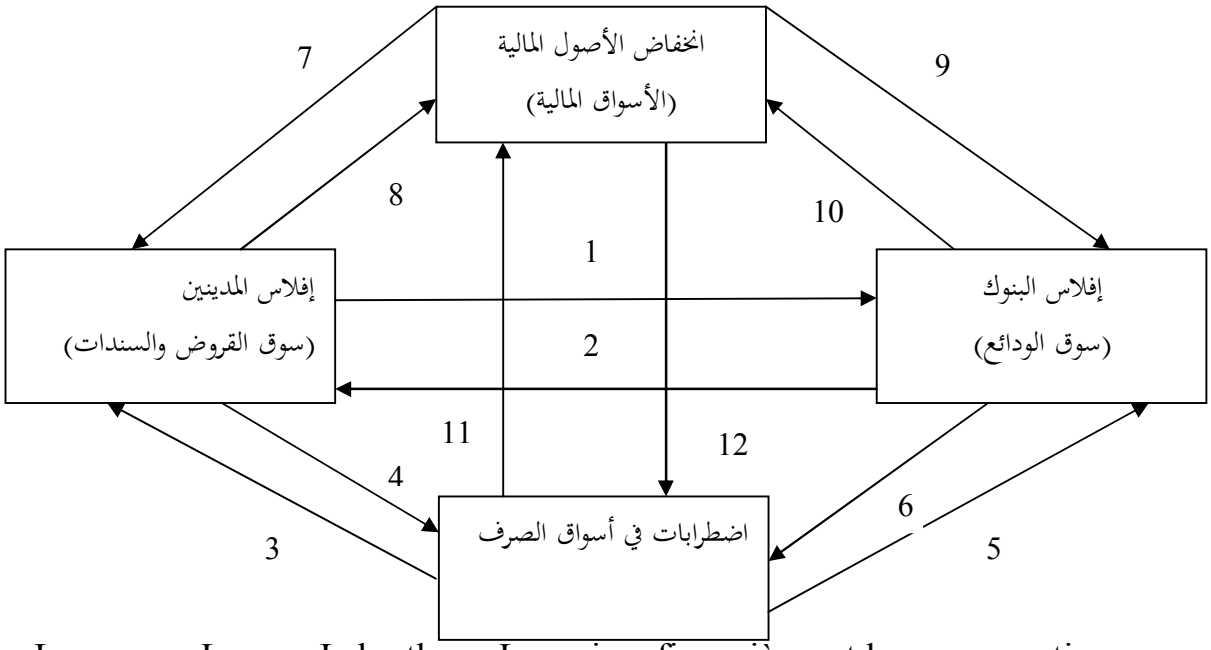
– **القناتين رقم (07)** و**(08)**: وتمثلان الإنتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبة الحدوث بالنظر إلى أن الإستثمار في السندات هو بديل عن الإستثمار في الأسهم.

–القناتين رقم(09)و**(10)**: وتعبر عن إنتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

[1]نسيمه أوكيل، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها (مع دراسة حالة جنوب شرق أسيا)، أطروحة دكتوراه(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص ص 61-62.

-القناتين رقم(11)و(12): وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس فمثلا عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون على التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة. والشكل الموالي يوضح قنوات إنتشار الأزمات المالية كما يلي:

الشكل رقم(09): قنوات إنتشار الأزمات المالية



La source: Lacoue Labarthe, « Les crises financières et leur propagation international », in finance internationale: l'état actuel de la théorie, économica, paris, 1992, p420.

ومن خلال الشكل السابق يتضح لنا عموما أن أزمتي سعر الصرف والأزمة المصرفية تعتبران من أهم الأزمات المالية ويحدث تفاعل بينهما على الرغم من وجود عدة روابط بين أزمة سعر الصرف والأزمة المصرفية إلا أن هناك إختلافات مهمة بين النوعين تتمثل في أن أزمة سعر الصرف تميل لأن تحدث خلال فترة قصيرة نسبيا من الزمن بينما الأزمات المصرفية تأخذ وقت أطول حيث أنها قد تأخذ سنة حتى تصل ذروتها ومن ثلاث إلى أربع سنوات، فعند توقع أزمة سعر الصرف يسعى المتعاملون تحسبا لإنخفاض قيمة العملة المحلية إلى التخلص من هذه الأخيرة وإقتناء العملات الأجنبية، مما يمكن أن ينتج عنه تدافع المودعين لسحب الودائع من البنوك وتقهقر إحتياطي البنوك من الأصول الأجنبية مما يضعف وضعها المالي، وأن تخفيض قيمة العملة نتيجة للأزمة سيضعف حتما وضعية البنوك التي لها خصوم بالعملة الأجنبية غير محصنة أو يضعف عملاء هامين لديها لهم خصوم كبيرة بالعملة الأجنبية مما يعرض البنوك إلى عدم القدرة على إسترجاع جزء كبير من القروض الموزعة على هؤلاء العملاء، وعند الإنتقال من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف فتحدث إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ البنوك المتقهقرة من خلال تقديم مزيد من القروض والإئتمان فيمكن أن ينجر عن هذا تفاقم في المديونية المحلية للبنوك الذي يمكن أن يولد أزمة ثقة لدى المتعاملين الذين يحاولون التخلص من العملة المحلية مما ينتج إنخفاضا كبيرا في سعر الصرف وإنخفاض الإحتياطي الأجنبي.

المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية العالمية وأثارها

لقد شهد النظام الإقتصادي والمالي أزمات عديدة ومختلفة الظروف والأسباب وإختلفت أيضا في حدود تأثيراتها الزمانية والمكانية.

المطلب الأول: تاريخ الأزمات المالية

ظهرت الأزمات المالية في معظم البلدان في التاريخ المعاصر، حيث يخضع الإقتصاد الرأسمالي للدورة الإقتصادية، وهي الشكل العادي لوجوده، فهو ينتقل من حالة الإنتعاش إلى الركود عبر الأزمة ثم يعود فينهض من الركود إلى الإنتعاش، وعرف الإقتصاد العالمي العديد من الأزمات، ويرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى سنة 1637التي عرف فيها الإقتصاد العالمي أولى الأزمات المالية، وتعد هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي عرفها العالم، ثم أزمة سنة 1866حيث تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى في إلى أزمة مالية عصفت بإستقرار النظام المالي البريطاني والتي إمتدت خلال القرن التاسع عشر لتضم الأزمات المصرفية (البنكية) وأزمات سعر الصرف إلى أواخر القرن التاسع عشر وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في(1929 -1933)، ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الإقتصاد العالمي وخلال العقدين الأخيرين عانت كثير من الدول – سواء الصناعية أو الناشئة– من نوع أو آخر من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، ومنها بعض الأزمات التي تلت سنة1973 بما أنها السنة التي تم فيها تغيير النظام المالي العالمي بعد تغيير نظام الصرف في الولايات المتحدة الأمريكية، وخلال الفترة(1979– 1997)كانت هناك أكثر من 158 أزمة سعر صرف و54 أزمة مصرفية، وكانت أزمات أسعار الصرف الأكثر شيوعا من الأزمات المصرفية خلال الفترة(1975 – 1986)، بينما سادت الأزمات المصرفية في الفترة(1987 -1997)، وإرتبط ذلك بسياسات التحرير المالي التي إنتشرت خلال تلك الفترة، وقد كان على بعض دول أمريكا اللاتينية أن تعيد هيكلة نظامها المصرفي الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي في معظم الدول التي تحولت إلى إقتصاد السوق، وكان للأزمة المالية الأسيوية لسنة 1994 كمثال لهذه الأزمات وكيف يمكن لهذه الأزمات أن تتفجر مع صعوبة تقدير الآثار الناتجة عنها والتي تنتشر في شكل عدوى وبائية، وحتى البنوك الأمريكية لم تسلم من الأزمات ففي أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات من القرن الماضي عانى أكثر من 79 بنكا من بين 509 بنك في ولاية نيو إنجلاند من الفشل وإنخفضت بشدة أسعار الأصول العقارية بحيث كان ذلك سببا في فشل أكثر من 14% من بنوك نيو إنجلاند، وعرف الإقتصاد العالمي منذ سبتمبر 2008 بأزمة مالية تعد من أسوء الأزمات التي عرفها التاريخ الإقتصادي، نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تتمدد وتتفاقم في صورة إنهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق الإستثمار، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية، وسنتطرق لبعض هذه الأزمات، وتعتبر الأسواق المالية المعنية بالأزمة محل الدراسة، بينما يتضمن العنصر الثاني الميكانيزمات العاكسة للأزمة، وهذا من خلال الجداول التالية:

الجدول رقم (03):عرض أولى الأزمات: (1637-1720-1797)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
أزمة 1637	السندات لأجل	فيفري1637، بعد عدة سنوات من المضاربة بأوروبا، انخفضت الأسعار فجأة مسببة إفلاس المضاربين وإعتبرها المؤرخون أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة.
إنهيار1720	الأسهم	الأسهم أزمتين متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا وإنجلترا بخصوص أسهم الشركات التي تستغل موارد العالم الجديد.
الأزمة النقدية 1797	البنوك	26فيفري 1797، بنك إنجلترا يعرف إنحصارا في الإحتياطي ويقرر تعليق التخليص نقدا مما خلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك والتسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي.

المصدر: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مؤتمر،الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص3.

الجدول رقم(04): عرض أزمات القرن التاسع عشر: (1810-1819-1836-1873)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
أزمة1810	البنوك	البنوك بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الإئتمان بها خاصة وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا مما سبب أزمة سيولة وموجة بطالة تبعتها ميلاد حركات نبذ الأليه في المصانع.
ازمة1819	البنوك	هي أول أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية، نتجت عن صرف الأموال في حرب 1812، وسياسة التقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي.
إنهيار 1836	الأسهم والبنوك	شهدت إنجلترا انهيارا آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي" أندرو جاكسون "إشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة، وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا؛ وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة1837.

1873	الأسهم	9 ماي 1873، بورصتي فينا والنمسا بدأتا ما يسمى بفترة الكساد الكبير للإقتصاد العالمي بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية بالإضافة إلى أنها لم تكن مغطاة بإنتاج إقتصادي حقيقي مما سبب إنهيارا كليا إنتشر على ألمانيا، أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية.

المصدر: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مرجع سبق ذكره، ص 4.

الجدول رقم(05):عرض أزمات القرن العشرين: (1929-1974-1979)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
إنهيار 1929	الأسهم	أقوى أزمة اقتصادية عالمية في القرن الماضي.
ازمة1974	البنوك	البنوك إفلاس البنك الألماني" هيرستات "بسبب التفاوت في التوقيت بين ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وهي أول مرة يتم فيها التعرف على مفهوم الخطر النظامي.
أزمة 1979	البنك الفدرالي الأمريكي	قام محافظ البنك برفع أسعار الفائدة تدريجيا وكل يوم حسب الحاجة من أجل إمتصاص التضخم وهي سياسة نقدية أثبتت نجاحها آنذاك.

المصدر: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مرجع سبق ذكره، ص 5.

الجدول رقم(06): أزمات ثمانينات القرن العشرين(1982-1985-1987)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
1982 أزمة الديون البنكية	البنوك أسعار الفائدة والأخطار النظامية	بعد أحداث 1973 في قطاع المحروقات، تراكمت ديون الدول النامية، بالإضافة إلى ذلك لم تستعمل القروض في الإستثمار وإنما في تغطيت العجز في موازين المدفوعات مما زاد من حدة وقع أزمة البترول الثانية في 1978 حيث أجبرت هذه الدول على الإستدانة بأسعار فائدة عالية وعلى المدى القصير مما أثقل كاهلها وجاءت أزمة المكسيك كأول رد فعل وسببت الديون المعلقة حالة ذعر عالمية.
1985	بنك نيويورك خطر نظامي	توقف نظام التشغيل ببنك نيويورك لمدة 28 ساعة سبب التوقف الكلي لعمليات السحب والدفع للقروض الحكومية مما إستدعى التدخل المستعجل للبنك المركزي بـ 20 مليار دولار الذي يعتبر سابقة تاريخية.

إنهيار 1987	سوق السندات الحكومية ثم سوق الأسهم خطر نظامي	بسبب إنخفاض قيمة الدولار كسعر صرف ارتفعت أسعار الفائدة المتعلقة بالمدى الطويل، ومع ذلك واصلت أسواق الأسهم بالنمو ولكن عند بلوغ الإرتفاع في أسعار الفائدة 400 نقطة جاء الإنهيار مسجلا اكبر إنهيار تاريخي في يوم واحد في بورصة الأسهم وإنتهت كذلك بتدخل البنك المركزي الأمريكي.

المصدر: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مرجع سبق ذكره، ص 6.

الجدول رقم(07): عرض أزمات تسعينيات القرن العشرين: (1990-1992-1994-1997-1998)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
1990	المحروقات	مع حرب الكويت
1992	النظام النقدي الأوروبي	20سبتمبر1992 إعادة الهيكلة الفرنسية
الأزمة الإقتصادية المكسيكية1994	أسعار الفائدة خطر نظامي	إرتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي شكل ضمانة وهمية شجعت الإستدانة الأجنبية مما سبب عجزا في ميزان المدفوعات إستدعى التدخل الأمريكي العاجل لكونه اقرب جيران المكسيك.
الأزمة الإقتصادية الأسيوية(1997-1998)	البنوك	نفس ما حصل للمكسيك تكرر في تايلاندا وإنتقل إلى دول شرق آسيا. أطول أزمة إقتصادية في تاريخ روسيا ودول الإتحاد السوفيتي سابق وهددت النظام المالي العالمي.

المصدر: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مرجع سبق ذكره، ص 7.

الجدول رقم(08):عرض أزمات الألفية الثالثة: (2000-2001-2008)

الأزمة	الأسواق المالية المعنية	السبب
2000	الانترنيت الأسهم	تهافت المؤسسات على البيع عن طريق الإنترنيت دون وضع اللوجستيك والتوزيع بعين الاعتبار سبب أزمة في مارس2000 .
2001	خطر نظامي	نتج عن أحداث 11 سبتمبر2001، تدمير العديد من فروع الأسواق المالية الدولية بالإضافة إلى تضرر شبكات إتصال حيوية كأنظمة المقاصة وتدخل أيضا البنك المركزي الأمريكي من خلال توفير السيولة اللازمة للبنوك المتضررة

		ولمدة أسبوع كامل خوفا من الخطر النظامي و بدوره البنك المركزي الأوروبي قدم أكثر من 130 مليار اورو للبنوك الأوربية لتفادي الانهيار.
الأزمة المالية 2008	خطر نظامي	سنتطرق إليها بالتفصيل لتزامنها مع فترة الدراسة

المصدر: **المصدر**: الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مرجع سبق ذكره، ص 8.

المطلب الثاني: عرض لأهم الأزمات المالية العالمية

شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات في أواخر القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وكان آخرها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008(أزمة الرهن العقاري)، وعند تطرقنا لموضوع الأزمات المالية يجدر بنا التوقف عند ستة أزمات مالية، لإعتبارها من أهم تلك الأزمات وعلاقتها بأسواق الأوراق المالية موضوع دراستنا.

1.أزمة الكساد العظيم(1929-1933)، بالنظر إلى مصدرها أمريكي أيضا وتعدي أثارها إلى كل دول العالم وجميع الأنشطة.

2.أزمة سوق الأوراق المالية (المناخ) سنة 1982كمثال للأزمات أسواق الأوراق المالية العربية.

3 أزمة البورصات 1987(أزمة يوم الاثنين الأسود).

4.الأزمة الشرق أسيوية سنة 1997، بإعتبارها نموذج لكل أزمات الأسواق الناشئة، وبالنظر إلى نطاقها الذي شمل ثمانية دول ذات روابط إقتصادية متداخلة.

5.أزمة الرهن العقاري 2008* لتزامنها مع فترة الدراسة.

6.أزمة اليونان: كمثال لأزمات الدين الحكومي، التي سببت أزمة اليونان الحالية، ويمكن تسميتها أيضا بأزمة ميزان المدفوعات حيث أن سبب عجز تسديد الدين هو العجز في ميزان المدفوعات في اليونان.

وسنتطرق إلى هذه الأزمات بنوع من التفصيل فيما يلي:

* على الرغم من تواتر الأزمات العالمية، فان ازمة 2008 هي الاقوى منذ ازمة1929وما تلاها من الكساد العظيم...

«We face the greatest challenget othe world economy inmodern times;acrisis which has deepened since we last met(15November2008),which affects the lives of women,men,and children in every country and which all countries must join to gether to resolve.Aglobal crisis requires a globa lsolution"Declaration of G20,2April,2009».

1.أزمة الكساد العظيم 1929

بدأت الأزمة في 3 سبتمبر 1929 عندما أقفل مؤشر (داو جونز) لمتوسط الصناعة عند 381 نقطة، وفي الثاني من أكتوبر من نفس السنة إنخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وصاحب هذا الإنخفاض إنخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة معلنا بداية حدوث الكساد الكبير Great Recession ، وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، بما يعنى إنخفاضا بلغت نسبته 20% بالمقارنة بما كان عليه الحال في سبتمبر أي في أقل من شهرين، وقد إستمر إنخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات، حيث أغلق المؤشر في 8 جويلية من سنة 1932 عند 41 نقطة فقط وهذا يعني أن المؤشر وصل إلى حوالي 11% مما كان عليه في 3 سبتمبر 1929.

وخلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات وانتشرت البطالة، فإنخفض الطلب على السلع والخدمات وإنخفضت معه أسعارها، كذلك فشل المدينون في الوفاء بإلتزماتهم فأحجم المقرضون عن تقديم الإئتمان وإنخفض حجم الإستثمار وواجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحقاتها، ففشلت في تلبية مستحقات العملاء، وأعلن إفلاس الكثير منها، ففي الولايات المتحدة وحدها أعلن عن إفلاس 5000 بنك، وخسر المودعون ما يعادل 3 مليار دولار، وقد تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية[1]:

-كان لها ارتباط وثيق بالأزمات الإقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.

-استمرت الأزمة لفترة طويلة (4سنوات).

-بلغ عدد البنوك التي أفلست منذ بداية سنة 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10.000بنك في الولايات المتحدة، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك.

-إنخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة.

-إختلاف أمد ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير، ففي خريف 1929 إنهارت أسعار الأوراق المالية في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، وفي ربيع سنة 1931 إمتدت الأزمة النقدية والمالية إلى الدول الأوروبية.

-رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار العملات.

1.1.أسباب أزمة 1929

تتمثل أسباب أزمة 1929 فيما يلي:

-إرتباط النقد بالذهب، وعدم توافر المرونة الكافية لكمية النقود إتجاه تغيرات النشاط الإقتصادي، أي عدم مقدرة النظام النقدي على تلبية متطلبات التطور الإقتصادي المتزايدة إلى النقود.

-غياب إمكانية إستخدام السياسات النقدية لتحقيق سواء أهداف إقتصادية داخلية محلية أو أهداف إقتصادية خارجية على المستوى الدولي.

[1] مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص ص 100-101.

-إنخفاض نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي إلى 10% وعدم توفر السيولة المطلوبة عند عدد من المتعاملين للرفع في مساهمتهم.

-إتجاه العديد من المضاربين وغيرهم إلى بيع الأسهم على المكشوف.

-المعاملات غير الشرعية التي كثر التعامل بها في تلك الفترة وأهمها: الشراء بغرض الإحتكار، وإستغلال ثقة العملاء والتلاعب في أسعار الأوراق المالية مما سارع من حدة هبوط الأسعار.

-ثار التساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد الكبير، أم أن الكساد الكبير هو الذي تسبب في حدوث إنخفاض في أسعار الأوراق المالية، ووقع اللوم في النهاية على أسواق رأس المال، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث إنحرافات في تلك الأسواق يعتقد أنها كانت سببا رئيسيا في حدوث الأزمة.

2.1.مظاهر الأزمة

من أبرز صور الإنحرافات التي إنتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم هي البيع الصوري أو المظهري والشراء لغرض الإحتكار وإستغلال ثقة العملاء وإتفاقيات التلاعب، وفيما يلي نبذة عن كل منها[1] :

-**البيع الصوري أو المظهري**: يقصد بالبيع الصوري أو المظهري خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على هذا السهم، ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لأبنه أو أحد أفراد أسرته ومن صوره كذلك قيام ذلك الشخص بشراء وبيع ذات الورقة في ذات اليوم لشخص يتفق معه على ذلك، وتتم العملية بأن يقوم المشترى بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي إشتراها منه وذلك في نفس اليوم وبسعر أكبر أو أقل حسب الإتفاق.

فالهدف من البيع المظهري هو إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المالية المعنية وأن تعاملا نشطا يجرى عليها، وهو لا يتعدى كونه نوعا من أنواع الخداع والإحتيال بغرض تحقيق الربح، فالمستثمر المخادع أو المحتال الذي يرغب في شراء أسهم شركة بأقل من السعر الجاري لها يمكنه – إذا كان سوقها غير نشط– أن يمارس البيع المظهري وذلك بأن يشترى جزءا من إحتياجاته بالسعر الجاري، ثم يعيد بيعها صورياً لأقاربه أو أصدقائه على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، أو أن يبيعه مباشرة لأكثر من بيت من بيوت السمسرة تحت أسماء بعض أقاربه أو أصدقائه.

ولما كانت إحدى سمات أسواق رأس المال هي نشر المعلومات بشأن الصفقات التي تبرم، فإن سلسلة من البيوع للأسهم المشار إليها من شأنه أن يؤدى إلى إنخفاض قيمتها السوقية بشكل يوحي للمتعاملين بتدهور حالة الشركة، وهنا قد يصاب بعض المستثمرين حسني النيه بالذعر، مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكون من هذه الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه مزيدا من الهبوط في الأسعار، وحينئذ يدخل المستثمر المخادع مشتريا.

[1] رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي لآفاق الاستثمار "الدورة الثالثة" "معا لمواجهة التحديات"، الكويت، 28 أبريل 2009، ص ص 4-5.

-الشراء بغرض الإحتكار:

يقصد بالشراء لغرض الإحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك بغرض تحقيق نوع من الإحتكار يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، وفي بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الإحتكاري في شراء الأسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحا مضمونا.

ويعتبر النوع الأخير من الإحتكار قمة الإستغلال للمضاربين، حيث يلتزم المضارب برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف في أي وقت يقرره مقرض الأسهم، وفي ظل الإحتكار وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم قد يطلب المقرض أسهمه ليبيعها، وهنا يضطر المضارب إلى دخول السوق مشتريا وليس أمامه إلا قبول السعر الذي يحدده المحتكر.

-إستغلال ثقة العملاء:

يقصد بإستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية من طرف السمسار اتجاه أحد عملائه وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام صفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة له، ويهدف السمسار من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى إبتزاز العميل لا أكثر ولا أقل، فهو يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه سواء كانت تلك الصفقات مربحة أم غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عددا وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة، ويسهل على السمسار ممارسة هذا النوع من الإحتيال عندما تكون أوامر العميل من النوع الذي يعطى للسمسار سلطة إبرام ما يراه من الصفقات، وحتى لو لم تكن الأوامر من هذا النوع فإن السمسار يمكنه الإحتيال بطريق آخر كأن يزود العميل بمعلومات مضللة يترتب عليها تشجيعه على إبرام صفقات بيع أو شراء الاوراق المالية.

-إتفاقية التلاعب في أسعار الأوراق المالية:

وهي تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إتفاقية التلاعب في أسعار الأوراق المالية إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشتمل العضوية في مثل هذه الإتفاقيات على سماسرة عاملين في بعض المؤسسات التي لها أوراق متداولة، كما قد يساهم بعض هؤلاء الأعضاء في العمل بينما يساهم الآخرون برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية.

2.أزمة سوق الأوراق المالية (المناخ*) سنة 1982:

مع صدور القرار الخاص بتنظيم تأسيس الشركات المساهمة محليا وعدم السماح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة لجأ المستثمر الكويتي إلى تأسيس الشركات الخليجية وطرح أسهمها للمضاربة، وأسست أول شركة خليجية سنة 1976 أما الباقي فقد تم تأسيسه فيما بين سنتي 1979 و1980 حيث قارب عددها 35 شركة كان للملكية والإدارة الكويتية النصيب الأوفر منها.

* المناخ هو مكان كانت تنوخ فيه الإبل ويقع في الكويت، وقد تطورت تلك المنطقة إلا أنها احتفظت بتسميتها التاريخية.

وترافقت هذه العوامل مع إنحسار تدفق رؤوس الأموال الكويتية للإستثمار في الأسواق العالمية مخافة التعرض للمخاطر في هذه الأسواق وعلى رأسها التضخم وتذبذبات أسعار الصرف، ومن ثم لم يكن للمستثمر الكويتي من مجال للإستثمار سوى الأوراق المالية والعقار مما أعطى زخما لسوق المناخ، ومع أن قيام هذه السوق يتعارض مع النصوص القانونية النافذة، إلا أن الحقائق كانت أقوى من مجرد الأطر القانونية والتنظيمية، فالسيولة في أيدي المستثمرين من جهة وضيق المنافذ الإستثمارية المحلية من جهة ثانية وإرتفاع العائد من المتاجرة بالأسهم، كل ذلك تطلب خلق الظروف المواتية لإستمرار ربحية هذا الشكل من أشكال التوظيف وهو ما يقتضي ضمان الإرتفاع المستمر في أسعار الأسهم المتداولة لتحقيقه، ولما قامت الحكومة بتقييد إنشاء الشركات الكويتية لجأ المستثمرون إلى إنشاء الشركات الخليجية، وحين قيد بنك الكويت المركزي من الإئتمان الممنوح لتغذية حركة التداول في سوق الأوراق المالية لجأ المستثمرون إلى خلق إئتمان مواز من خلال عمليات البيع الآجل، ممهدين الطريق بذلك إلى الذروة التي أدت إلى إنهيار المناخ، وهذه نتيجة حتمية لتحكم ظاهرة المضاربة في التعامل في الأسهم ولغياب الضوابط والتشريعات القانونية ولغياب مؤسسات صانعي الأسواق[1].

1.2.أسباب الأزمة

كانت أهم أسباب أزمة سوق المناخ كالآتي[2]:

-قيام شركات وهمية، ليس لها وجود حقيقي.

-عدم وجود وعي استثماري بين صغار المستثمرين، وإنسياقهم وراء وهم تحقيق أرباح باهظة في مدة زمنية محدودة.

-ضعف الرقابة الحكومية وعدم وجود إدارة فعالة للرقابة على المخاطر.

-سوء التصرف من الجهاز المصرفي آنذاك، وانجراره وراء الطمع في تحقيق أرباح كبرى دون تقدير للمخاطر المصاحبة.

3.2.أثار الأزمة:

من أهم الآثار المترتبة على هذه الأزمة نذكر ما يلي[3]:

-في أثناء فوره سوق الأوراق المالية (المناخ) تصاعدت وبشكل غير عادي أسعار الأصول المالية والعقارية إلى مستويات لا يمكن تبريرها بالرجوع إلى القواعد والأسس الإقتصادية والمالية التقليدية المتعارف عليها، وقد ترتب على ذلك عند حدوث الأزمة كان الإنهيار تراكميا وبمعدلات سريعة وحادة، وقد تولد عن كل من الإرتفاع الحاد في أسعار الأصول وما تبعه من أرباح رأسمالية مضاربة ثم الإنخفاض الحاد والسريع في أسعارها وما تبعه من خسارة رأسمالية مضاربة إنعكس على مستويات الإنفاق الإستهلاكي والإستثماري الخاص.

---

[1] رمضان على الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

[2] إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية (غير منشورة) قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق،2011 ، ص 91.

[3] رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص25.

-ترتب على إنهيار قيم الأصول عجز الكثير من المدينين عن الوفاء بإلتزاماتهم إتجاه النظام المصرفي المحلي، وكان الوجه الآخر لذلك هو تضخم المحافظ الإئتمانية للبنوك المحلية بأصول غير منتظمة بلغت قيمتها (3436 مليون دينار كويتي)، مما دفع ببنك الكويت المركزي للتدخل عن طريق برنامج تسوية التسهيلات الإئتمانية الصعبة الذي إعتمده مجلس الوزراء في 1986/8/10.

-ترتب على الأزمة آثار إقتصادية سلبية منها إنخفاض حجم التداول بنسبة 23% سنة 1982 بالمقارنة بسنة 1981، وأيضا إرتفاع معدل التضخم ليبلغ 8.1% سنة 1982، ورغبة في عدم إنهيار سوق الأسهم عملت الحكومة على دعم أسعار أسهم الشركات الكويتية عن طريق قيامها بشراء هذه الأسهم بصورة غير مباشرة ووفق أسس إنتقائية،كما قامت بإتخاذ الإجراءات الكفيلة بحماية صغار المستثمرين حسني النية عن طريق الوفاء الكلي أو الجزئي لحيازتهم من الشيكات مؤجلة الدفع والتي يعجز محرروها عن الوفاء بها وذلك من خلال صندوق حكومي خاص أنشئ لهذه الغاية.

3.أزمة البورصات 1987(أزمة يوم الاثنين الأسود)

حدثت أزمة كبيرة في أسواق البورصات العالمية، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب في الأسواق الحاضرة والعقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من خلال وجود أوامر كبيرة للبيع، حيث عندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة بتوقيت نيويورك تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد كبيرة من الأوراق المالية التي يمتلكونها، مما سبب هذا الإندفاع في البيع في حدوث إنخفاض سريع وحاد في أسعار الأوراق المالية في ذلك اليوم.

حيث أنه في يوم الاثنين 19أكتوبر من سنة 1987 عانت أسواق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية المتحدة أسوء هبوط لها في تاريخها، حيث خسر DJIA (المتوسط الصناعي لمؤشر Dow Jones) أكثر من 500 نقطة في ذلك اليوم أي نحو 23% من قيمته، وقد كان هذا الهبوط من أشد مما حدث في 29 أكتوبر من سنة 1929والذي كان بواقع 12%، كما هبط مؤشر S&p بحوالي20%، ومؤشر S&P للمرافق العامة بأكثر من 18%، وقد هبطت قيمة أسهم شركة مثل IBM بـ31.25 نقطة، وشركة Westinghou Electric بـ26 نقطة فخسرت الشركات المتعاملة لقيم أسهمها أكثر من 500 مليار دولار في الولايات المتحدة الأمريكية في يوم واحد وقد إمتدت الخسارة إلى الأسواق الأخرى لتصل قيمتها على المستوى العالمي إلى أكثر من تريليون دولار، ولقد أرجع السبب في هذا الهبوط الحاد في الأسواق المالية إلى حدوث مضاربة واسعة في الأسهم غير القابلة للسيطرة، والتي غذاها فزع المستثمرين العاديين وتعطل برامج التبادل في الأسواق المعنية، وما يستحق الإشارة إليه هو أن تدخل البنك الفدرالي في يوم الثلاثاء (الموالي) 20 أكتوبر قد أدى إلى إستعادة الأسواق أوضاعها الإعتيادية، وبذلك وضع حدا للإنهيار فلم

تتكرر تجربة أزمة سنة 1929، فقد أسهم في فتح المزيد من عمليات الإئتمان للمستثمرين في الأوراق المالية مما أدى إلى اتجاه أسعار الأسهم إلى الإرتفاع[1].

وقد إنتهت أزمة يوم الاثنين الأسود يوم الثلاثاء 20 أكتوبر1987 بتدخل من الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل بنك الكويت المركزي وذلك بحث البنوك على منح المزيد من الإئتمان لتجار الأوراق المالية[2].

1.3.أسباب أزمة 1987:

يمكن تلخيص أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث أزمة الإثنين الأسود في الأسباب التالية:

-نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذل حيث بلغ ذروته سنة1987.

-قوة ارتباط الأسواق المالية فيما بينها.

-ضخامة الصفقات والعمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.

-تنوع الأصول المتعامل بها.

-استخدام أحدث الأساليب في الإتصال، وأكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة إنتقال الأزمات من سوق لآخر.

-قوة العلاقات النقدية والمالية كان من أهم قنوات إنتقال الأزمة، ومثال ذلك تداول العملات الرئيسية كالدولار تسببت تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر1987 التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق المالية.

وتعود إنهيارات أزمة البورصات لسنة 1987 إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق، وأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية ترتبط بالسوق الأمريكية هي كما يلي:

ا.أسباب تتعلق بكفاءة السوق:

ظهرت تفسيرات متناقضة، منها ما يقضي بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر يقضي بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة، وكلا التفسيرين يشير إلى أن السبب يرجع إلى عدم كفاءة السوق أو على الأقل ضعف تلك الكفاءة، أما التفسير الثالث فيقضي بأن ما حدث ما هو إلا إنعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الإقتصاد المستقبلية.

ب.أسباب تتعلق بمتغيرات تنظيمية:

ساهمت سوق العقود المستقبلية حدوث التدهور في أسعار الأسهم في السوق الحاضرة بسبب الطريقة التي تواجه بها تلك الأسواق الخلل بين العرض والطلب.

[1] معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص267 -268.

[2] رمضان على الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

2.3.أثار الأزمة:

يمكن تلخيص أهم أثار الأزمة فيما يلي:

-فقد مؤشر "داو جونز" الذي يعبر عن تقلبات أسعار 30 نوعا من أسهم الشركات الصناعية الأعرق والأكبر في الولايات المتحدة بنسبة 21.6% من مستواه السابق البالغ 2247.04 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة 2722.41 نقطة، وهبطت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض والطلب الناشئ من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، أصاب كافة الأسهم فقد كان كبيرا لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة.

-تعرض أسهم 5000 شركة تتعامل في البورصات الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 مليون دولار تقريبا، كما أعاقت هذه الأزمة الكثير من الشركات الصناعية حديثة التكوين.

-حدوث بطالة خاصة في القطاع المصرفي والشركات الكبيرة.

-أدى إنخفاض قيمة العملة إلى التأثير على الأصول النقدية التي كانت بحوزة الدول النفطية فترة الفورة النفطية في البنوك الأمريكية والأوربية، وهكذا إتسع نطاق الأزمة ليشمل أطراف عدة في الإقتصاد العالمي.

-إنصبت أزمة1987 بشكل رئيسي على الأسواق المالية، فقد إندلعت بسرعة كبيرة بين الدول، ولم تكن هناك فروقات جوهرية فيما بينها من حيث مدى حدتها ومواعيد إنحسارها وقصر مدة الأزمة فلم تتجاوز مدتها بضع أسابيع.

4.الأزمة المالية الأسيوية (أزمة جنوب شرق اسيا1997)

تعتبر إنطلاقة الدول الأسيوية في النصف الثاني من القرن العشرين إحدى الظواهر التي أسهمت في تغيير خريطة العالم الإنتاجية، ولاسيما بعد سقوط الإتحاد السوفياتي، إذ بلغت حصته التصنيعية عالميا أواسط التسعينيات من القرن الماضي ما يقارب 25% في الوقت الذي شهدت تراجعا في حصة ثلاثة مناطق أخرى هي أمريكا اللاتينية، إفريقيا والعالم العربي، وحسب الإحصائيات الرسمية فقد شكلت صادرات دول جنوب شرق أسيا من المنتجات الصناعية سنة 1995نسبة95% من صادراتها السلعية، كما حازت على ربع التجارة العالمية البالغة نحو عشرة ألاف مليار دولار سنة1996 [1].

وبدأت الأزمة المالية الأسيوية بجولتين من جولات نفاذ وإستهلاك العملة والذي بدأ منذ أوائل صيف1998، وكانت الجولة الأولى تتمثل في إنخفاض قيمة الباهت التايلندي والرنجينت الماليزي والبيزو الفلبيني، والروبية الأندونيسية، وعندما إستقرت عملات هذه البلدان عند قيم منخفضة بدأت الجولة الثانية بضغوط ضربت الدولار التايواني والوون الكوري والدولار السنغافوري واليوان الصيني، وفي مواجهة الضغوط على العملات قامت الحكومات ببيع الدولار من

[1]انظر في ذلك: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص 75-80.

إحتياطي التبادل الأجنبي وإشترت عملاتها ورفعت معدلات الفائدة لإحباط محاولات المضاربين وجذب رأس المال الأجنبي، وقد أدت معدلات الفائدة المرتفعة إلى إبطاء النمو الإقتصادي وجعلت السندات كأوراق مالية أكثر جاذبية من الأسهم فإنخفضت أسعار الأسهم، وبدأت المؤسسات المالية تصاب بالذعر من الشائعات حول المضاربات المحتملة مما دفعها إلى: إما شراء الدولار الأمريكي، أو سحب عملاتها إلى خارج دول المنطقة.

ولقد لعب الذعر الذي سيطر على لب الأزمة الأسيوية، والذي غذته الأكاذيب والشائعات دوراً كبيرا في عدم وقف الإنهيار، والتي بدأ فيها الخوف والفزع ينتشران وبدأت نيران الكارثة تأكل ما حولها، وفي نوفمبر 1997إنتقل التدهور من قيم الأسهم إلى أسواق الأسهم الأخرى في العالم على الرغم من أن أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الأوربية قد إستعادت مكانتها فيما بعد.

1.4.أسباب الأزمة المالية الآسيوية

إجتمعت مختلف الآراء والتحليلات على أن العامل الرئيسي الذي أدى إلى بداية الأزمة الآسيوية تمثل في الضعف المالي الذي شمل أربعة جوانب مترابطة، هي كما يلي:

-أن الكثير من المؤسسات المالية والشركات بالدول المتأثرة بالأزمة، كان تقترض بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف، الأمر الذي جعلها تتعرض إلى أخطار إنخفاض قيمة عملاتها، حيث أن حرية البنوك في الإقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة أدى إلى زيادة الإنفاق، والإعتماد في تمويل العجز في الموازنة العامة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

-مثلت الديون القصيرة الأجل حجما كبيرا من إجمالي الديون، في حين كانت الأصول المالية طويلة الأجل، وكانت النتيجة أن تدافع المودعون على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية.

-كانت أسعار الأسهم والعقارات قد إرتفعت بشكل كبير قبل الأزمة، الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول.

- سوء تخصيص الإئتمان، حيث أثبتت المشاكل المتزايدة في المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى (قبل إندلا ع الأزمة) ضعف النظم المصرفية وسوء إدارة وتوجيه الشركات والإفتقار إلى الشفافية في القطاع المالي.

-كثرة تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب النمو الإقتصادي المرتفع، والإستقرار السياسي، وإلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال.

-منح قروض للقطاع الخاص دون ضمانات كافية وضعف الجهاز المصرفي والمالي وعدم القدرة على تطويره، بالإضافة إلى إنسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية.

-تحويل الاستثمار في الأوراق المالية إلى إيداعات بالبنوك بسبب الرفع في أسعار الفائدة للحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية.

-التعامل بالمشتقات المالية فتح المجال واسعا أمام المضاربات المحفوفة بالمخاطر.

2.4.أثار الأزمة المالية الأسيوية

كانت لها آثار عديدة نذكر منها:

– أثار الأزمة على صعيد الدول المعنية بها:

أدت الأزمة المالية لدول شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على إقتصادياتها وفي مناخها السياسي والإجتماعي ولعل أهمها[1]:

ا.تضاؤل الثقة بالأنظمة الإقتصادية وخاصة المالية منها والسياسية القائمة.

ب.الإنسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير.

ت.إن هذه التحويلات الرأسمالية للخارج ستنسحب إلى خفض الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج.

–أثار الأزمة على الصعيد العالمي:

كان للأزمة الأسيوية أثار على الصعيد العالمي عدة أثار نلخصها فيما يلي:

ا.أدت الأزمة في تدهور في مؤشرات البورصات الأوربية وإنخفاض أسعار الأسهم وخاصة للشركات الكبرى متعددة الجنسيات، وبالتالي أدت إلى هبوط عام في الأسعار وإلى حدوث بطالة قد تجر إلى ثورات إجتماعية.

ب.بيد أن هذا الإنخفاض في قيمة الدول المعنية بالأزمنة سينجم عنه تزايد في عرض المنتجات الأسيوية في الأسواق العالمية نظرا لانخفاض أثمانها.

ت.إمتدت أثار الأزمة إلى الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث إنخفض مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة في 27 أكتوبر 1997 بـ 7.6%.

ث.خلال سنة 1997 بدأ انتقال الأزمة إلى دول أوربا، فمع نهاية الربع الأول من ذلك العام إنتقلت الأزمة إلى روسيا بمعدلات متباطئة ثم بمعدلات سريعة بلغت أوجها خلال أشهر جويلية وأوت وسبتمبر من نفس العام حيث تدهورت سوق الأوراق المالية بها كما إنخفض سعر صرف بشكل سريع، الأمر الذي دفع الحكومة الروسية إلى وقف سداد الدين الجاري لمدة 90 يوم وإعادة هيكلة الدين المحلي في أوت 1997 وقد أدت الأزمة الروسية والتي تفسر جزء منها بالأزمة الأسيوية إلى إنخفاض مؤشرات سوق الأسهم في بورصة نيويورك.

ج.أدت الإضطرابات في أسواق المال الأمريكية إلى تأثيرات سلبية على صناديق الإستثمار التي تعمل في الأسواق الأمريكية.

د.إمتد تأثير الأزمة الأسيوية في أوربا الغربية نظرا للإنكشاف الكبير لبعض المؤسسات المالية فيها على السوق الروسية كما ساهم التوسع الكبير في تدفقات البنوك الأوربية إلى دول جنوب شرق آسيا في أعقاب الأزمة المكسيكية في

[1] عرفات تقي حسين، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 206.

إنتقال الأزمة إلى أوربا إذ بلغ إقراض البنوك الألمانية والبنوك الفرنسية والبنوك البريطانية لتلك الدول نحو 11.3 % و 9.1 % و 6.1 % على التوالي.

5.أزمة الرهن العقاري

إتفق أغلب الخبراء على أن الأزمة المالية العالمية* التي إمتدت خلال (2008-2012) بأنها أعظم أزمة يشهدها العالم بعد أزمة الكساد العظيم، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كونها إنطلقت من الإقتصاد الأمريكي الذي يمثل أكبر إقتصاد في العالم وتحتل الأسواق الأمريكية الريادة للأسواق المالية العالمية.

1.5.أسباب الأزمة:

يرجع أصل بداية الأزمة المالية إلى التوسع الإئتماني في الولايات المتحدة الأمريكية على مدى سنوات عديدة سابقة، خاصة في مجال التمويل العقاري، وذلك دون مراعاة للشروط السليمة لمنح هذا الإئتمان، حيث قامت البنوك الأمريكية بإقراض شركات المقاولات، وتهافت المستهلكون على شراء عقارات قيمتها تفوق مقدرتهم المالية، وأسقطت البنوك الممولة لوائحها وأصبحت تمول في بعض الأحيان 95% و 100% من القيمة المغالى فيها للعقارات، وغضت الطرف عن الضمانات والحدود الإئتمانية القصوى المسموح بها، ومع وجود نظام الرهن العقاري، زاد الطلبكثير ً ا على إقتناء المساكن الخاصة مما أدى إلى إرتفاع أسعارها بدرجة كبيرة بحيث صارت تعاني من" فقاعة " في أسعارها يتواصل إنتفاخها، وإرتفع بذلك حجم الديون العقارية إلى نحو 6.6 تريليون دولار من إجمالي الديون الفردية البالغة 9.6 تريليون دولار بنسبة 72%.

وقامت البنوك وشركات التمويل العقاري في الولايات المتحدة بتوريق هذه المديونية العقارية في شكل أسهم وسندات حملت درجة مرتفعة من التقويم المالي وقد أدى توسع نشاط صناديق التحوط والصناديق السيادية وما يسمى بـ "الإبتكارات المالية" إلى زيادة كمية الأصول التمويلية والمشتقات، ونمو إستثماراتها ومضارباتها في أسواق المال ومؤسسات التمويل الكبرى مما أسهم بالتالي في زيادة حجم" الفقاعة العقارية".

ومع تعاظم عجز الموازنة العامة للحكومة الأمريكية وعجز الميزان التجاري للدولة – وما أسفر عنه من إنخفاض كبير في سعر صرف الدولار وحجم التدفقات المالية للولايات المتحدة– تراجعت السيولة التي تمتعت بها أسواق المال والتي كانت تضمن إستمرارية" الفقاعة العقارية"، وإنخفضت أسعار العقارات، وإنعكست هذه التطورات على قدرة شركات التمويل العقاري على سداد ديونها إلى البنوك، مما اضطر عديد منها إلى إعلان توقفها عن سداد الودائع، الأمر الذي إنعكس بدوره على درجة ثقة العالم في ملاءة هذه المؤسسات، وتوالت إفلاس شركات

*يشير مصطلح "الأزمة المالية العالمية" في هذا السياق إلى الفترة(2008-2012) وما تضمنته من مراحل فرعية تتمثل في فترة تداعيات أزمة الرهن العقاري وانتقال آثارها السالبة للقطاع الحقيقي(2008-2009)وفترة التعافي النسبي للاقتصاد العالمي (2010)، وأزمة الديون السيادية الأوربية وتداعياتها 2011-2012.

التمويل العقاري، والمصارف الكبيرة، وشركات التأمين، حيث تتابع الإنهيارات في التوسع مع إنتقال تأثيرات الأزمة.

2.5.أهم أثار الأزمة المالية العالمية 2008:

أحدثت الأزمة المالية والإقتصادية العالمية منذ أواخر سنة 2007 تأثيرات سلبية كبيرة على الدخل والثروة والأوضاع المعيشية في البلدان المتقدمة والبلدان النامية على حد سواء، ونظرا لأن الأزمة المالية العالمية قد طالت معظم دول العالم المتقدمة والنامية فقد أثرت على إقتصاديات جميع هذه الدول بدرجات متفاوتة ويمكن، إبراز أهم هذه الآثار على الدول كما يلي:

-أثار الأزمة على أسواق رأس المال:

تركت الأزمة عدة آثار على أسواق رأس المال نوجزها فيما يلي[1]:

ا.تسببت الأزمة في حالة من الذعر وأدت بالعديد من المستثمرين إلى بيع أسهمهم، وهذا رغم جهود حكوماتهم لإنعاش أسواق الإئتمان والعمل على عودة مستويات الإقراض إلى حدودها الطبيعية قبل الأزمة المالية.

ب.بلغت قيمة الإستثمارات الأمريكية في أكتوبر 2008 عشرة ترليونات دولار تتوزع ملكيتها كما يلي: الحكومة الأمريكية40.2 تريليون دولار، الصناديق الأجنبية2.7 تريليون دولار، والشعب الأمريكي3.1 تريليون دولار، وترتب عن الأزمة المالية تخلي المستثمرين عن ملكية الأسهم واتجهوا إلى شراء سندات الخزينة الأمريكية لأنها أكثر ضمانا، كما أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية حيث هبط مؤشر داو جونز"Daw Jones" الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية ليصل في اليوم التالي للأزمة إلى 679 نقطة أي بنسبة7.3% ليصل عند الإغلاق إلى8597 نقطة، وإنخفض مؤشر "ستا ندر أند بورز500"(Standard and Poor's 500) إلى 7.6%، وإنخفض مؤشر"ناس داك"NASDAQ المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا إلى 5.75%، وفي اليوم الموالي لحدوث الأزمة(22سبتمبر2008) تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها منذ 3سنوات حيث تراجع مؤشر "ستا ندر أند بورز" بنسبة8.79%، وفقد مؤشر ناسداك9.14%، غير أنها عادت للإرتفاع تدريجيا في اليوم التالي أي 23 سبتمبر 2008 بسبب التنبؤ بتمرير خطة الإنقاذ المالي الأمريكي فسجل مؤشر دو جونز الصناعي ارتفاعابنحو4.68%، ومؤشر ناسداك بنسبة5.27%.

ت.ما حدث في البورصة الأمريكية حدث مثله في كل البورصات على مستوى العالم، ويمكن لنا تلخيص حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، وقيمة تأثر الأوراق المالية، وقدر هذا الإنخفاض الذي لحق بها، وأهم الأنشطة التي تأثرت بالأزمة المالية خلال الفترة منذ بداية سنة 2008 وحتى إنعقاد قمة العشرين لإصلاح النظام المالي(14-15نوفمبر2008) من خلال إستعراض الجدول الأتي، الذي جمع دول مجموعة العشرين المستحوذة على 90% من الإقتصاد العالمي.

[1] إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص ص71-74.

جدول رقم(09): نسبة الإنخفاض في قيمة الأوراق المالية وبورصات مجوعة العشرين أثناء إنعقاد قمتها سنة2008

الدولة	قيمة الإنخفاض(%)	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية
الولايات المتحدة	%36	قطاع البنوك، العقارات، السيارات
اليابان	%46	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	%41	قطاع البنوك، السيارات، الدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا
بريطانيا	%34	قطاع البنوك والعقارات، أول دولة التي تواجه ركودا إقتصاديا بسبب الأزمة
كندا	%34	العقارات وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نمو أثناء الأزمة
فرنسا	%42	قطاع البنوك، والسيارات
الصين	%50	النشاط الصناعي، واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد انخفاض الصادرات
الهند	%50	النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن اقل من 7%
ايطاليا	%49	قطاع الطيران، إفلاس شركة "الياتيا"للطيران
المكسيك	%33	قطاع البترول
روسيا	%66	قطاع البترول وتدخل الدولة لإغلاق البورصات لأكثر من مرة
اندونيسيا	%50	قطاع الخشب، وتراجع معدلات النمو من 10%إلى 6%
كوريا الجنوبية	%42	قطاع التصدير
تركيا	%53	وهي نسبة عالية في ظل تواضع دور البورصة التركية
السعودية	%40	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	%36	وهي نسبة عالية في ظل تواضع دور البورصة فيها
استراليا	%42	قطاع الزراعة، وأكبر إنخفاض في البورصة منذ20عاما
البرازيل	%44	قطاع المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	%65	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

-أثار الأزمة المالية على الدول العربية:

إمتدت آثار الأزمة لتطال كل دول العالم متضمنة الدول العربية، مع تباين مدى وطبيعة تأثر الدول العربية بالإنعكاسات المختلفة للأزمة لإختلاف هياكل إقتصادياتها، ومدى إندماجها في الإقتصاد العالمي والتجارة الدولية، وتباين حيز السياسات المتاح لدى كل منها عند نشوء الأزمة يمكن تصنيف تأثر الدول العربية حسب ما يلي[1]:

ا.بالنسبة للدول العربية غير النفطية:

وبحكم أنها منكشفة بشكل كبير على أسواق النفط العالمية، تأثرت بتداعيات الأزمة من خلال هذه الأسواق والتي شكلت قنوات رئيسة لإنتقال آثار الأزمة إلى إقتصادياتها في ضوء إعتمادها على النفط والغاز الطبيعي كمصادر أساسية للإيرادات المالية والنقد الأجنبي، وضمن هذه الدول كانت دول مجلس التعاون الخليجي هي الأكثر عرضة لتقلبات الأسواق المالية العالمية لما لديها من أنظمة مالية منفتحة على هذه الأسواق، بينما لا يرتبط القطاع المالي في الدول العربية النفطية الأخرى (الجزائر، العراق، ليبيا، السودان، واليمن) إرتباطا مباشرا بالأسواق المالية العالمية ويعتمد إلى حد كبير على موارد الإقراض المحلي.

كما تأثرت سلبا من جراء الصدمات الخارجية نتيجة لإرتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين في الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة في ضوء الإنكماش الإقتصادي التي شهدته هذه المناطق خاصة دول الإتحاد الأوروبي، وما ترتب عنه من تراجع في عائدات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية.

وبحكم الدول العربية غير النفطية أنها مستوردة صافية للنفط، فقد خفف تراجع أسعار النفط في عامي 2008 و2009 من وطأة الأزمة على إقتصادياتها ومكنها من توجيه دفعات مالية تنشيطية لحفز النمو، إلا أن هذه الدول، وفي ضوء تراجع النمو الإقتصادي العالمي، قد تأثرت وبدرجات متفاوتة بتراجع الإيرادات المحصلة من الخارج نتيجة تراجع عائدات الصادرات والسياحة وتحويلات العاملين بالخارج في جانب المعاملات السلعية والخدمية، وتراجع تدفقات الإستثمار الأجنبي والقروض الخارجية في جانب المعاملات المالية، مما أدى إلى إبطاء وتيرة النمو الإقتصادي والذي تراجع إلى 5% في سنة2009 مقارنة بنحو 6.3% في سنة 2008 وقد تأثر القطاع المالي في هذه الدول بشكل محدود نسبيا بتداعيات الأزمة المالية العالمية في ضوء محدودية إندماج القطاعات المالية بتلك الدول مع الأسواق المالية العالمية، على الرغم من أن بورصات عدد من هذه الدول مثل مصر والأردن ولبنان قد تعرضت لضغوط مالية خلال سنتي2008 و2009، حيث تراجعت مؤشرات أداء أسواقها المالية واتسعت فروق العائد على السندات السيادية تأثرا بالتطورات في أسواق المال العالمية، وهو ما يتضح من التحركات المشتركة في مؤشرات بورصات هذه الدول تماشيا مع المؤشرات المالية العالمية.

[1] مصطفى قارة، نبيل دحدح وآخرون، الأزمة المالية العالمية وتحديات استعادت الاستقرار الاقتصادي وتحقيق النمو الشامل في الدول العربية، ورقة مقدمة للمجلس الاقتصادي والاجتماعي تحضيرا للقمة العربية التنموية، الرياض، السعودية، أيام18-22جانفي 2013، ص ص 5-8.

ب.بالنسبة للدول العربية النفطية: فقد تأثرت بالأزمة المالية العالمية إثر ظهور أزمة الرهن العقاري في النصف الثاني من سنة 2008، مع ظهور هذه الآثار بشكل أوضح خلال سنة 2009، فمع تراجع أسعار النفط بنسبة كبيرة بلغت حوالي 35% نتيجة إنكماش الإقتصاد العالمي تراجعت أرصدة الحسابات الخارجية المجمعة لدول مجلس التعاون من 22.7% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2008 إلى7.2% سنة 2009كذلك تحول فائض الحسابات الخارجية المجمعة للدول العربية النفطية الأخرى والبالغ حوالي 19.3% سنة 2008 إلى عجز بنسبة 1.7 % سنة 2009، وتحول فائض الموازنة العامة المجمع لهذه الدول والبالغ حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي قبل الأزمة إلى عجز مالي بنسبة5.3% في سنة 2009.

وكمحصلة لهذه التطورات فقد سجلت إقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي معدل نمو حقيقي سالب بلغ في المتوسط حوالي 0.1 %سنة 2009 مقارنة بحوالي 6.5% في سنة 2008، بينما تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للدول العربية النفطية الأخرى إلى 2.5 % مقارنة بنحو4.6% سنة2008، وإضافة إلى تداعيات الأزمة على إقتصاديات دول مجلس التعاون من خلال تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية، وفي ظل أجواء عدم التيقن التي شهدتها الأسواق المالية العالمية والإرتباط الوثيق للقطاع المالي في دول مجلس التعاون بهذه الأسواق، ظهرت آثار الأزمة واضحة على القطاع المالي في هذه الدول خلال الربع الثاني من سنة 2008 مع فقدان بورصات دول المجلس نحو 400 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل نحو41% من قيمتها السوقية، وإتباع المصارف التجارية الخليجية إستراتيجيات التقليل من المخاطر والتشدد في شروط الإقراض والتركيز على دعم القواعد الرأسمالية، الأمر الذي أدى إلى تراجع نمو الإئتمان المصرفي بصورة حادة وتراجع معدلات نمو القطاعات غير النفطية.

بالإضافة إلى التراجع في الكبير في مؤشرات في المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة عرفتها البورصات العربية خاصة بورصة السعودية وابوضبي والكويت ودبي وسلطنة عمان وكذلك مصر وذلك مع التوازي في الإنخفاض في البورصات العالمية، عرفت هي الأخرى إنخفاضا كبيرا، وقد تراوح معدل خسائر البورصات العربية المذكورة مابين 30 و40% بفعل هروب المستثمرين الأجانب[1].

-الآثار الإيجابية للأزمة:

إن الأزمة المالية التي عصفت بالإقتصاد العالمي التي سرعان ما تحولت إلى أزمة سيولة وأزمة إئتمانية على مستوى العالم مما أدى إلى حدوث تباطؤ في نمو الإقتصاد العالمي في الولايات المتحدة الأمريكية والصين ودول الإتحاد الأوربي، وما يحمل ذلك من تباطؤ في الطلب العالمي، وهذا الوضع أدى إلى خروج المضاربين من أسواق العقارات وأسواق البترول وأسواق المعادن والسلع الرئيسية.

وكل هذه العوامل ساهمت في خفض أسعار البترول والعقارات والمعادن والسلع الرئيسية بعدما كانت المضاربات في هذه السلع السبب في رفع أسعارها قبل حدوث الأزمة، فإنخفاض الأسعار سوف يؤدي إلى إنخفاض الضغوط

[1] وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية(حالة الدول العربية)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد14، ديسمبر2013، ص 13.

التضخمية عالميا، وأن إنخفاض أسعار البترول يؤدي إلى خفض جماح التضخم على مستوى العالم بإعتبار أن أسعار البترول تعتبر من التكاليف التشغيلية لأي مشروع، فإنحسار الضغوط التضخمية يعتبر من النتائج الإيجابية للأزمة، أما النتيجة الثانية فتتمثل في الأصوات المنادية لإعادة صياغة نظام مالي عالمي جديد يجنب العالم وقوع أزمات مالية جديدة ويحقق الإستقرار في الأسواق المالية العالمية ويحقق الإستقرار في تقلبات أسعار الصرف بين العملات الرئيسية ويحقق الإستقرار في السيولة العالمية[1].

3.5.أهم الخطط التي استخدمتها الدول لمواجه الأزمة المالية العالمية 2008.

إتخذت العديد من الدول، مجموعة من الاقتراحات والسياسات العملية والإجراءات الإقتصادية والنقدية والمالية والتشريعية في خطوات منسقة، لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، ويمكن ذكر أهم هذه الجهود بشكل مختصر فيما يلي:

1.3.5.أهم الإجراءات العالمية في مواجهة الأزمة:

تم إتخاذ العديد من الإجراءات أهمها ما يلي[2]:

– أقر مجلس الشيوخ الأمريكي خطة إنقاذ مصرفية معدلة تبلغ قيمتها 700 مليار دولار وسط إتساع نطاق الأزمة العالمية، ووفقا للخطة المعدلة فإنه تم تخصيص مبلغ 250مليار دولار فوراً لشراء الديون المعدومة من البنوك، على أن يبقى مبلغ 100 مليار دولار أخرى تحت تصرف الرئيس و350 مليار دولار تحت طائلة مراجعة المجلسين، كما تضمنت الخطة المنقحة بنود جديدة من بينها رفع قيمة الضمان الحكومي لأموال المودعين في البنوك الأمريكية.

–لمواجهة الأزمة المالية وتذبذب الأسواق المالية أعلن البنك الإحتياطي الفيدرالي عن تخفيض معدل سعر الفائدة بنسبة 0.5% ويأتي هذا الإعلان الذي جاء على لسان رئيس الإحتياطي الفيدرالي بعد إجتماع إدارة البنك ليومين لمناقشة سبل إنعاش الإقتصاد الأمريكي، وبهذا إنخفض معدل الفائدة خلال تلك السنة من 3% إلى2.25 % ثم إلى 2% ثم إلى 1.5%، ليصبح 1% وهى أدنى نسبة تسجيل منذ سنة 2004، ويعد هذا التخفيض الثاني خلال شهر واحد، ويأمل المستثمرون والاقتصاديون أن يساعد على تحسين القدرة الإستهلاكية والشرائية للمواطنين الأمريكيين والحد من الإحباط الذي ينتشر في أوساط المؤسسات الأمريكية، كما أن ينعش التخفيض كلا من الأسواق المالية التي سجلت خسائر فادحة، والقطاع العقاري الذي يشهد تراجعا كبيرا في الإنتاج بسبب أزمة القروض التي مست المستهلكين.

–أعلنت بريطانيا عن خطة حكومية غير مسبوقة تبلغ تكلفتها 50 مليار جنيه إسترليني لإنقاذ بنوكها، حيث عرضت على بنوك مثل رويال بنك أوف اسكتلند وباركليز وإتش إس بي سي دعم رؤوس أموالها في مقابل الحصول على أسهم ممتازة، وكذلك أعلنت تقديمها ضمانا بقيمة 250 مليار إسترليني لمساعدة البنوك على إعادة تمويل الديون.

---

[1] خالد عبد الرحمان البسام، أثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية بجدة، ص3.

[2] رمضان على الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-24.

-في فرنسا أعلن الرئيس الفرنسي أن فرنسا ستوفر ضمانات للقروض بين المصارف تصل قيمتها إلى 320 مليار يورو إضافة إلى 40 مليار أخرى لإعادة رسملة البنوك التي تواجه صعوبات، وتصب هذه الإجراءات الإستثنائية في إطار الخطة التي تبنتها مجموعة دول منطقة اليورو في قمتها الباريسية.

-أعلنت المستشارة الألمانية عن خطة واسعة لمساعدة القطاع المصرفي تصل قيمتها إلى نحو 480 مليار يورو، القسم الأكبر منها على هيئة ضمانات للقروض بين المصارف، أما هولندا فقد رصدت 20 مليون يورو، وأعلنت كل من النمسا وإسبانيا أيضا إعتماد 10 ملايين يورو لبنوكها كضمانات.

- أعلنت إيطاليا والبرتغال تقديم 4 ملايين ومليوني يورو على التوالي، وبذلك تجاوزت الحصيلة المالية التي خصصتها دول الإتحاد الأوروبي لإنقاذ الأسواق المالية 1.5 تريليون يورو.

-إتخذت اليابان نفس خطى الإحتياطي الفدرالي في خفض سعر الفائدة وذلك في أحدث خطوة لحماية ثاني أكبر إقتصاد في العالم من الأزمة المالية العالمية، وهذا الخفض هو الأول من نوعه منذ سبعة أعوام ونصف العام، وقد خفض بنك اليابان المركزي الفائدة على القروض قصيرة الأجل لتصل إلى 0.3% بدلا من 0.5%، بعد أن وافق مجلس سياسة البنك على الخفض بتأييد خمسة أعضاء وإعتراض أربعة في ختام إجتماع إستمر لمدة يوم واحد، ومنذ بداية الأزمة والبنوك المركزية الرئيسية في العالم تحاول السيطرة على الوضع من خلال عملية الإقراض بين البنوك ومن البنوك للأفراد من أجل السيطرة على معدل التضخم.

2.3.5.خطة دول الخليج لمعالجة الأزمة المالية العالمية:

إتخذت دول الخليج عدة إجراءات لمواجهة الأزمة المالية نذكر منها[1]:

-إتخذت دول الخليج عدة إجراءات لمواجهة الأزمة المالية وتخفيف حدة التوترات في الأسواق، ففي الإمارات قرر مصرف الإمارات المركزي تقديم قروض قصيرة الأجل للبنوك من خلال تسهيلات بقيمة 50 مليار درهم أي حوالي 13.61مليار دولار وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لإستخدامها كقروض مصرفية إستثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، ومنحت تسهيلات للبنوك إعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14يوم أو أكثر على أن يساوي إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المتبقية كضمان أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر، كما ألغى المصرف المركزي قاعدة الأيام الستة للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة للبنوك في الأجل القصير.

-في خطوة إجرائية أخرى أعلن بنك الإمارات دبي الوطني التقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد طويلة الأجل تشجيعا منه للإقراض الذي يتم بالإحساس بالمسؤولية، وقال البنك أن القروض ذات المبالغ الضخمة وفترات السداد الطويلة التي يمكن أن تؤدي إلى فرض ضغوط على المقترض سيتم تقليلها إلى أدنى حد ممكن، كما إستحدث البنك خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القروض دون أن يتحملوا أي رسوم خلال أسبوع.

[1] فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية ...التنبؤ بالأزمة- فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها، ص ص 23-24.

-في الكويت عرض البنك المركزي أموالا لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر للبنوك لإظهار إستعداده لضمان توفير سيولة كافية بعد الهبوط الأخير للبورصة، وتسعى الحكومة من خلال هذا الإجراء تخفيض أسعار الفائدة بين البنوك.

-في قطر إشترت هيئة الإستثمار مابين 10% و20% من رأس مال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وتهدف هذه الخطوة القطرية بشراء الأسهم إلى ضخ السيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية.

-في المملكة العربية السعودية أعلن المصرف المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها البنوك حيث تشير تقارير رسمية أن بنوك المملكة تملك أوراق مالية حكومية قيمتها 200 مليار ريال أي مايعادل53.1 مليار دولار، ولديها خيار إقتراض75% من قيمة هذه الأوراق أي 150 مليار ريال.

في الأخير يمكن القول بأن الحلول المقترحة من طرف الهيئات الدولية أو على مستوى السلطات والهيئات للدول المؤسسات المالية المحلية يمكن أن يساهم في التخفيف من حدتها وأثارها على أسواق الأوراق المالية وقد تمثل بداية الحل الذي يفتح المجال أمام إبتكار أدوات مالية جديدة لحل مشكل تكرار حدوث الأزمات المالية، كما ينبغي توخي الحيطة والحذر وإتخاذ العبر من الأزمات المالية السابقة.

4.5.الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة

أدت الأزمة المالية إلى حدوث إنكماش إقتصادي وركود كبير، وكان من الصعب التنبؤ بعمق ومدى الأزمة وإختلفت أثارها من دولة لأخرى، من خلال هذه الأزمة يمكن إستنتاج الدروس الآتية[1]:

-أن كل ما يحدث في الإقتصاديات الكبرى مثل الإقتصاد الأمريكي وإقتصاد منطقة الأورو والإقتصاد الياباني ليس بعيدا عن إقتصاديات باقي دول العالم، ونظرا لعلاقات التشابك والتداخل وحجم المبادلات في هذه الإقتصاديات وتركز معظم التجارة وتعاملات المال والأعمال فيها فإنه يسهل إنتقال الأزمة عبر العالم وتأثر معظم إقتصاديات دول العالم بها، خاصة في عصر العولمة وثورة الإتصالات ومن خلال المشتقات المالية.

-يجب على متخذ القرار الإنتباه المبكر وتكوين فريق لإدارة الأزمات في كل منظمة أو شركة وداخل كل دولة تكون مهمته رصد وتحليل المعلومات المالية والإقتصادية عبر العالم وإشارات الإنذار المبكر لإحتمالات حدوث الأزمات من أجل إتخاذ إجراءات سريعة ومبكرة للتعامل معها.

-إن السبب الرئيسي في حدوث الأزمات يرجع عادة إلى مشكلات وكالة، حيث تعمل الإدارة عادة إلى تحقيق مصلحتها ولو على حساب الأطراف الأخرى، وأن أحد الأسباب الرئيسية لأزمة الرهن العقاري التي أدت إلى نشوب الأزمة المالية العالمية الأخيرة هو جشع إدارة المصارف الأمريكية، فقد كان هدفها تحقيق المكاسب وهذا غطى على عقلانية قرارات الإقتراض، فالخوف من إنخفاض الأرباح دفع الإدارة إلى الدخول في إئتمان محفوف بالمخاطر تحت أمل

[1] طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-33.

أن المخاطر لن تتحقق خاصة وأن الضمان هو العقار نفسه، وهكذا تم الخروج من مبادئ الإئتمان السليم بمنح قروض لمتعاملين غير مؤهلين وليس لهم القدرة على السداد.

-إن التعامل في المشتقات المالية (العقود المستقبلية) يسرع في حدوث الأزمة ويؤدي إلى تضخيمها بشكل كبير.

-عندما تتصاعد الأسعار بشكل كبير جدا ولا يكون هناك حديث إلا عن إرتفاع الأسعار، فلابد أن نعلم أن الأزمة والإنكسار يقتربان.

-إن التركيز والصناعة أو قطاع معين يؤدي إلى أزمة، ولذلك فإن تركز القروض في الرهن العقاري ساهم في إرتفاعه بشكل مذهل ثم إنكساره بعد ذلك.

6.الأزمة اليونانية:

أرخت الأزمة الإقتصادية الرأسمالية العالمية بكل ظلالها الثقيلة على دولة اليونان، فهذا البلد الصغير والفقير مقارنة بالدول الرأسمالية الكبرى المتطورة وجد نفسه في لب الأزمة بعد أن ربط مصير إقتصاده الوطني بعجلة الإقتصاد الرأسمالي الأوروبي والعالمي، وقبوله الطوعي لجميع شروط الإتحاد الأوروبي أي ما يسمى "منطقة اليورو"،

ويستعمل مصطلح الأزمة المالية اليونانية في ظروف عديدة، فقد حدثت في اليونان عدة أزمات مالية في القرنين الماضيين أثرت سلبا وبشكل كبير على المؤسسات المالية وتعثر الكثير منها، بعض هذه الأزمات أصابت أسواق الأسهم وبعضها سبب خسائر كبيرة للسندات العالمية التي نتجت عن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وكذلك فإن أزمة العملة تسبب أزمة مالية كما حدث في الأردن سنة1989، أما الأزمة المالية التي سببت أزمة اليونان الحالية هي أزمة الدين الحكومي ويمكن تسميتها أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، حيث أن سبب عجز تسديد الدين، هو العجز في ميزان المدفوعات، حيث بدأت الأزمة اليونانية في أواخر سنة 2009 مع إنتشار المخاوف بين المستثمرين حول عدم قدرة اليونان على الوفاء بديونها نتيجة الزيادة الحادة لحجم الدين العام، وقد أدى ذلك إلى أزمة ثقة في الأسواق المالية إتضحت بإرتفاع الفائدة على السندات اليونانية وإرتفاع التأمين على السندات اليونانية ضد التخلف عن السداد، ومع تزايد حجم الديون العمومية وإرتفاع عجز الموازنة واجه الإقتصاد اليوناني ضعفا في النمو وهو ما عقد من وضع اليونان وصعب من قدرتها على الحصول على قروض جديدة لتسديد ديونها السابقة.

1.6.تسلسل حدوث أزمة الدين السيادي في اليونان

دخلت اليونان كعضو في الإتحاد الأوروبي وهي لم تكمل بعد تطبيق المعايير المالية والإقتصادية وهي[1]:

-نسبة التضخم.

-نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة عجز ميزان المدفوعات.

-سعر الفائدة.

-ولقد تبين في سنة2004، بأن اليونان خفضت قيمة نسبة عجز الموازنة عن النسب الحقيقية، حيث كانت 3.8% إلى الحد الأقصى المسموح به والبالغ 3%، وفي سنة 2010 تم إكتشاف بأن الحكومة اليونانية قد دفعت إلى بنك Goldman Sachs وبنوك أخرى مئات الملايين من الدولارات كرسوم مقابل ترتيب عمليات لإخفاء الدين الحقيقي، وذلك بإستعمال أدوات مالية مشتقة معقدة.

-حيث بدأت الأزمة اليونانية نتيجة الأزمة المالية العالمية سنة 2007، حيث أن السياحة والنقل البحري يتأثران كثيرا في الأزمات ونتيجة لذلك بدأ الدين الحكومي يتضخم بسرعة، وفي بداية 2010 بدأ القلق يزداد اتجاه النمو المتزايد للدين الحكومي، وفي2010/04/23 طلبت الحكومة اليونانية من صندوق النقد الدولي خطة إنقاذ، وفي 2010/04/27خفضت وكالة "ستاندرد أند بورز" التصنيف الائتماني لليونان لتصبح + BB، حيث أصبح العائد على السندات لأجل سنتين 15.3%، وبهذا انخفضت أيضا الأسواق المالية للأسهم، وفي 2010/05/02 وافقت الدول الأوروبية وصندوق النقد الدولي على منح اليونان قرضاً بمبلغ 110 مليون يورو، شريطة تطبيق بعض المعايير المالية والإقتصادية الصارمة.

وفي شهر أيار2011، ظهر الدين الحكومي كمسألة خطيرة ومزعجة للحكومة اليونانية، وفي نفس الوقت رفض الشعب اليوناني الإجراءات الصارمة المقترحة وأظهر عدم رضاه من خلال المسيرات الغاضبة، وفي 2011/06/13 خفضت ستاندرد أند بورز التصنيف الإئتماني للحكومة اليونانية إلىCCC، وذلك بعد فشل الأحزاب السياسية بالوصول إلى إجماع بخصوص تطبيق الإجراءات للحصول على قرض إنقاذ أوروبي آخر مع إستمرار المظاهرات، مع العلم بأن التصنيف المذكور هو من أقل التصنيفات للدول في العالم وأن اليونان دولة متعثرة لا تستطيع تسديد ديونها، وفي شهر تموز 2011 تم دعم اليونان ضمن خطة الإنقاذ الأوروبي بمبلغ 110 مليون يورو، وفي 2010/10/27 تم إتفاق قياديي الإتحاد الأوروبي مع البنوك لشطب50% من دين الحكومة اليونانية، ما يعادل 100مليون يورو، وبهذا التخفيض أصبحت نسبة الدين العام إلى مجمل الناتج المحلي120%.

[1]محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية... إلى أين؟، مجلة الدراسات المالية والمصرفية"مجلة دورية تصدر عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية(مركز البحوث المالية والمصرفية)"، الأردن، المجلد التاسع عشر، العدد الثالث والرابع، السنة التاسعة عشرة، ديسمبر 2011، ص 12.

2.6.أسباب الأزمة المالية اليونانية

هناك عوامل داخلية وعوامل خارجية أدت إلى هذه الأزمة هي[1]:

-العوامل الداخلية:

حقق الإقتصاد اليوناني إنتعاشا ونشاطا خلال الفترة(2001-2007)حيث نما الإقتصاد بنسبة4%وساهم ذلك في تسهيل التوسع في منح القروض والتسهيلات الإئتمانية من قبل البنوك، مما أدى إلى زيادة إستهلاك القطاع الخاص، وزاد الإنفاق خلال هذه الفترة بنسبة 87% بينما زادت الإيرادات بنسبة31%، كذلك ساهم ضعف التحصيل الضريبي في زيادة عجز ميزان المدفوعات بسبب الفساد المتفشي في جهاز القطاع العام، وتقدر قيمة التهرب الضريبي بمبلغ 20 بليون يورو سنويا، وزادت الرواتب بمعدل 5%سنويا، بينما بلغت الزيادة في الإتحاد الأوروبي نصف هذه النسبة مما أدى إلى ضعف التنافسية وزيادة عجز الميزان التجاري.

-العوامل الخارجية:

وتتمثل فيما يلي:

ا.**الدخول في عضوية العملة الأوروبية:** أصدرت الحكومة اليونانية بيانات إقتصادية غير حقيقية تتماشى مع إتفاقية "ماسترخت "نسب الدين العام وعجز ميزان المدفوعات إلى مجمل الناتج المحلي وذلك لكي يتسنى لها دخول عضوية العملة الأوروبية، مما أدى إلى التأخير في إتخاذ إجراءات مالية وإقتصادية لحل هذه المشاكل.

ب.**الأزمة المالية العالمية2007:** تأثرت اليونان بالأزمة المالية العالمية، ودخلت في ركود إقتصادي بسبب ضعف الدخل من السياحة والنقل البحري، وضعف التنافسية، مما أدى إلى زيادة نسبة البطالة لتصبح 9% في سنة 2009 ، وبلغت نسبة عجز ميزان المدفوعات إلى مجمل الناتج المحلي 13.6% في سنة 2009، كما بلغت نسبة الدين العام إلى مجمل الناتج المحلي115%.

ت.المبالغة في الدين العام:

منذ نهاية سنة 2009، إزدادت مخاوف الدائنون والمستثمرون في بعض الدول الأوروبية (اليونان، إيرلندا، إيطاليا، إسبانيا،البرتغال) وهذا أدى إلى ظهور أزمة ثقة في السندات الحكومية اليونانية.

3.6.حلول الأزمة المالية اليونانية:

تم القيام بعدة إحراءات لحل الأزمة أهمها ما يلي[2]:

-إعادة هيكلة الدين العام لكسب ثقة الدائنين، وإعادة توازن ميزان المدفوعات الذي يتطلب خفض النفقات الحكومية وتقليص حجم القطاع العام ودعم الصناعة، بالإضافة إلى رفع سعر الفائدة وتشجيع الإستثمار الخارجي.

[1] محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية... إلى أين؟، مرجع سبق ذكره، ص13.

[2] محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية... إلى أين؟، مرجع سبق ذكره، ص13.

-بتاريخ 2010/02/09 وقعت اليونان مع صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي على مذكرة تتضمن تجميد الرواتب، وتخفيض 10% من المكافآت، وخفض العمل الإضافي مقابل تنفيذ خطة الإنقاذ المقترحة من قبل الإتحاد الأوروبي.

-أصدر البرلمان اليوناني في 2010/3/05 قانون حماية الإقتصاد اليوناني والمتوقع توفير 4.8 بليون يورو، وهذا القانون يتضمن الإجراءات التالية:

-زيادة الضريبة على المبيعات.

-زيادة 15% ضريبة على البترول.

-زيادة جمارك السيارات المستوردة من10%-30%.

-اقتطاع 12% من مكافآت القطاع العام.

-وفي 2010/05/01 أعلن رئيس الوزراء السابق "جورج باباندريو" إجراءات صارمة أخرى من ضمنها:

ا.تخفيض 8 %من علاوات القطاع العام.

ب.حد أقصى بمبلغ 1000 يورو كمكافأة نصف سنوية.

ت.ضريبة إضافية على أرباح الشركات.

ث.زيادة الضريبة بنسبة 10% على جميع السيارات المستوردة.

ج.زيادة عمر التقاعد من 61 إلى 65 سنة.

ح.تخفيض عدد البلديات من 1000إلى400 بلدية.

وفي أواخر سنة 2011 في مدينة كان الفرنسية، عقد مؤتمر دول العشرين للبحث عن حلول للأزمة اليونانية التي ما زالت قائمة منذ سنة 2008 بكل تأثيراتها السلبية وبضغط أمريكي لإيجاد الحلول، فتعثر اليونان سيلقي بظلاله على الإتحاد الأوروبي، حيث أنه خلال سنتين تم ضخ ما يزيد على 200 مليار دولار في الإقتصاد اليوناني.

المطلب الثالث: الدروس المستفادة للدول العربية من أزمات الأسواق الناشئة

إذا حاولنا إستخلاص أهم دروس هذه الأزمات بالرغم من إختلاف طبيعتها من دولة إلى أخرى، نجد أن مسببات هذه الأوضاع تبدو متمثلة في جوانب ضعف محددة ينبغي للدول العربية تجنبها أو على الأقل إعطائها الإهتمام اللازم ضمن برامجها الإصلاحية، ومن أهم هذه الدروس مايلي[1].

1.الحرص على سلامة السياسات الإقتصادية خاصة على صعيد مالية الحكومة والحفاظ على معدلات معقولة في مستويات التضخم والمديونية، لقد كانت تجارب كل من البرازيل وروسيا في هذا الشأن واضحة حيث أن إنعدام التوازن في إدارة مالية الحكومة ممثلة في عجز كبير في الميزانية وعدم وجود نظام ضريبي كاف من شأنه توفير الإيرادات المطلوبة قد أخل كثيرا بقدرة الدولة على الوفاء بإلتزاماتها وأشاع الفوضى وعدم الثقة في النظام الإقتصادي والمالي السائد، هذا ينطبق إلى حد ما على حالة البرازيل التي كان عجز مالية الحكومة السبب الرئيسي في هلع المستثمرين بالإضافة إلى التشكيك في قدرة الحكومة على تحمل أعباء المديونية التي وصلت إلى مستويات غير محتملة، بما يبدو لا زالت بعض دولنا العربية لم تستفد من هذه الدروس حيث لا زلنا نرى بعض هذه الدول تعاني من إختلالات كبيرة في مالية الحكومة كما أنها تخضع تحت أعباء كبيرة من المديونية المحلية والخارجية، لذلك يجب أن تكون سلامة السياسات الإقتصادية وضرورة الحفاظ على التوازنات الكلية من أهم نواتج الإصلاح التي ينبغي لدولنا التأكيد على ترسيخها في مساعيها الجادة نحو الإصلاح والتنمية.

2.التأكد من ملائمة نظام سعر الصرف المتبع، إن الأزمات المالية التي عرفناها وبالذات في دول جنوب شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية تشير إلى أن نظام سعر الصرف الثابت لم يوفر المرونة الكافية للتجاوب مع حركة رؤوس الأموال المتزايدة بل شكل في بعض الحالات ضمانة مريحة للمضاربين على العملة، هذا لا يعني أن على جميع الدول ينبغي أن تتحول إلى نظام سعر الصرف المعوم، حيث أن بعض الدول خاصة ذات الإقتصاديات الصغيرة قد يكون نظام سعر الصرف الثابت أنسب لها من غيره.

3.ضرورة الإنتباه إلى تجنب الإقتراض غير المبرر من الخارج وخاصة في شكل قروض قصيرة الأجل، في حالة أزمات دول جنوب شرق آسيا وإلى حد ما أزمة المكسيك كان للإقتراض قصير الأجل من الخارج دورا أساسيا في تفاقم الأوضاع الإقتصادية، فينبغي للدول العربية الإبتعاد عن إقتراض البنوك والمؤسسات من الخارج خاصة في محاولة للإستفادة من الفرق الذي يكون في بعض الحالات كبيرا بين سعر الإقتراض من الخارج وسعر الفائدة على الإقراض المحلي، الأمر الذي يستدعي من السلطات المعنية التصدي لمثل هذه الممارسات تجنبا لعواقب سبق لبعض الدول النامية وأن عانت منها.

[1] جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعتاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات المالية وتحديات الإصلاحات القادمة، بيروت، لبنان، أيام 12-14ماي 2001، ص ص 1-2.

4.ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي، حيث أثبتت أزمات الأسواق الناشئة أن ضعف القطاع المالي والمصرفي كان من أهم أسباب الأزمات التي تعرضت لها تلك الدول، لذا إذا أرادت الدول العربية النجاح في عملية الإنفتاح والتكامل مع الأسواق المالية فمن الضرورة أن تكون قطاعاتها المالية وممارساتها المصرفية مهيأة لهذا الوضع، فبقدر ما تكون هذه القطاعات متطورة ومتقدمة بقدر ما يتيح ذلك للدول العربية عدم ضياع الفرص المتاحة على صعيد الاقتصاد العالمي وبقدر ما يعطي ذلك لإقتصاديات الدول العربية الحصانة والمناعة المطلوبة ضد حدوث أزمات مالية محتملة.

5.الحاجة إلى مزيد من الشفافية والإفصاح وتجنب تضارب المصالح بالإضافة إلى ضرورة الإرتقاء بالممارسات المحاسبية المتبعة وإجراءات التدقيق والرقابة الإحترازية، إن مثل هذه الأمور لا زالت تشكل جوانب ضعف في بعض الإقتصاديات العربية وإن تأكد دور هذه الأمور فيما تعرضت له بعض الدول النامية من أزمات لا بد وأن يجعل الدول العربية يقظة أكثر تجاه هذه المسائل وحريصة في نفس الوقت على معالجة مواطن الخلل الخاصة بهذه الجوانب بشكل من شأنه تعزيز مصداقية الاقتصاديات العربية ومساعدة السلطات المعنية على التعرف في وقت مبكر على بوادر الأزمات والتحرك لمعالجتها في الوقت المناسب[1].

وبالنسبة للدول العربية فإنه من الأفضل قيامها باتخاذ ما يلزم لتوقي وقوع أزمة مالية كالتي ضربت النمور الأسيوية(1997 -1998)وذلك بأن تتخذ مجموعة من السياسات والإجراءات والإصلاحات التي ينبغي أن يقوم بها كل بلد عربي بما يحقق في النهاية الهدف الواحد للدول العربية فيقوم كل بلد عربي بما يلي:

-إلغاء معوقات التصدير وتأسيس نظام للمدفوعات يستند إلى سياسة نقدية منسقة وتبني أسعار صرف واقعية.

-تأسيس وتحديث البورصات وتطويرها فنيا وتنظيميا بما يساعدها على زيادة حجمها وطاقتها الإستيعابية.

-أن تعمل هذه الوحدات على صياغة أنظمة دفع تلاءم التطور الهائل في التجارة العالمية الإلكترونية.

-إجراء تغييرات هيكلية في أنواع الصفقات التي تتم في أسواق المال العربية باستحداث الأدوات المتطورة في التداول في سوق الاوراق المالية.

-تطوير قوانين إدراج الشركات في الأسواق المالية وسن القوانين التي تعاقب الممارسات غير العادلة.

-نشر الوعي الإستثماري بين صفوف أصحاب رؤوس الأموال والشركات وضمان توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العرب في داخل الدول العربية وخارجها.

-تشجيع إقامة المصارف الإسلامية التي أثبتت نجاحها رغم حداثة تجربتها وتزايد زبائنها في معظم الدول العربية والأوربية.

-انتهاج أولويات للتنمية والنمو الإقتصادي تركز على إستراتيجية واضحة من أهمها تنمية بشرية وتعزيز العلاقات الإقتصادية العربية البينية وانتهاج السياسات الملائمة للعولمة الاقتصادية.

[1] جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعتاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات المالية وتحديات الإصلاحات القادمة، مرجع سبق ذكره، ص 2.

المبحث الثالث: مؤشرات الحيطة وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات

ليس هناك مؤشرات واضحة وصريحة للدلالة على حودث الأزمات مستقبلا، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها ومن ثم إمكانية تجنب حدوث الأزمة، لكن هناك مجموعة من المؤشرات الدالة على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للإستخدام هو بناء" نظام للإنذار المبكر "، وهو يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الإقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة.

المطلب الأول: المؤشرات الإقتصادية على إمكانية حدوث الأزمات المالية

يمكن تصنيف المؤشرات الإقتصادية الدالة على إمكانية التعرض لأزمات وصدمات الأزمات المالية يقودنا إلى التعريف بنظام الإنذار المبكر لإمكانية وقوع الأزمات المالية ومن ثم إلى المؤشرات الدالة على حدوثها وسنتطرق إليهم فيما يلي:

1.تعريف نظام الإنذار المبكر:

هو تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم ملف المخاطر الإقتصادية والإجتماعية والسياسية والبيئية والضغوط السكانية وغيرها لبلد ما، حيث يشمل أسس نظرية ومجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة والمتناسقة التي يتم من خلالها تحديد حجم المخاطر الإجمالية في مجال ما، لبلد ما، لتوفر المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات والتي تفيد مسبقا في توقع حدوث الأزمة في بلد معين[1].

وبالتالي لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا تم معالجة الموقف بمجرد ظهورها ومن ثمة إمكانية تجنب الأزمة، وهناك مجموعة من المؤشرات التي يمكن من خلالها التنبؤ بقرب حدوث أزمة مالية ومنها ما يتعلق بالسياسات الإقتصادية الكلية ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

ويمكن تصنيف المؤشرات الإقتصادية التقليدية على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدمات مالية أو هزات في سوق الأوراق المالية إلى صنفين هما[2]:

-التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية التي تهز ثقة المستثمرين.

-الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب التي تجعله عرضة لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

ويلخص الجدول رقم(10) قائمة المؤشرات الإقتصادية التقليدية للتعرض للأزمات المالية.

[1] نسيمة أوكيل ، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها(مع دراسة حالة جنوب شرق أسيا)، مرجع سبق ذكره، ص 340.

[2] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص38.

الجدول رقم(10): المؤشرات الإقتصادية للتعرض للأزمات المالية

التطورات في الإقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية(البنيوية)
-إرتفاع معدل التضخم	-نظام جمود معدلات التبادل
-نمو سريع في التدفق النقدي	-إستراتجية النمو المتزايد في الصادرات
-إنخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات	-قطاع التصدير أكثر تركيزا
-عجز مالي متزايد	-إرتفاع معدل التغير في الديون الخارجية
-ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للإتجاه السائد	-ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل
-النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	-تحرير سوق المال الحديث
-ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض	-إرتفاع ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها
-إرتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مؤوية من الناتج المحلي الإجمالي	-أسواق الإئتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية
-نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية	
-إنخفاض الإحتياطي العالمي	-إنخفاض الإكتتاب في سوق الأسهم
-إنخفاض النمو الإقتصادي الحقيقي	
-إرتفاع معدل الأسعار والأرباح	-سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم
-إرتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة	-سيطرت بعض الصناعات على سوق الأسهم
	-الرقابة على الدخول والخروج منه.

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص39.

فإذا نشأت الأزمات نتيجة للسياسات الحكومية الضعيفة أو غير الحكيمة مع مرور الوقت، فإن كلا من نوعي المؤشرات يجب أن يساهم في تفسير أسباب حدوث الأزمة، ولأن المؤشرات الهيكلية من المحتمل أن تكون بطيئة في التغيير فإن التطورات في الإقتصاد الجزئي تصبح مفيدة إلى حد بعيد في إمكانية التنبؤ بالمدة التي سوف تحدث فيها الأزمة، ومع إفتراض أن جميع الظروف متساوية، فمن المتوقع أن تكون أسواق الأسهم المحلية أكثر حساسية للتطورات التي تهدد ربحية الصناعات المحلية أي أرباح التي تحققها الصناعات الوطنية، في حين تكون أسواق العملة أكثر عرضة للتطورات التي تهدد قدرة البنك المركزي أو إستعداده للمحافظة على قيمة العملة المحلية وعائدات الأصول، وتؤدي الكثير من التطورات في حدوث خسائر بأسعار الأسهم بشكل متكافئ وفي قيمة العملة وزيادة حركة الصادرات وفي زيادة معدلات التبادل الحقيقية، ويؤدي التدفق السريع للأموال ونمو الإعتمادات المحلية على تشجيع إزدهار سوق الأسهم وشكل ضغطا على العملة المحلية، في حين أن إرتفاع معدلات الفائدة المطلوبة لحماية العملات المتدنية يؤدي إنخفاض الإستثمار في الأسهم العادية، كما أن تزايد معدلات البطالة قد يشير على عدم إستعداد الدولة للتضحية

للنمو الإقتصادي مقابل تحقيق زيادة معدل التبادل، ويحتمل أن تكون أسواق الأسهم الصغيرة والأكثر تركيزا أكثر حساسية لتغيرات في الظروف الإقتصادية، وأيضا لمشاعر المستثمر المتقلبة، ومعدلات التبادل في الدول التي يلعب فيها الإستثمار الأجنبي المباشر دورا كبيرا، كما أن ثقل جم الدين الخارجي يساهم أيضا في إثارة عصبية المستثمر إتجاه إستقرار معدل التبادل، وبوجه عام، فإن نظم معدلات التبادل الثابتة يحتمل أن تقدم إغراءات للمضاربين في العملات، وأن الدول التي تقوم بإجراءات الرقابة على رأس المال تعرقل المشاركين في أسواق العملة وأسواق الأسهم.

2.الإنذار المبكر بحدوث الأزمة:

نظام الإنذار المبكر عبارة عن القدرة على إستيعاب الإشارات المتعلقة بإحتمال حدوث الأزمات، مما يمكن من إتخاذ التدابير لتجنبها، وتقوم العملية على رصد وتسجيل الإشارات التي تشير إلى قرب حدوث أزمة مثل*:

-الإرتفاع غير الحقيقي في أسعار الأسهم.

-الحروب والتغيرات السياسية والإجتماعية والإقتصادية.

-التطورات غير الإيجابية في سعر الفائدة وسعر الصرف والمضاربات وتدهور أسعار العملة الوطنية.

-ضعف القطاع المصرفي، ومواجهته لمشكلة السيولة.

-تفاقم العجز في الميزان التجاري، وميزان المدفوعات، وتصاعد أزمة الديون، وإستنزاف إحتياطي العملات الأجنبية.

-إنتشار الفساد، والأخطاء الفادحة في السياسات الإقتصادية والمالية.

-تعرض الشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق المالية لأزمات وإضطرابات تؤثر على أسعارها في السوق المالية.

1.2.أدوات نظام الإنذار المبكر

تتضمن أدوات الإنذار المبكر الفعال عدة عناصر، تشمل نظرة عامة على الأفاق الإقتصادية الكلية والمالية العالمية، وتقييما لأوجه التعرض للمخاطر القطرية والقطاعية، وتحليلا للآثار عبر البلدان وعبر القطاعات يمكن إجمال أهم هذه الأدوات فيما يلي[1]:

-**الآفاق المرتقبة:** يستند تحليل الإتجاهات في المناخ الإقتصادي الكلي والمالي العالمي على مقاييس تستند على السوق للمخاطر المالية والسيادية، وتشتت التنبؤات الإقتصادية للقطاع الخاص وأشكال بيانية تلخص المخاطر حول الإسقاطات الأساسية لخط الأساس لتوفير سياق واسع لتحليل المخاطر، وتتمثل هذه الإتجاهات في موازين الإدخار، الإستثمارات الوطنية والقطاعية، إختلال التوازن الخارجي، وسوء توافق سعر الصرف.

-مقاييس موجزة لإحتمال الأزمة ومدتها وعمقها:

تم إستحداث عدد من منهجيات نظام الإنذار المبكر لإيجاز أوجه تعرض البلدان للخطر من جراء الأزمات الخارجية والمالية وأزمات النمو وغيرها...، إستنادا لقائمة من المؤشرات الإقتصادية والمالية، ويستخدم البعض هذه المؤشرات

*انظر في ذلك، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية فؤاد حمدي بسيسو، عن منشورات (اتحاد المصارف العربية)، 2010.

[1]اتيش جوش، جوناثان اوستري وآخرون، التنبؤ بالأزمة القادمة، التمويل والتنمية، سبتمبر2009، ص 37.

كنماذج لوحدات قياس الإحتمالات وتحديد العتبات لمؤشرات أوجه التعرض للخطر فرادى حسب قدرتها على التمييز بين حالات الأزمة وعدم الأزمة، ويمكن إكمال هذه النماذج التي تبين إحتمال وقوع أزمة بأدوات على عمق الأزمة ومدتها ومسارها المحتمل.

-المقاييس القطاعية لمكامن الخطر:

لتحقيق الإنسجام بين نماذج الإحتمالات العامة للأزمة والتحليل القطاعي، يمكن إستخدام منهجيات قطاعية متخصصة، ويمكن أن تركز الأدوات القطاعية على مصادر محددة للتعرض للخطر مثل: عدم تجانس أسعار المساكن أو المراكز المالية غير القابلة للإستمرار، ويمكن أن تساعد مؤشرات السوق المالية عالية التواتر في تجميع معلومات تستشرف المستقبل وتوقع الأحوال المالية سريعة التدهور.

-الآثار الإنتشارية عبر البلدان والقطاعات والأسواق:

يتطلب وضع سيناريوهات للمخاطر الملحقة فهما لكيفية إنتقال الصدمات عبر الدول والأسواق، فعلى سبيل المثال فإن البيانات المتوافرة عن تعرض البنوك للمخاطر عبر البلدان يمكن أن تساعد في تقييم إحتمالات إنتقال التداعيات من صدمات القطاع المالي إلى قطاعي الشركات السيادية وغير المالية بما في ذلك الإعتماد على توقعات الأسواق لمثل هذه التداعيات.

المطلب الثاني: مفهوم وأهمية مؤشرات الحيطة

تشير مؤشرات الحيطة الكلية المالي إلى مجموعة المؤشرات التي يتم من خلالها مراقبة ورصد الإتجاهات الهيكلية للتوجيه والإنذار المبكر والتحذير من عدم الإستقرار المالي قبل وقوع الحدث، لذلك إحتلت إهتماما كبيرا من طرف البنوك المركزية إذ تلعب البنوك المركزية دوراً أساسياً في الحفاظ على الوحدة الشاملة للنظام المصرفي للبلد، لذلك فإننا نحتاج لإمتلاك نظام إشراف فعال وقوي لضمان الإستقرار المالي.

1.تعريف مؤشرات الحيطة الكلية:

هناك عدة مؤشرات رقابية للإنذار المبكر تستخدم لقياس مدى سلامة الأداء المصرفي، إذ تستخدم كمؤشرات لتقييم أداء المصارف ثم تصنيفها وإكتشاف أوجه الخلل المالي في أدائها في وقت مبكر حتى لا تتعرض لمشاكل مالية تؤدي إلى إنهيارها وبالتالي تقوم هذه المؤشرات بالتعريف بإحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لإتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات.

وتشير مؤشرات الحيطة الكلية المالية إلى مجموعة مؤشرات يتم من خلالها مراقبة ورصد الإتجاهات الهيكلية للتوجيه والإنذار المبكر والتحذير من عدم الإستقرار المالي قبل وقوع الحدث[1].

[1]Ephilip Davis and Dilruba Karim, Macroprudential Regulation - The Missing, Policy Pillar, European Union, 8th June, 2009, P.5

2.1.أهمية مؤشرات الحيطة الكلية:

تعمل مؤشرات الحيطة كأداة للإنذار المبكر في حالات تعرض الجهاز المصرفي والمالي للخطر وتبرز أهميتها من خلال ما يلي[1]:

-تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبنيا على مقاييس كمية موضوعية.

-تساعد على ترسيخ مبدأ الشفافية والإفصاح وإتاحة مختلف المعلومات للعملاء والمتعاملين.

-تعد مقاييس تسمح بمقارنة أوضاع الدول من خلال مجموعة من المؤشرات.

-تقوم على معيارية النظم المحاسبية والإحصائية من خلال إستخدام المؤشرات نفسها التي تسهل المقارنة محليا ودوليا.

-تساعد على كشف مخاطر إنتقال عدوى الأزمات، وتعمل على التقليل من حدتها.

3.1.أقسام مؤشرات الحيطة الكلية:

تشتمل مؤشرات الحيطة الكلية على جانبين رئيسين هما[2]:

- مؤشرات الحيطة الجزئية المجمعة لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي بشكل منفرد.
- مؤشرات متغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي ككل، وكما هي موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (11):مؤشرات الحيطة الكلية

مؤشرات الحيطة الجزئية	مؤشرات الاقتصاد الكلي
كفاية رأس المال: -نسب رأس المال التجميعية المعدلة بالمخاطر. -التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال.	النمو الاقتصادي: -مجموع معدلات النمو. -تدهور القطاعات.
جودة الأصول.	ميزان المدفوعات: -عجز الحساب الجاري. -كفاية الاحتياطي من النقد الأجنبي. -الدين الخارجي (بما في ذلك هيكل الاستحقاق)
مؤشرات المؤسسة المقرضة : -تركيز الائتمان القطاعي. -الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية.	التضخم

[1]Owen Evans and Others, Macroprudential Indicators of Financial Soundness, Occasional Paper 192, IMF, Washington DC. April, 2000, P3.

[2] مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات

دراسة تطبيقية – حالة العراق– من الموقع:http://www.cbi.iq/documents/Ali1.pdf :بتاريخ 2015/04/27.

–القروض غير العاملة. –القروض للمؤسسات العامة الخاسرة. –مخاطر الأصول. –الاقتراض المرتبط. –مؤشرات الرفع المالي.	
مؤشرات المؤسسة المقترضة : –نسبة الدين إلى حقوق الملكية. –ربحية الشركات. –مؤشرات أخرى لظروف الشركات. –مديونية القطاع العائلي.	مؤشرات المؤسسة المقترضة : –نسبة الدين إلى حقوق الملكية. –ربحية الشركات. –مؤشرات أخرى لظروف الشركات. –مديونية القطاع العائلي.
سلامة الإدارة: –معدلات الإنفاق. –نسبة الإيرادات لكل موظف. –التوسع في عدد المؤسسات المالية.	ازدهار الإقراض وسعر الأصول: –نوبات ازدهار الإقراض. –نوبات ازدهار أسعار الأصول.
الإيرادات والربحية: –العائد على الأصول. –العائد على حقوق الملكية. –معدلات الدخل والإنفاق. –المؤشرات الهيكلية.	إطار العدوى: –العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية. –الآثار الجانبية للتجارة
السيولة: –تسهيلات البنك المركزي للبنوك التجارية. –التجزئة في معدلات الإقراض بين البنوك. –الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي. –نسبة القروض إلى الودائع. –هيكل استحقاق الأصول والخصوم. –تدابير سيولة السوق الثانوية	عوامل أخرى: –الإقراض والاستثمار الموجه. –لجوء الحكومة للنظام المصرفي. –التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد
الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق: –مخاطر سعر الفائدة. –مخاطر سعر الصرف الأجنبي. –مخاطر أسعار الأسهم.	

-مخاطر أسعار السلع.	
مؤشرات خاصة بالسوق: -أسعار السوق للأدوات المالية. -مؤشرات على العوائد المفرطة. -تصنيف الائتمان. -هوامش العائد السيادي.	

Source: Owen Evans and others, Macroprudential Indicators of Financial Soundness, Occasional paper 192, IMF, Washington DC, April, 2000, P4.

إن مؤشرات الحيطة الكلية هي متغيرات كمية، لكن تقييم سلامة النظام المالي يقتضي أيضا القدرة على الجمع بين تحليل تلك المؤشرات والأحكام المبنية على معرفة مدى كفاءة الأطر التنظيمية والمؤسسية التي تشمل هيكل النظام المالي والأسواق، والمعايير الحسابية ومتطلبات الإفصاح، وتصنيف القروض ونوعية(الإشراف على المؤسسات المالية والبنية القانونية الأساسية، ودرجة التحرير وإلغاء القيود ...إلخ)[1].

2.مؤشرات الحيطة الجزئية

إذ تعتمد على مجموعة المؤشرات التجميعية الأساسية لتحليل وضع المؤسسات المالية والتي تعرف بإطار المال(CAMELS) ، حيث C والذي يغطي ملاءة رأس، A جودة الأصول، M الإدارة ، E الربحية،، وL السيولة والحساسية لمخاطر السوق S خاصة بالسوق يضاف إليها مؤشرات وهي لا تدخل ضمن(CAMELS).

ويعرف مؤشر (CAMELS) بأنه عبارة عن مؤشر سريع للإلمام بحقيقة الموقف المالي لأي مصرف ومعرفة درجة تصنيفه، ويعد أحد الوسائل الرقابية المباشرة التي تتم عن طريق التفتيش الميداني، وقد بدأ إستخدام هذا المؤشر عام 1979 بواسطة خمس جهات رقابية في الولايات المتحدة الأمريكية بما فيها البنك الإحتياطي الفيدرالي، وفيما يلي أهم مؤشرات الحيطة الجزئية:

1.2.مؤشرات كفاية رأس المال

تحدد هذه المؤشرات مقدرة المؤسسات المالية على مواجهة الصدمات التي من الممكن أن تصيب بنود الميزانيات العمومية لهذه المؤسسات، وتكمن أهميتها في أنها تأخذ بعين الإعتبار أهم المخاطر المالية مثل مخاطر أسعار الصرف، ومخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الإئتمان فضلا عن إحتساب مخاطر البنود خارج الميزانية مثل المتاجرة بالمشتقات المالية.

[1]P.Hilbers,R.Krueger et M.Moretti » ,De nouveaux outils pour évaluer la santé du système financier,« in finance et dévelopement,septembre , 2000, p53.

2.2.مؤشرات جودة الأصول

تعتمد درجة مصداقية معدلات رأس المال على درجة مصداقية مؤشرات جودة الأصول، كما أن مخاطر العسر المالي في المؤسسات المالية ينتج من نوعية الأصول وصعوبة تحويلها إلى سيولة، وعادة ما ينظر إلى تقييم جودة الأصول من خلال مؤشرات: مستوى إقراض المؤسسة، ومؤشرات مستوى إقتراض المؤسسة.

3.2.مؤشرات سلامة الإدارة

سلامة الإدارة هي مفتاح لأداء المؤسسات المالية، إلا إن معظم هذه المؤشرات تطبق في المؤسسات الفردية وليس من السهل أخذ مؤشرات تجميعية في هذا السياق.

4.2.مؤشرات الإيرادات والربحية

إنخفاض نسب هذه المؤشرات يمكن أن يدل على وجود مشكلات في ربحية المؤسسات المالية على العكس من ذلك فإن الإرتفاع العالي في هذه النسب قد يعكس سياسة إستثمارية في محافظ مالية عالية المخاطر.

5.2.مؤشرات السيولة

في كثير من الحالات يحدث الإعسار المالي للمؤسسات بسبب سوء الإدارة للسيولة، ومن هنا تأتي أهمية متابعة مؤشرات السيولة والتي تشمل بشكل عام جانب الأصول والخصوم ففي جانب الخصوم يجب النظر إلى مصادر السيولة كالإقراض فيما بين المصارف والتمويل من البنك المركزي، كما يجب لمؤشرات السيولة أن تأخذ عدم التطابق في مجال الإستحقاق بين الأصول والخصوم في مجمل القطاع المالي أو على مستوى المؤسسات المالية ذات الحجم الكبير.

6.2.مؤشرات درجة حساسية مخاطر السوق

وتتعلق هذه المؤشرات بالمحافظ الإستثمارية بالنسبة للمؤسسات المصرفية، إذ أن هذه المحافظ تحتوي على عدد كبير من الأدوات المالية من الأسهم والسندات الحكومية والأجنبية وسندات المؤسسات والمشتقات المالية وهذه الأدوات تخضع لمخاطر مختلفة مثل مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار السلع وكل منها له مقاييس مختلفة إلا أن هناك مقياس إحصائي موحد يقيس جميع هذه المخاطر وهو(مقياس VAR)* .

7.2.المؤشرات الخاصة بالسوق

على الرغم من أن هذه المؤشرات لا تدخل ضمن إطار مؤشرات الحيطة الجزئية الستة الداخلة ضمن(CAMELS) ولكنها تبقى مؤشرات مهمة تدل على قوة المؤسسات المالية، ومن هذه المؤشرات نجد: الأسعار السوقية للأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية، العوائد المفرطة، التصنيف الإئتماني، وهامش العائد السيادي.

* يستخدم مقياس var لقياس أقصى خسارة متوقعة في المحفظة الاستثمارية خلال مدة زمنية معينة، وعادة ما يتصاحب هذا المقياس مع مقياس أخر لقياس الضغط الذي يقيس أقصى خسارة يمكن أن تمنى بها المحافظ الاستثمارية في المصارف تحت ظروف استثنائية في السوق كما في الانهيارات.

المطلب الثالث: مؤشرات الإقتصاد الكلي وتأثيرها على النظام المالي

يؤثر ويتأثر النظام المالي بمجمل النشاط الإقتصادي، إذ أن بعض التطورات الإقتصادية الكلية تسبق الأزمات المصرفية، وعليه يجب مراقبة بعض المتغيرات على مستوى الإقتصاد ككل ولاسيما تلك التي تتعلق بهروب رأس المال وأزمات سعر الصرف، وهذه العوامل تشمل ما يلي:

1.النمو الاقتصادي

وتتكون من معدلات النمو الإقتصادي الإجمالي، إذ أن إنخفاض معدل النمو في الإقتصاد يضعف مقدرة المقترضين المحليين على خدمة الديون ويساهم في رفع مخاطر الإئتمان، كما أن تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية وإستثماراتها يؤثر بشكل مباشر على قوة المؤسسات المالية وبالتالي يؤدي إلى زعزعة وضع المحافظ المالية للمؤسسات المالية.

2.ميزان المدفوعات

يعد إرتفاع عجز الحساب الجاري مؤشرا على إحتمالية حدوث أزمات في سعر الصرف مما يؤثر سلبا على النظام المالي ولاسيما إذا تم تمويل هذا العجز في تدفقات مالية قصيرة الأجل، فضلا عن أنه إنخفاض نسبة الإحتياطيات في الجهاز المصرفي إلى الإلتزامات قصيرة الأجل تعد هي الأخرى مؤشًرا على عدم الإستقرار في النظام المالي، كما تشير التجارب إلى أن التدهور الكبير في شروط التبادل التجاري كان سببا رئيسيا في الأزمات المالية في الكثير من البلدان ولاسيما البلدان التي تتصف صادراتها بالتركز في سلع محدودة.

3.التضخم

إن التذبذب في التضخم يقلل من دقة التقييم لمخاطر الإئتمان والمخاطر السوقية، ذلك أن التضخم يرتبط بشكل مباشر مع تذبذب مستوى الأسعار الذي يزيد من مخاطر المحافظ المالية ويشوه المعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها لمخاطر الإئتمان والإستثمار، كما أن الإنخفاض السريع والكبير في معدلات التضخم يؤثرسلبً ا على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات المالية.

4.معدلات الفائدة وأسعار الصرف

يعد التذبذب في هذه المعدلات مخاطرة في حد ذاته، وكلما زاد هذا التذبذب إرتفعت مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف بالنسبة للمؤسسات المالية، وبشكل عام فإن إرتفاع درجة التذبذب في أسعار الصرف يمكن أن تتسبب في بعض المصاعب للمؤسسات المالية بسبب عدم التطابق في العملة بين أصول هذه المؤسسات وخصومها المالية، في حين أن إرتفاع أسعار الفائدة العالمية يمكن أن يؤثر في درجة تعرض الجهاز المصرفي في الأسواق الناشئة إلى الهزات العالمية.

5.إزدهار الإقراض وأسعار الأسهم

يعبر عن إزدهار الإقراض بالفارق بين نسبة النمو في الإئتمان المقدم من المصارف ونسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مثل هذا النوع من الإزدهار يسود عادًة قبل الأزمات المالية الحادة، أما فيما يخص إزدهار أسعار الأسهم

فتعد السياسة النقدية التوسعية أحد أسباب هذا الإزدهار، إذ أن التغير المفاجئ في هذه السياسة لتصبح سياسة نقدية إنكماشية يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم والعقارات، وتراجع النشاط الإقتصادي بشكل عام مما يخلق الظروف الملائمة للإعسار المالي بالنسبة للمؤسسات المالية.

6.آثار الإنتقال بالعدوى

بسبب الترابط بين النظم المالية في البلدان المختلفة من خلال التدفقات المالية وأسواق رأس المال والتجارة الخارجية فإن إنتقال الأزمات المالية عبر الحدود يصبح متوقعًا، فعندما يعاني أحد البلدان من أزمة مالية تظهر على شكل إنخفاض حاد في قيمة العملة فإن البلدان الأخرى الشريكة لها في التجارة تعاني من الأزمة بإنتقالها إليها من خلال التجارة بسبب تراجع تنافسية هذه البلدان مقارنة مع البلد الذي إنخفضت قيمة عملته بشكل حاد، ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي، ويعد الهروب الجماعي للودائع (أسلوب القطيع) من أكثر مظاهر العدوى التي تصيب النظام المصرفي.

7.العوامل الأخرى: يمكن تلخيصها في العوامل الآتية:

-الإقتراض والإستثمار الموجه: إن توجيه الإستثمار والإقتراض بصورة إجبارية إلى نشاطات وقطاعات على أسس غير سوقية تؤدي دائما إلى تخصيص غير كفء للموارد مما يؤثرسلبيً ا على درجة الإعسار في المؤسسات المالية.

-علاقة الحكومة بالقطاع المصرفي والإختلالات في الموازنة: إذ أن زيادة الإئتمان الموجه من البنك المركزي إلى الحكومة يزيد من الضغوط التضخمية مما يؤثر على القطاع المالي.

-حجم المتأخرات في الإقتصاد: إن تراكم المتأخرات في الإقتصاد يعكس صعوبات في خدمة الدين من قبل الحكومة والقطاع الخاص، وهذا يؤثر مباشرًة على درجة السيولة والإعسار المالي في المؤسسات المالية.

المطلب الرابع: آليات تنبؤ صندوق النقد الدولي بالأزمات المالية

لقد بدأ صندوق النقد الدولي تجميع مؤشرات للحيطة من الأزمات، وتم تطوير المؤشرات السابقة الذكر لتصبح أكثر فائدة وهذا للسماح بإتخاذ إجراءات تمنع وقوع الأزمة، وهذا يتطلب مراقبة لمجموعة كبيرة من المؤشرات المالية والحقيقية، ومعرفة مختلف السياسات لتجنب وقوع الأزمات المالية وطرق تسييرها.

1.تعريف صندوق النقد الدولي:

أنشئ صندوق النقد الدولي في 25ديسمبر عام 1945، بموجب إتفاقية "بريتون وودز "الموقعة في صيف سنة 1944 من حوالي 44 دولة، إلا أن عدد الدول الأعضاء بلغ سنة1995 بعد حوالي خمسين عاما من إنشائه إلى 179 دولة، وبلغ عدد موظفيه2150 شخصا ليصبح بذلك المؤسسة الإقتصادية العالمية التي تمثل أحد الأركان الرئيسية الفاعلة في النظام الإقتصادي العالمي الجديد والتي تعمل على تحقيق الإستقرار النقدي العالمي.

2.مهام صندوق النقد الدولي

تتحدد مهام صندوق النقد الدولي في النقاط التالية[1]:

-تدعيم إستقرار أسعار الصرف ومنع لجوء الدول إلى التنافس على تخفيض قيم عملاتها.

-إقامة نظام متعدد الأطراف للمدفوعات والتخلص من قيود الصرف التي تحول دون نمو وتنشيط التجارة الدولية.

-تمويل العجز المؤقت في موازين المدفوعات دون اللجوء إلى إجراءات تقييدية ويمنح في ذلك قروضا قصيرة ومتوسطة الأجل.

-توفير السيولة الدولية اللازمة لتسوية المدفوعات الدولية من خلال زيادة الإحتياطات الدولية، وقد أنشأ في ذلك ما يسمى "بحقوق السحب الخاصة"*.

-إقتراح السياسات التصحيحية التي يجوز للدولة العضو إتباعها وتطبيقها لتحقيق التوازن الخارجي والمرتبط بتحقيق التوازن الداخلي.

-تقديم المشورة للدول الأعضاء فيما يتعلق بالأمور النقدية والإقتصادية ذات العلاقة، وبالتالي يقوم بدور المستشار النقدي في مجال التشاور والتعاون المتعلق بمشاكل النقد الدولية.

-التعاون مع البنك الدولي فيما يتعلق بعلاج الإختلالات الهيكلية حيث أدخل صندوق النقد الدولي على عملياته في محيط السياسة الإقتصادية عمليات التكييف الهيكلي لتصحيح مسار السياسة الإقتصادية على مستوى الإقتصاد ككل، ولذلك زاد إهتمامه منذ الثمانينيات من القرن الماضي بعلاج الإختلال في التوازن الهيكلي وبالتالي بدأ يخصص مواردا وقروضاً، تسمى "تسهيلات التصحيح الهيكلي"، وقد خصصت تلك التسهيلات حديثا للبلاد المنخفضة الدخل ويمثل ذلك تداخلا كبيراً مع إختصاصات ووظائف البنك الدولي.

-يركز صندوق النقد الدولي في معالجته للسياسات الإقتصادية الكلية على الفترة القصيرة وأحيانا الفترة المتوسطة ويطلق عليها سياسات التثبيت.

-يقوم بمراقبة النظام النقدي الدولي عموما.

فبحسب نظام عمل الصندوق تستطيع الدولة التي تقترض بالعملات الصعبة من الصندوق ففي سنة2001 قدم الصندوق قروضا بقيمة 50 مليار دولار منها 18 مليار لتركيا و13.1 للبرازيل و20 مليار دولار لدول أخرى ومع زيادة اعتماد العديد من دول العالم على مساعدة الصندوق وجد نفسه هذا الأخير في وضع يؤهله للتأثير على السياسات الاقتصادية للدول التي تتقدم منه لطلب المساعدة.

---

[1] عبد الحميد عبد المطلب، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث11سبتمبر، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص ص 85-86.

* حقوق السحب الخاصة هي نوع من النقود (الأصول) الدولية التي يقوم بإصدارها صندوق النقد الدولي وتعرف أيضا بالذهب الورقي دلالة على قوة إبراءها، وقد انشات عام 1969، وتقوم بناء على أوزان معينة من العملات الرئيسية.

3.أهداف صندوق النقد الدولي:

إستهدف إنشاء صندوق النقد الدولي تحقيق عدة أهداف أساسية، يمكن التطرق إلى أبرزها فيما يأتي[1]:

-العمل على إيجاد تنظيم دولي متمثلا بالصندوق يعمل على تحقيق التعاون النقدي الدولي، وتوفير وإمكانيات وسبل هذا التعاون عن طريق إقامة الفرصة للدول من أجل حل مشاكل النقد الدولي عن طريق الحوار وتبادل الرأي.

-إقامة نظام صرف ثابت، مع توفير مرونة محدودة في إطار هذا الثبات لأسعار الصرف، وبالتالي تلافي الجمود في أسعار الصرف في ظل قاعدة الذهب، وتلافي أن تتولى كل دولة تحديد سعر صرف عملتها بمعزل عن الدول الأخرى، ويتم تحديد أسعار الصرف الثابتة عن طريق قيام الدول الأعضاء بتحديد قيمة عملتها المحلية على أساس الذهب أو الدولار، وعدم السماح بتبادل عملتها بأسعار صرف تتجاوز1% من قيمة عملتها بالذهب أو الدولار، كما حددتها سواء بالإرتفاع أو الإنخفاض.

-إلغاء الرقابة على الصرف المتمثلة بالقيود التي تضعها الدول على تحويل عملتها إلى العملات الأخرى، وهو ما تنص عليه المادة الثامنة من إتفاقية الصندوق، والتي تنص على عدم جواز فرض الرقابة على الصرف فيما يتعلق بالمعاملات الجارية بدون الحصول على موافقة الصندوق المسبقة.

-توفير التمويل اللازم لتلبية حاجة الدول الأعضاء إليه من أجل معالجة حالات الإختلال التي تنشأ في موازين مدفوعاتها، حيث يتم لجوء الدولة العضو إلى الصندوق من أجل الحصول على الأرصدة النقدية التي يتم من خلالها معالجة العجز المؤقت في ميزان مدفوعاتها.

-يعمل كمستشار مالي ونقدي لجميع الدول، حيث تسترشد جميعها بالسياسات والنصائح التي يقدمها البنك سنويا من خلال تقريره السنوي، كما يقدم المساعدة الفنية المالية على التدريب وتنفيذ السياسات الإقتصادية الكلية و الهيكلية[2].

-يعمل صندوق النقد الدولي على زيادة التعاون النقدي بين الدول الأعضاء من خلال المؤسسات الفرعية واللجان المنبثقة عن مجموعة البنك الدولي، والتي تقدم المشورة والتعاون على حل المشاكل المالية الدولية.

4.دور صندوق النقد الدولي في تقوية النظام المالي والنقدي الدولي ومواجهة الأزمات المالية

لقد كانت الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة في منتصف وأواخر التسعينيات من القرن الماضي كذكرى بالمخاطر المرتبطة بالعولمة حتى بالنسبة للإقتصاديات التي حققت إستفادة هائلة من ورائها، فالإقتصاديات التي تضررت من الأزمة الآسيوية في الفترة(1997 – 1998)، ولقد كشفت عن وجود ثغرات في النظام المالي الدولي، ومن أجل الحد من مخاطر وقوع الأزمات المالية في المستقبل ودعم إمكانية الحل السريع لما يقع منها، يعمل صندوق النقد الدولي على تقوية النظام النقدي والمالي الدولي بالتعاون مع حكومات البلدان الأعضاء والمنظمات الدولية الأخرى والهيئات التنظيمية والقطاع الخاص.

---

[1] فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص ص 279-282.

[2] علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص308.

ولعل أهم إجراءات الوقاية من الأزمات المالية تتمثل في تلك التي يقوم بها صندوق النقد الدولي من خلال تطبيق الإصلاحات التي تهدف إلى تقوية هيكل نظام النقد والتمويل الدولي، إلى جانب تعزيز مشاركته الخاصة في الوقاية من أزمات التمويل وحلها، وتبسيط الشروط التي يفرضها على الدول للحصول على القروض التي يقدمها لها، ويستخدم الخبراء الإقتصاديون بالصندوق عددا من المدخلات التحليلية لتحديد أوجه الضعف، كنظم الإنذار المبكر، ووسائل مراقبة السيولة، وغيرها وسنتطرق إليها فيما يلي:[1]

1.نظم الإنذار المبكر:

يستخدمها صندوق النقد الدولي في سعيه للتنبؤ بأزمات العملة، وترتكز هذه النماذج على التقلبات الخارجية، وتستعمل العلاقة المنتظمة التي تظهر من البيانات التاريخية بين المتغيرات التي يمكن أن تؤدي إلى حدوث الأزمات، وتشمل هذه المتغيرات نسبة الدين قصير الأجل إلى إحتياطات النقد الأجنبي الإرتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة إلى للإتجاه السائد والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية، وكلما إرتفعت قيمة كل متغير من هذه المتغيرات إزداد إحتمال وقوع أزمة، وترتكز هذه النماذج على مجال تنبؤ طويل الأجل نسبيا يمتد من 12إلى 14شهرا لإعطاء البلدان مهلة مسبقة كافية لتبني سياسات تصحيحية، أي أن التركيز ينصب على الوقاية، ويستخدم الصندوق نماذج نظام الإنذار المبكر بإعتبارها مؤشرا واحدا فحسب لمشكلة ما، وذلك بسبب ظهور إشارات زائفة، ولأن هناك وسائل أخرى تصدر إشارات مختلفة ووصفات السياسات تعتمد على تحليل مدى التعرض للخطر، وتختلف الوصفات إختلافا واسعا حسب التشخيص الدقيق لمشكلات بلد ما.

2.وسائل مراقبة السيولة:

يعد الإفتقار لإحتياطي من السيولة مؤشرا أساسيا في التنبؤ بإحتمال وقوع أزمة عملة ومدى عمقها، والإحتياطات الرسمية بالنسبة لبلدان الأسواق الناشئة قد تتراجع بشكل سريع في مناخ حسابات رأس المال المفتوحة بسبب هروب رؤوس الأموال وتدهور القدرة الشرائية للبلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، وفي ظل هذه الظروف يمكن وضع تقديرات لما يلي:

-إحتياجات البلد من التمويل الخارجي، بما في ذلك عجز الحساب الجاري وإلتزامات الديون التي يحل موعد إستحقاقها خلال الفترة القادمة، ومقدار الأموال التي يحتمل أن يحولها المقيمون إلى الخارج.

-المصادر التمويلية المضمونة بصورة أو بأخرى، بما في ذلك الإستثمار الأجنبي المباشر والإقتراض من السوق على هيئة سندات وقروض مضمونة بالفعل، والتمويل الرسمي، والفجوة التمويلية المتبقية.

[1] نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج "دراسة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية(غير منشورة)، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2012-2013، ص ص 273-274.

ويتم تجميع هذه البيانات بصورة منتظمة وتلخيصها في جداول الإحتياجات التمويلية، والتي تمثل أداة فحص وتدقيق تبادلي لإحتياجات التمويل العالمية وتسمح بتقييم حجم الطلب الممكن على موارد صندوق النقد الدولي، ويركز تقييم مخاطر أزمة السيولة بإعتبارها مفجر الأزمة بالنسبة للبلدان الناشئة تركيزا كبيرا على نسبة الدين قصير الأجل إلى الإحتياطات إلى أن هناك عددا من العوامل التي يجب أخذها بعين الإعتبار كعجز الحساب الجاري، ونوعية إدارة دين القطاع الخاص، والمبالغة في تقدير قيمة العملة وغيرها.

3.نبض السوق:

من أجل تقييم التعرض للمخاطر، يمكن الإعتماد على معلومات الأسواق المالية وترتكز هذه الدراسات على التقييمية على مخاطر السداد، وليس على مخاطر أزمات العملات أو التقلبات الخارجية التي تعتبر بؤرة إهتمام نظام الإنذار المبكر أو على دراسة تقييم السيولة ومدى إستدامة الدين، ويعكس كل من علاوات أسواق السندات وتحديد المراتب الإئتمانية في جوهرها مخاطر السداد، فمثلا العلاوات الكبيرة قد تعطي إشارات لتوقعات السوق بإقتراب حالة تعثر وشيكة، كما أن تحليل مسلك السوق يساعد البلدان في أن تقيم في ما إذا كان في وسعها إستخدام سياسات مالية توسعية لتعويض بعضا من أثار الطلب السلبية لأزمة ما، أو ما إذا كان هذا التصرف من شأنه أن يزيد الأزمة تفاقما، وثمة مثال أخر للمعلومات السوقية المفيدة هو الإرتباط بين العلاوات عبر بلدان كثيرة، وهو الأمر الذي يقدم دليلا على إتجاهات تفشي العدوى[1].

5.تحرك الصندوق لمواجهة أزمة الاقتصاد العالمي

يعمل الصندوق منذ بداية الأزمة الإقتصادية العالمية في سنة 2008 على حشد الجهود على جبهات متعددة لدعم أعضائه البالغ عددهم 188 بلدا عضوا، وفي هذا السياق، قام بزيادة طاقة الإقراض وتوسيع نطاقها وإعتمد على خبرته المكتسبة من العمل مع البلدان المختلفة لطرح حلول على مستوى السياسة الإقتصادية، وأجرى إصلاحات جديدة جعلته أقدر على تلبية إحتياجات أعضائه نلخصها فيما يلي[2]:

-إقامة"جدار ناري" للوقاية من الأزمات":

أجرى الصندوق زيادة كبيرة في طاقة الإقراض منذ بداية الأزمة العالمية، سعياً منه لتلبية إحتياجات التمويل لدى بلدانه الأعضاء التي تضررت من الأزمة المالية العالمية وللمساعدة على تقوية الإقتصاد العالمي ودعم الإستقرار المالي، وقد قام بذلك عن طريق الحصول على تعهدات بزيادة إشتراكات العضوية التي يسددها البلدان الأعضاء والتي تمثل المصدر الرئيسي لتمويل الصندوق وتأمين إتفاقيات كبيرة للإقتراض من البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي.

[1] نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج "دراسة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، مرجع سبق ذكره ص 274.

[2] من الموقع: http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm: طلع عليه بتاريخ 2015/08/23.

-زيادة الإقراض لمواجهة الأزمة:

أجرى الصندوق إصلاحا شاملا في إطاره المعتمد للإقراض حتى يكون أكثر ملائمة لإحتياجات البلدان الأعضاء، حيث جعله أكثر تركيزا على الوقاية من الأزمات وقام بتبسيط الشروط المصاحبة للقروض، وقد تعهد الصندوق منذ بداية الأزمة بتقديم قروض لبلدانه الأعضاء بقيمة تزيد بكثير على 600 مليار دولار.

-مساعدة أفقر بلدان العالم:

إضطلع الصندوق بإصلاح غير مسبوق في سياساته إتجاه البلدان منخفضة الدخل، وزاد من الموارد المخصصة للإقراض الميسر حتى بلغت أربعة أضعاف حجمها السابق.

-تعزيز تحليلات الصندوق ومشورته بشأن السياسة الاقتصادية:

مع تطور الأزمة، زاد طلب البلدان الأعضاء على ما يقدمه الصندوق من أعمال المتابعة والتنبؤ وتحليل المخاطر والمشورة بشأن السياسات الإقتصادية، والتي ترتكز على المنظور العالمي الذي يعتمده الصندوق وتسترشد بخبرته المكتسبة من الأزمات السابقة، ويساهم الصندوق أيضا في الجهود الجارية لإستخلاص دروس من الأزمة من أجل إصلاح البنيان المالي العالمي، بما في ذلك مايُستخلص في سياق تعاونه مع مجموعة العشرين للإقتصاديات الصناعية وإقتصاديات الأسواق الصاعدة.

-إصلاح نظام الحوكمة في الصندوق:

في سياق العمل على تدعيم شرعية الصندوق، إتفق الأعضاء في أفريل 2008 ونوفمبر 2010 على إجراء إصلاحات واسعة النطاق في نظام الحوكمة حتى يعبر بدقة عن الأهمية المتزايدة لبلدان الأسواق الصاعدة، وهذه الإصلاحات الأخيرة التي لم تدخل حيز التنفيذ بعد، وسوف تضمن أيضا إحتفاظ البلدان النامية الصغيرة بتأثيرها في الصندوق.

فعلى صعيد المثال لا الحصر دفعت الأزمة المالية العالمية الأخيرة (أزمة الرهن العقاري) صندوق النقد الدولي إلى التدخل بقوة بمستويات غير معهودة، محاولا التصدي للتحديات التي أثارتها الأزمة على مستوى السياسات المتضررة وغيرها من البلدان المعرضة للخطر، وقد تدخل الصندوق للحد من تكاليف الأزمة حرصا على تشجيع إتخاذ إجراءات عاجلة وإقامة الحوار فيما بين الدول الأعضاء وتقديم التمويل والمشورة على صعيد السياسات.

وتعهد صندوق النقد الدولي بمستويات غير مسبوقة من التزامات الإقراض خلال سنة 2009، فوافق على قروض بلغت قيمتها 65.8 مليار وحدة من حقوق السحب الخاصة إلى 15 بلدا عضوا كما وافق الصندوق على تقديم قروض أو على زيادات في الموارد المتاحة لإتفاقيات قائمة مع 26 بلد بلغت في مجموعها 1.1 مليار حقوق سحب خاصة من خلال تسهيلاته للإقراض والتي تقدم التمويل للبلدان منخفضة الدخل بسعر فائدة مدعم.

المبحث الرابع: سياسات تجنب الأزمات المالية والتحوط منها مستقبلا

إن الأزمات التي تحدث على المستوى الفردي يمكن تدبرها بشكل أو بآخر فإن إحتاج شخص ما لسيولة فقد يقترض أو يبيع ما عنده ليتدبر أمره، أما الأزمات على المستوى المحلي والدولي فينصب علاجها على إتباع سياسات كلية لتجنب آثار الأزمة.

المطلب الأول: إجراءات منع الأزمات المالية في المستقبل

أدت العولمة المالية وحدوث عمليات التحرير المالي إلى ظهور تحديات جديدة، ومن أبرز هذه التحديات وأكثرها صعوبة كيفية تقوية النظام المالي العالمي بحيث يصبح أقل عرضة للأزمات المالية وأكثر قدرة على التصدي والتقليل من حدتها لها إذا وقعت.

1.ضرورة الإصلاح التنظيمي:

كشفت الأزمة المالية الأخيرة (أزمة الرهن العقاري) على أوجه الضعف في الأطر التنظيمية والإشرافية وأوضحت التطورات الأخيرة إلى أن هناك الحاجة إلى إتخاذ في أربع نواحي على الأقل لتخفيض مخاطر الأزمة وعلاجها وفي هذا السياق يمكن إتخاذ إجراءات هي[1]:

1.1.المخاطر النظامية وتحمل المخاطر لمواجهة الاتجاهات الدورية:

من خلال العمل أن تكون متطلبات رأس المال وسياسات الإقتصاد الكلي أكثر قدرة على مواجهة التقلبات الدورية، وهو يتطلب أن تكون متطلبات رأس المال والإحتياطات وربما فرض حدود دنيا على الضمان مقدما بالمخاطر المتصاعدة أثناء فترة الرواج، والسماح ببناء إحتياطات رأسمالية كافية في الأوقات الطيبة، وهذا يتطلب أن تلعب سياسات الإقتصاد الكلي دورا مكملا في منع فترات الإزدهار وأسعار الفائدة المنخفضة الطويلة من خلال:

-إعادة تقييم المحاسبة على أساس سعر السوق: إن المحاسبة وفقا لأسعار السوق تبالغ بشكل غير واقعي في الإرتفاعات المسايرة للاتجاهات الدورية في حقوق المساهمين ورأس المال اللائحي، وقد تساهم في عدم الإستقرار المالي.

-جعل التوريق أكثر توافقا مع الحوافز: إن تنويع المحفظة لا يكفي لإدارة مخاطر الإئتمان، كما أنه لا يحل محل الحرص والحذر، وينبغي أن تكفل عقود التوريق أن المؤسسات المنشئة والراعية تتحمل مخاطر كافية على الأصول التي تم توريقها حتى يتوافر لكل المؤسسات حافز القيام بالفحص والمراقبة لكل قرض على حدا.

-تقوية إدارة السيولة: لقد تم إصدار مجموعة محدثة من المبادئ الخاصة بالإدارة السليمة والإشراف السليم لمخاطر السيولة من جانب بازل في سبتمبر2008(لجنة بازل المختصة بالإشراف المصرفي)، لعلاج أوجه الضعف التي تمت في الإضطرابات الأخيرة.

-إعادة تقدير نماذج ونظم إدارة المخاطر: حيث يمكن إستخدام الدعامة الثانية من إطار بازل الثاني من طرف المشرفين لتقوية ممارسة البنوك لإدارة المخاطر، وشحذ رقابة البنوك على رقابة المخاطر التابعة، وتخفيف تراكمات

[1]نويل سكاسا، منع الأزمات في المستقبل، أولويات الإصلاح التنظيمي بعد الانهيار، التمويل والتنمية، ديسمبر2008، ص ص13-14.

التعرض المفرط للمخاطر، وتركيز المخاطر ويمكن أن يساعد هذا في ضمان دارة المخاطر وإحتياطات رأس المال، وتقديرات الخسائر الإئتمانية المحتملة قد تمت بنظرة سليمة للمستقبل، كما تدخل في الإعتبار أيضا نواحي عدم اليقين المصاحبة للنماذج والتقييمات وتركيزات المخاطر والتباينات المتوقعة خلال دورات الأعمال.

2.1.الشفافية والإفصاح:

-الإفصاح عن المخاطر والتقييم لمنع إستخدام الكيانات القائمة خارج الميزانية من تظليل المشاركين في السوق بشأن التعرضات الفعلية للمخاطر التي يحتفظ بها القائمون بالترتيب، ويجرى تحسين معاير المحاسبة والإفصاح الخاصة بالتراجع عن الإقرار والإدماج.

-عمليات التوريق والأسواق، يمكن توسيع نطاق المعلومات عن المنتوجات المورقة والأصول التي تقوم عليها في كل مرحلة، ويمكن تقوية الشفافية من جانب المنشئين للمصدرين للمنتجات المورقة بشأن معايير الضمان ونتائج الحرص بالنسبة إلى الأصول الأساسية.

3.1.دور التصنيف الائتماني:

-نوعية عملية التصنيف الائتماني وتعارض المصالح، نقحت وكالات التصنيف الإئتماني، منهجيات التصنيف الإئتماني للمنتجات التي تمت هيكلتها، وتتخذ خطوات لفصل أنشطة التصنيف عن الأنشطة الأعمال الأخرى، وفصل مكافآت مديري التصنيف الإئتماني عن الأداء المالي لوحدات الأعمال الخاصة بهم وتعزيز الإشراف على عملية التصنيف الإئتماني، وتقوية الإشراف الداخلي على منهجيات التصنيف الإئتماني.

-إستخدام التصنيفات الإئتمانية: ينبغي على المستثمرين عدم إستخدام التصنيفات الإئتمانية للحلول محل التحليل القوى للمخاطر والإدارة السليمة لها، وهي التي تناسب تعقد الصكوك التي يشترونها مقابل ضخامة حيازتهم.

4.1.التوازن بين الشمول والتنوع:

من خلال ما يلي[1]:

-توسيع النطاق التنظيمي ليشمل التحكيم التنظيمي، فقد يقتضى الأمر وضع كافة المؤسسات المالية التي تقترض لتحقيق الفعالية المالية، وكذلك أي كيانات أخرى ترتبط بها بصورة كبيرة تحت نفس الجانب التنظيمي.

-تحسين تبادل المعلومات والتبادل عبر الحدود: ولقد أثبت أهميته في وضع ممارسات جيدة وتشخيص مؤسسات مالية ضخمة ومعقدة، وعلاج الموضوعات الممتدة عبر الحدود.

-المحافظة على التنوع لتشجيع أوجه التكامل النظامية: يمكن إعادة النظر في الدرجة التي تخضع لها المؤسسات المالية ذات الإلتزامات ذات أجال الإستحقاق الطويلة(مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين على الحياة) والتي تعمل وفقا لمتطلبات تحديد الأسعار ووفقا لمعايير إدارة المخاطر، والقائمة على أساس نماذج المخاطر التي تركز على تذبذبات الأسعار في الأجل القصير في إدارة أصولها.

[1]نويل سكاسا، منع الأزمات في المستقبل، أولويات الإصلاح التنظيمي بعد الانهيار، مرجع سبق ذكره، ص 14.

2.العوامل الدافعة إلى ضرورة إصلاح النظام الإقتصادي العالمي

بالاضافة الى العديد من العوامل التي ساهمت العوامل التالية في خلق الدوافع الأساسية لإصلاح النظام الإقتصادي العالمي وهي[1]:

-عولمة قوى السوق: تخلق حالة من عدم المساواة في ترتيبات عولمة الإقتصاد والعلاقات المالية الدولية تمت خلال الثلاثين سنة الأخيرة إزالة العديد من الحواجز على حركة التجارة والتدفقات المالية والإستثمارية، مما أدى إلى زيادة الفجوة بين الأغنياء الذين يمثلون القلة، والدول النامية في آسيا وإفريقيا وأمريكا اللاتينية، حيث ساهمت المؤسسات المالية الدولية المتمثلة في البنك الدولي وصندوق لنقد الدولي والشركات العابرة للقارات في ذلك.

-النمو الإقتصادي لن يحل مشاكل الدول النامية: حيث فشلت مقولة إن هذه الدول يمكن أن تحل مشاكلها من خلال زيادة النمو الإقتصادي العالمي، حيث أدى نمو التجارة العالمية خلال الفترة (1960- 1989)إلى إتساع هامش عدم المساواة بين الأغنياء والفقراء.

-لا يمثل الهدف الأساسي للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي في تشجيع التنمية: وفق بعض المفكرين وإنما في إستقطاب ودمج النخب الحاكمة في العالم الثالث في النظام العالمي، وتم إستبدال السيطرة الإستعمارية وفق الأسلوب التقليدي بلجوء النخب الغربية إلى السيطرة على النخب الحاكمة في العالم الثالث وإلزامها بالسياسات التي تضعها مؤسسات النظام الدولي.

-تتوفر الأدلة النسبية من العديد من دول العالم على أن سياسات صندوق النقد والبنك الدولي كانت كارثية: ولدى النظر في تطورات الدول الفقيرة كالصومال ورواندا وموزميق والدول النامية الأفضل (غانا، البرازيل، المكسيك) فإن سياسات البنك الدولي والصندوق إنعكست على سوء أوضاع أغلبية سكان هذه الدول.

-ساهمت برامج المؤسسات الدولية النمطية إتجاه الإصلاح الهيكلي في الدول النامية في إنتاج آثار كارثية على البيئة من خلال تشجيع جهود الإفراط في إستغلال الموارد الطبيعية.

-حققت بعض الدول النامية بعض النجاحات مثل كوريا الجنوبية وتايوان من خلال التدخل الحكومي في دعم وتشجيع الإستثمارات الإنتاجية، وليس عن طريق حرية السوق؛ إستمرت المؤسسات الدولية تشجيع اللجوء إلى حرية الأسواق، مع العلم بأن الدول المتقدمة إقتصاديا لم تلجأ إلى حرية السوق في تحقيقها لتقدمها الإقتصادي.

-لم تتمكن عولمة أنشطة مؤسسات الدفاع عن حقوق الإنسان وإتحادات المرأة والبيئة ومنظمات المزارعين من منحها الثقل الملائم للتأثير في الإتجاهات الأجنبية فهي أضعف من المؤسسات الدولية تأثيرا وهي بلا إمكانيات للتأثير لذلك كله، فإن المطلوب هو أن تعمل هذه المؤسسات الدولية بشفافية ونزاهة على دعم الدول النامية ومحاربة الفقر ونشر شبكات الأمن الإجتماعي وتحسين فرص التنمية الإنسانية لديها.

---

[1] فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، المؤتمر العلمي العاشر"الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" أيام 19-20ديسمبر 2009، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت لبنان، ص ص 6-8.

المطلب الثاني: برامج صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمات المالية

تجدد دور صندوق النقد الدولي في إدارة النظام النقدي العالمي في ظل أزمة المديونية وأزمات العولمة المالية، وذلك بإشرافه على برامج معدة على أساس مؤشرات محددة لمحاولة التحسيس بالأخطار المحتملة وقريبة الوقوع وسياسات تفرض على الدول الأعضاء لتصحيح الإختلالات ومعرفة أسبابها وبالتالي المساعدة في معالجتها، ومن أهم هذه البرامج سيتم التركيز على ثلاثة منها هي:

1.برامج التثبيت والتعديل الهيكلي: هي برامج تحاول تصحيح الإختلالات الناتجة عن الإفراط في الطلب الكلي المحلي والخارجي على المديين القصير والمتوسط بالتركيز على أدوات السياسة النقدية والمالية والتجارية والإستثمارية وأسعار الفائدة، تخفيض قيمة العملة، الضرائب، وفتح مجال للقطاع الخاص وتقليص دور الدول في الأنشطة الإقتصادية، وتشجيع الإستثمار الخاص المحلي والأجنبي، حيث ركز عليها الصندوق في معالجة أزمة المديونية وفي إطار برامج إعادة الجدولة، وترتكز هذه البرامج على ثلاثة محاور رئيسية هي[1]:

1.1.تخفيف العجز في ميزان المدفوعات:

وذلك بإعتماد الإجراءات التالية:

-تخفيض قيمة العملة.

-إلغاء الرقابة على الصرف الأجنبي أو تقليصها إلى أدنى مستوى.

-تحرير عملية الإستيراد من القيود المفروضة عليها.

-إلغاء الإتفاقيات الثنائية.

-تحسين شروط الإقتراض الخارجي.

2.1.مكافحة التضخم:

ويشمل الإجراءات التالية:

- رفع سعر الفائدة الدائنة والمدينة.

- تخفيض العجز الحاصل في الموازنة العامة للدولة عن طريق زيادة الضرائب وتقليص الإنفاق العام.

3.1.تشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي:

وذلك من خلال:

-منح مزايا ضريبية لصالح رأس المال الأجنبي.

-ضمان عدم تأميم أو مصادرة الإستثمار الأجنبي.

-حرية تحويل الأرباح إلى الخارج.

-تقليص نمو القطاع العام وتشجيع آليات الخوصصة.

[1]لطرش ذهبية، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، الملتقى العلمي الدولي" الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20-21اكتوبر 2009، ص ص 6-7.

2.برامج الإنذار المبكر:

في إطار سعي الصندوق لإستشعار الأزمات والتنبؤ بوقوعها لجأ هذا الأخير إلى إعتماد نماذج من الإقتصاد القياسي تعرف بنماذج الإنذار المبكر، الذي يعتمد في تحليل والتنبؤ بوقوع الأزمات على مجموعة من المتغيرات والبيانات التاريخية مدة 12-24 شهر التي تؤدي إلى إحداث الأزمة، وأهمها: نسبة الدين قصير الأجل إلى إحتياطات النقد الأجنبي، والإرتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للإتجاه السائد، والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية بحيث كلما إرتفعت قيمة متغير من هذه المتغيرات إزداد إحتمال وقوع الأزمة وهنا يتدخل الصندوق بمنح مهلة كافية لتبني سياسات تصحيحية.ويستند الصندوق في إستشعار الأزمة والتنبؤ بوقوعها إلى مجموعة من المؤشرات أهمها[1]:

1.2.وسائل مراقبة السيولة: يعتبر صندوق النقد الدولي أن نقص الإحتياطي من السيولة يعد من المؤشرات الرئيسية للتنبؤ إحتمال حدوث أزمة العملة، خاصة في ظل عدم قدرة البلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية و هروب رؤوس الأموال بسبب الشكوك القائمة حول عدم صلاحية السياسات المحلية، في هذه الحالة يؤكد الصندوق على ضرورة وضع التقديرات التالية:

-إحتياجات البلد من التمويل الخارجي، بما في ذلك عجز الحساب الجاري وإلتزامات الديون التي يحل موعد إستحقاقها في آجال لاحقة وحجم الأموال المحولة من طرف المقيمين إلي الخارج.

-مختلف مصادر التمويل المضمونة من طرف الإستثمار الأجنبي المباشر والإقتراض من الأسواق المالية في شكل سندات وقروض مضمونة والتمويل الرسمي.

-الفجوة التمويلية المتبقية: هذه الحالة تتطلب تجميع البيانات بصورة منتظمة وترتيبها في جداول تحدد الإحتياجات التمويلية التي يعتمد عليها في فحص وتدقيق إحتياجات التمويل العالمية وحجم الطلب على موارد صندوق النقد الدولي.

2.2.نبض السوق: يعتمد هذا النوع من التقييم على المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية في البلدان الناشئة بتحديد مخاطر التسديد وتحليل سلوك السوق لمساعدة الدول على إمكانية إستخدام سياسات مالية توسعية تساعد على تعويض بعض الآثار السلبية للأزمة.

3.2.التطلع إلى المستقبل: لتسهيل عملية التنبؤ بحدوث الأزمات يحاول واضعي السياسات الإقتصادية إتخاذ وإعتماد مجموعة من الإجراءات لتفادي وقوعها بمجرد ظهور بوادرها، ويتدخل صندوق النقد الدولي لمتابعة مدى سلامة القطاع المالي في هذه البلدان ومدى إلتزامها بالمعايير والمقاييس الدولية لزيادة قدرته على التنبؤ بحدوث الأزمات ومواجهتها.

[1] كرستان ملدر، تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر2002 ، ص8.

3.برامج إختبار الإجهاد: تعد برامج إختبار الإجهاد من أهم الأدوات المستخدمة في إدارة المخاطر وإختبار السلامة المالية وتقدير نقاط القوة ونقاط الضعف للنظم المالية التي يجريها صندوق النقد الدولي بالتعاون مع البنك العالمي منذ 1999، حيث تحاول قياس مدى حساسية مجموعة من المؤسسات (كالبنوك مثلا) والنظام المالي بأكمله لصدمة معينة بدراسة وقياس التغير الحاصل في المحفظة الناتج عن التغيرات في عوامل المخاطرة. ويلخص الجدول الموالي أهم برامج إختبار الإجهاد في إدارة المخاطر وإختبار السلامة المالية.

الجدول رقم(12): برامج اختبار الإجهاد في إدارة المخاطر واختبار السلامة المالية

نوع المخاطرة	الصدمات المحتملة	كيفية التطبيق
سعر الفائدة	-تحول متواز في منحنى العائد مثل حدوث زيادة قدرها 100-300نقطة أساس بالنسبة لكافة الاستحقاقات. -التغير في شكل منحنى العائد سواء كانت التعرجات قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل. -إمكانية حدوث الصدمات في الأسعار المحلية و الأجنبية	-يطبق على دفتر التداول خاصة على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت(كما يمكن تطبيقه على دفتر البنوك الائتمان).
أسعار الصرف	-تغير في أسعار الصرف، مثلا انخفاضه ب10 -20% وارتفاعه مقابل عملة لبد يعد شريكا تجاريا رئيسي أو يتوقف ذلك على طول الفترة الزمنية. -إمكانية خفض عملات أخرى تكتسي أهمية في المحفظة.	-على العموم تطبق على دفتر التداول وأحيانا على دفتر الائتمان إذا كانت القروض بالعملات الأجنبية كبيرة.
الائتمان	-زيادة في احتمالات التوقف عن الدفع -زيادة نسب القروض المشكوك فيها.	-تطبق على دفتر البنوك بالاعتماد على وقائع سابقة خاصة بارتفاع حالات التوقف عن التسديد.
أسعار الأسهم	-انخفاض مؤشر البورصة مثلا انخفاض المؤشرات الرئيسية بمعدل20 -30%	يطبق في دفتر التداول.
درجة التذبذب	-زيادة درجة التذبذب في أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأسهم و الخيارات...	-يطبق في محافظ الخيارات، ويمكن معايرته على أساس الوقائع السابقة لزيادة تذبذب السوق.
السيولة	-نقص في سيولة الأوراق المالية المتداولة، مثلا حدوث انخفاض في قيمة كافة السندات. -انخفاض درجة سيولة البنوك من خلال ارتفاع معدلات سحب والطلب على الودائع أو انخفاض مستوى التسهيلات الائتمانية ما بين البنوك	-غالبا ما يطبق على دفاتر التداول، ويمكن تحليله على أساس نسب الأصول السائلة قبل و بعد الانخفاض.
البضائع	- انخفاض أسعار سلع التصدير الرئيسية انخفاض أسعار البترول بالنسبة النفطية	-يطبق على الدول التي ترتكز تجارتها الخارجية على تصدير السلع بشكل كبير (الدول النفطية والمصدرة

		للمواد الأولية).

المصدر: بول هيلبرز، ماذا لو ...؟، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر2004 ، ص ص 24-25.

ويتم إجراء عملية إختبار الإجهاد وفق عدة مراحل تنطلق من توحيد جوانب التعرض للمخاطر وجمع المعلومات حول الإقتصاد الكلي وأداء النظام المالي والبيانات المرتبطة بالملكية والحصص في السوق التي تساعد على التحديد المنتظم للمؤسسات والقطاعات المهمة ومعرفة هياكل الميزانيات المالية التي تمكن من إستشراف جوانب التعرض للمخاطر في بعض الأصول والخصوم ومصادر الدخل...، أي التركيز على معرفة مصادر المخاطر المختلفة، وبعدها يتم وضع الخطط بإستخدام نماذج الإقتصاد القياسي الذي هو أساس برنامج إختبار الإجهاد، حيث يتم الإعتماد على بيانات تاريخية وأخرى إفتراضية لتحليل الروابط الرئيسية بين الإقتصاد الحقيقي والنظام المالي، وفي بعض الحالات يتم اللجوء إلى تجارب الدول الأخرى في عملية الإسترشاد وصياغة إختبار الإجهاد، بعد وضع الخطط يتم إستقراء وترجمة النتائج المختلفة لنموذج الإقتصاد الكلي إلى ميزانيات وقوائم داخل المؤسسات المالية لمساعدة المؤسسات ذات النظم المتطورة في إدارة المخاطر من زيادة قدرتها الرقابية للمخاطر أما المؤسسات ذات النظم البدائية فإنها تساعدها على وضع نماذج إدارة المخاطر، لتأتي آخر مرحلة وهي تحليل الآثار، أي تحديد أثر التغير في المخاطر على هيكل المحفظة في المدى القصير ومدى تأثير ذلك على النظام المالي ككل.

ومن أهم إستراتيجيات التحليل المعتمدة هي تحليل الأثر على المؤسسات بإستخدام نماذج العدوى التي تحاول تقدير وقياس أثر فشل المؤسسة الرئيسية على المؤسسات الأخرى وعلى النظام المالي بأكمله، ويتم ذلك بإختبار إجهاد كل ميزانية وكل قائمة دخل على حدا، ثم فحص مدى تعرض الطرف المقابل للمخاطر كالمؤسسات التي جعلها إختبار الإجهاد أكثر تعرضا للمخاطر نتيجة الإقتراض مثلا من البنوك أو إمتلاك أسهم أو وضع ودائع...ودراسة مدى تأثير الصعوبات التي تواجهها إحدى المؤسسات على سلامة المؤسسات الأخرى، بعدها تأتي آخر عملية وهي تفسير النتائج ونشرها.

المطلب الثالث: سياسات تجنب والتحوط ضد الأزمات المالية الأزمات المالية

تكتسب نظم وأليات الوقاية من الأزمات المالية أهمية متزايدة لتعزيز قوة وسلامة النظام المالي خاصة في ظل إنفتاح الأسواق المالية والتي سنتطرق لها فيما يلي.

1.سياسات تجنب الأزمات المالية:

من أبرز الإجراءات الهادفة إلى تقليل إحتمال حدوث الأزمات المالية الممكن إعتمادها ما يلي[1]:

–العمل على تقليل الإضطرابات والمخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي بخاصة تلك التي تكون تحت التحكم الداخلي للدولة ذلك عن طريق إستخدام أسلوب التنويع وشراء التأمين ضد تلك المخاطر والإحتفاظ بجزء أكبر من الإحتياطات المالية لمواجهة مثل تلك التقلبات، وإستخدام سياسات مالية ونقدية متأنية وأكثر إلتزاما بأهدافها.

[1] ناجي التوني، الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-11.

–الإستعداد والتحضير الكافي لحالات الإنتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الإئتمان المصرفي وتوسع الدور المالي للقطاع الخاص، وذلك عن طريق إستخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة، وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الإئتمان من جهة أخرى.

–التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع إلتزامات المصارف الحاضرة، والمطلوب هو آلية لتنظيم العمليات المصرفية في هذا المجال خصوصاً في الأسواق الناشئة، وقد يكون ذلك عن طريق فرض إحتياطي قانوني عالي خلال الفترات العادية (إستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة)، ويمكن تقليله في حالات إحتياج المصارف للسيولة في حالات الأزمات، والإستعداد أيضا لمواجهة الأزمات من خلال الإحتفاظ بإحتياطات كافية من النقد الأجنبي.

–الإستعداد الجيد والتهيئة الكاملة قبل تحرير السوق المالية، (إستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تعميق السوق المالية، زيادة الرقابة المصرفية، وإتباع المعايير الدولية كمعيار لجنة بازل لكفاية رأس المال)، كما يفترض العمل على تطوير وتعديل الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية للقطاع المصرفي.

–تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي والتقليل من القروض الموجهة من الحكومة مع إعادة هيكلة القطاع، وقد يكون السبيل لذلك هو الحثّ والتحفيز على تقليص دور الدولة من خلال برامج لخصخصة القطاع المصرفي.

–تقوية وتدعيم النظام المحاسبي والقانوني وزيادة الشفافية والإفصاح عن نسبة الديون المعدومة من جملة أصول المصرف والقطاع المصرفي والمالي.

–تحسين نظام الحوافز لملاك المصارف وإداراتها العليا بما يخدم ويعزز نشاطات المصارف بحيث يتحمل كل طرف نتائج قراراته على سلامة أصول وأعمال المصرف.

–منع وعزل أثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصارف أو التهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي.

–إعطاء إستقلالية أكبر للمصارف المركزية، بمعنى منع التدخل الحكومي عند قيام المصرف المركزي بأداء وظيفته الأساسية وهي تنفيذ السياسة النقدية بحيث تقوم تلك الأخيرة على أساس إقتصادي ولا تتدخل أغراض السياسة المالية فيها.

–زيادة التنافس في السوق المالية وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من إنتشار إحتكار القلة.

–رفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية إلتزاماتها الحاضرة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات إنتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.

–الرقابة الوقائية وإستخدام طرق أفضل لمراقبة وتتبع أعمال المصارف التجارية من منظور السلامة والأمن للأصول

المصرفية وزيادة المقدرة على التنبؤ بالكوارث والأزمات المصرفية قبل حدوثها، وبالتالي الحد من أثارها السلبية على الجهاز المصرفي حتى تستطيع السلطات النقدية الوقاية منها ومنع إنقالها إلى بنوك أخرى وهذه الطرق تتضمن العناصر الاتية[1]:

-الكفاية الرأسمالية: تطبيق نسب الكفاية الرأسمالية بما يتفق مع إتفاقية لجنة بازل.

-نسبة السيولة: تطبيق نسبة السيولة الإجبارية (مثال ذلك 20 % في مصر والسعودية، 30 % في الأردن، 60% في المغرب).

-التحفظ على القروض الرديئة: وذلك بتصنيف القروض حسب جودتها وفرض إحتياطي أكبر على القروض العالية المخاطر.

-سياسة توزيع الأرباح: تدخل السلطات النقدية في هذه العملية مما يضمن سلامة أصول المصرف وأعماله وفي نفس الوقت يحفظ حقوق المساهمين.

-زيادة الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات وتعيين مدققي حسابات خارجيين.

-منع حدوث ظاهرة التركيز الإئتماني: وضع حد أعلى لمقدار القروض والتسهيلات الإئتمانية التي يمنحها المصرف لمقترض واحد.

-إنشاء مكتب مركزي للمخاطر.

-إستحداث نظام تأمين الودائع: على غرار النظام المتبع في الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وذلك بتأمين حد أعلى على الودائع (مثال في كندا 10 آلاف دولار كحد أعلى على حساب الوديعة).

بالإضافة إلى ما سبق هناك بعض الوسائل والسبل التي يمكن إستخدامها في الدول النامية والدول العربية للحد من إنتشار وإنتقال عدوى الأزمات من الأسواق المالية الدولية إلى الدول أسواق الدول النامية هي:

-تنسيق مواقف البلدان النامية في الأسواق الدولية بهدف وقف تدهور الأسعار الحقيقية لصادراتها.

-إعتماد العملات الدولية الأكثر إستقرارا كوحدة حقوق السحب الخاصة مثلا في العلاقات النقدية والمالية مع البلدان الصناعية.

-إتخاذ سياسات موحدة ومواقف مشتركة في المؤسسات النقدية والمالية الدولية للحصول على مشاركة أكثر فاعلية لهذه المؤسسات في تأمين الدعم المالي المتوسط وطويل الأجل خاصة لتمويل خطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية بشروط معقولة وميسرة.

- العمل على تطوير وتحديث الأنظمة النقدية والمالية للبلدان النامية بالشكل الذي يمكننا من تقديم أحدث وسائل الإدخار والإستثمار التي تتلاءم مع الظروف الإقتصادية والإجتماعية لكل بلد.

[1] ناجي التوني، الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

2.سياسات التحوط ضد الأزمات المالية

أوضحت العديد من الدراسات والتقارير الدولية الحديثة مجموعة من الأساليب المقترحة التي يمكن لراسم السياسة الإقتصادية أن يتبعها للتحوط ضد الأزمات، والتي يمكن إجمالها في مجموعتين هما:

1.2.المجموعة الأولى: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها، ومن هذه الأساليب ما يلي[1]:

–نظام الإحتياطي الشيلي: بدأت الشيلي في شهر يونيو سنة 1991 بفرض نسبة من إحتياطي من كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للإستثمار في المحفظة تودع لدى البنك المركزي بدون فائدة وقد كانت هذه النسبة متغيرة بدأت بـ20% تودع لدى البنك المركزي لمدة سنة بالنسبة للأوراق المالية التي تستحق خلال فترة تتزيد عن سنة واحدة، بينما تظل نسبة الإحتياطي الخاصة بالأوراق المالية التي تستحق في فترة أقل من سنة مودعة لدى البنك المركزي خلال مدة الإستحقاق، وفي شهر يونيو سنة 1992رفعت نسبة الإحتياطي إلى 30% من تدفقات رؤوس الموال قصيرة الأجل وحددت مدة بقاء هذه النسبة لدى البنك المركزي لمدة سنة كاملة، كما شملت القيود عمليات الإئتمان والقروض المتعلقة بالإستثمار الأجنبي المباشر، وفي سنة 1995تم تطبيق نسبة الإحتياطي على الأوراق المالية الشيلية المتداولة في بورصة نيويورك وعلى الإصدارات الدولية من السندات، ومع تزايد الضغوط على البيزو الشيلي قامت الحكومة بتخفيض نسبة الإحتياطي إلى 10%سنة 1998، وتم إلغاءها تماما في سبتمبر 1998.

وأكدت العديد من الدراسات فعالية هذه السياسة نظرا لعم تأثيرها على تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل، إضافة إلى كونها ساهمت في رفع متوسط أجال التدفقات قصيرة الأجل فقد إنخفض نصيب التدفقات قصيرة الأجل من إجمالي التدفقات من 96.3% سنة 1992إلى 2.8% سنة 1997، غير أن تطبيق هذه السياسة يتضمن تكلفة تتمثل في بعض الآثار المؤقتة في الأجل القصير، مثل: رفع سعر الفائدة المحلي وبالتالي إنخفاض معدلات الإستثمار ومعدل النمو الإقتصادي بحوالي0.5%، كما أن تطبيق هذه السياسة يتطلب تغطية كاملة لكافة التدفقات حتى تتحقق الفعالية الكاملة منه.

–الرقابة الحذرة: أشارت بعض الدراسات أن الرقابة الحذرة على تدفقات رؤوس الأموال تعد أمرا ضروريا للحد من إقتراض البنوك في ظل تطوير الأدوات والإبتكارات المالية، وإرتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية، ونمو سوق المشتقات هذا إضافة إلى دورها في تخفيض نسبة الديون قصيرة الأجل بالنسبة للشركات والحكومات، وبالتالي الحد من مشاكل عدم التوفيق بين جانبي الأصول والخصوم، علما أن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة.

–قيود على خروج رؤوس الأموال: أشارت بعض الدراسات إلى فعالية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال تؤدي إلى حماية الإقتصاد من صدمات مالية مفاجئة: مثل فرض قيود على عمليات خروج مبالغ كبيرة، أو

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 136-139.

على رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة التقلب، وقد إنتشر هذا الأسلوب بصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية والتي لجئت إلى فرض قيود على خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال سواء كان ذلك بواسطة المقيمين أو غير المقيمين، كما فرضت مدة لحيازة الأوراق المالية لا تفوق 12شهرا قبل أن يتم خروج رأس المال المستثمر فيها، وأوجبت على مواطنيها الحصول على الموافقة المسبقة قبل القيام بأي شكل من أشكال الإستثمار في الخارج، وإن تطبيق هذا الأسلوب ساعد في القضاء على الأزمة المالية لسنة 1997 فلم تسفر عن نتائج سلبية على حجم التدفقات طويلة الأجل، وإستمرت تدفقات رؤوس الأموال في شكل إستثمار أجنبي مباشر في ماليزيا وبنسب أكبر من حظيت بها في كوريا وتايلاند.

2.2.المجموعة الثانية: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال، من أهمها نذكر ما يلي[1]:

–توفير إحتياطات لتغطية الدين قصير الأجل: أكدت العديد من الدراسات الحديثة على أن الإحتياطي الدولي يجب أن لا يقل عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام(الدين قصير الأجل)، وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن المستوى الأمثل للإحتياطي يختلف عوامل عديدة منها:

ا.نسبة العجز في الحساب الجاري: فكما زادت نسبة العجز فإن الإحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل بكثير.

ب.نظام سعر الصرف: إن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب مستوى أعلى من الإحتياطي عما يتطلبه نظام سعر الصرف المرن.

ت.مستوى السيولة المحلية: لابد أن يؤخذ مستوى السيولة المحلية في الحسبان، وأن يتم ربطه بالإحتياطي الدولي في حالة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج.

–خطوط إئتمان الطوارئ: ويحد هذا الأسلوب من تكلفة إحتفاظ الدول بإحتياطي مرتفع، ويتم هذا بإتفاق دولة ما والمقترضين الدوليين يتعهد بموجبه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الإتفاق (أو أي مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) مبلغا يتفق عليه مسبقا في حالة حدوث ظروف طارئة على أن يكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب العقد في دفع رسوم محددة نتيجة حق الإقتراض في الظروف الطارئة، وهي أقل من 1% من المبلغ المتفق عليه، وتتمثل مزايا هذا الأسلوب فيما يلي[2]:

ا.إن تكلفة إستخدام هذا الأسلوب تعد أقل من تكلفة الإحتفاظ بإحتياطات دولية كبيرة.

ب.يمكن هذا الأسلوب الدولة من الحصول على قروض بسعر فائدة منخفض جدا مقارنة بذلك الذي يمكن أن تفرضه أثناء الأزمة.

---

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002، ص ص 139-140.

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص140.

3.إجراءات معالجة الأزمات المالية وتقييمها

نظرا للنتائج السلبية والآثار الوخيمة التي خلقتها عمليات التحرير المالي لأسواق رأس المال العالمية، فكان لزاما على مختلف الدول والحكومات إتباع إستراتيجيات وسياسات تمكنها من الحد من الأزمات مستقبلا، حيث سعت الدول التي تعرضت للأزمات، وكذا منظّري الرأسمالية إلى محاولة إصلاح الوضع في كل مرة، ومن بين ما تم إقتراحه والقيام به نذكر ما يلي[1]:

-المطالبة بالمزيد من الشفافية في منتجات الدين وأهمها المشتقات(Derivatives)والتي إعترف كبار المنظمين المصرفيين في العالم أنهم وأن بنوكهم المركزية لا تفهمها، بل ووقف التعامل ببعضها كالبيع بالهامش كما حدث في ألمانيا.

-المطالبة بالمزيد من التنظيم والرقابة وحقيقة الأمر أن الرقابة ظلت تتمدد وتتشدد ولكن على العالم الثالث.

-وضع قواعد حسابية جديدة لتقويم الأصول لا تسمح بتضخيمها وبالتالي تضخيم الإستدانة عليها.

-مكافحة فساد مؤسسات التقييم والتي أصابها فساد خطير.

-العودة إلى قواعد التسليف المصرفي التقليدي.

-ضرورة فرض ضوابط على إستعمال أموال الضرائب التي إستعملت لإنقاذ البنوك وإستعمالها لإنعاش الحالة الإقتصادية (التسليف مباشرة لعناصر الإقتصاد الحقيقي من طالبي شراء المنازل وقروض تشغيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة).

وأخيرا وبسبب الأزمة الأخيرة ظهرت أصوات محدودة تتحدث عن أسباب جوهرية يجب مراجعتها كإستعمال (النماذج الحسابية) وأنه يجب التفكير في حلول جذرية لأن صفحة جديدة بدأت من الرأسمالية ولابد من إيجاد آليات جديدة لها كما حدث بالنسبة للإقتصاد الكينزي، أهمها الدعوة لتقديم البديل الإسلامي.والتنسيق بين المواقف العربية الإقتصادية في المحافل الدولية، يتطلب إصلاح النظام المالي العالمي تنسيق المواقف بين الدول العربية، ولقد لاحظنا كيف أن التجمعات الإقتصادية المختلفة قد تداولت حول سبل مواجهة الأزمة، وحتى يحقق العرب ما يأملون من إصلاح في آليات الإقتصاد العالمي، وخصوصا في قضايا مثل دور مؤسسات بريتون وودز، وحرية إنتقال رؤوس الأموال، والمشتقات المالية، والأموال الساخنة، والمعونات الدولية، يجب أن يكون لهم صوت واحد في هذه المحافل وهنا يمكن أن تلعب الجامعة العربية ومؤسسات التمويل العربي دورا رئيسيا في ذلك[2].

[1] شريط عابد، سدي علي، مرجع سبق ذكره، ص15.

[2] تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي، الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي الدورة السادسة والثلاثون، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، أيام 5 – 12 أبريل 2009، ص ص 187-188.

خلاصة الفصل الثاني:

لا تعتبر الأزمات المالية بأي حال ظاهرة حديثة، بل أنها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات، غير أنه بسبب عمليات التحرير المالي وتطور الإبتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العقدين الماضيين من القرن الماضي أدى إلى إنتشار الأزمات المالية وأثارها أكثر فأكثر وأبعد مما كان عليه في السابق.

بالرغم من عدم وجود تعريف محدد للأزمة المالية، إلا أن معظم التعريفات المقدمة لها تتفق على كونها إختلالا عميقا وإضطرابا حادا ومفاجئا في بعض التوازنات الإقتصادية يتبعهما إنهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، ويمتد آثارها إلى القطاعات الأخرى لتصيب الأزمات الإقليمية أسواقا واسعة، ثم غالبا ما تتحول إلى أزمات عالمية يصعب علاجها وقد تمتد أثارها لسنوات كبيرة.

كما تعتبر الأزمات المالية حالة ملازمة للسوق المالية، بالرغم من تطور أدوات السوق المالية ووسائل الإتصال وتدفق المعلومات، حيث ساهمت تلك التطورات في زيادة كفاءة الأسواق المالية، لكنها في ذات الوقت لم تمنع حدوث الأزمات المالية أو تقلل من حجم المخاطر المترتبة عنها، على العكس فقد ساهم إنفتاح الأسواق المالية وتكاملها النسبي بوصفها أسواق ناشئة الأكثر تأثرا، بسبب إختلالات أنظمتها المالية بشكل خاص والإقتصادية على وجه العموم.

ومرت معظم دول العالم بأزمات مالية خانقة، حيث أن هذه الأزمات ضربت الدول المتقدمة والنامية ومنها الدول العربية على حد سواء، إلا أن تأثيرها كان أكبر مع الدول الصغيرة التي لا تتمتع بمرونة إقتصادية عالية، وأثرت على الدول النامية من حيث إنتقالها السريع من إقتصاد يجتذب الكثير من الإستثمارات إلى إقتصاد يعاني من أزمة مالية خانقة، حيث يمكن أن تحدث الأزمات المالية لأسباب عديدة، فهي لا ترتبط بالإختلال في سوق الأسهم والسندات والإختلال في موازين الحسابات الجارية فحسب وإنما تشترك عوامل أخرى في تعميق الأزمة، وهذا يتطلب مراقبة لمجموعة كبيرة من المؤشرات المالية والحقيقية، ومعرفة مختلف السياسات لتجنب وقوع الأزمات المالية وطرق تسييرها.ومن خلال ما تم تناوله نصل للتأكيد على صعوبة الخروج من الأزمات المالية ومنع حدوثها، والتي نتج عنها آثار عديدة منها تدني نسبة الإستثمارات، تسريح آلاف العمال...إلخ، وتعتبر الحلول المقترحة من كل الأطراف بمثابة أدوية قد تساعد على التخفيف أولا من وطأ الأزمات وثقلها على الأسواق المالية والإقتصاد ككل في المستقبل.

تمهيد

ازداد إهتمام الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الإقتصادي والمالي، بإعتبارها أداة مهمة في مباشرة عمليات الخصخصة، وتشجيع الإستثمار العربي-عربي-، وكذلك المساهمة في إنشاء سوق مالية عربية موحدة يسهل تبادل الأوراق المالية العربية فيها.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة إنشاء العديد من البورصات العربية، وإطلاق العديد من برامج الإصلاح والتحديث للبورصات العربية الموجودة، سعيا من السلطات القائمة على إدارتها في مواكبة التطورات التي تشهدها مختلف البورصات العالمية حيث شهدت أسواق الأوراق المالية للدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي إنعكست بشكل إيجابي في نمو رسملة هذه الأسواق وزيادة حجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون تحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، وطالما تهيئ المناخ الموازي(التحرير المالي) الذي تزول في نطاقه القيود والحواجز والذي كان سببا في حدوث العديد من الأزمات المالية وإنتقالها، وذلك وفقا للتكامل الإقتصادي العربي وحثا للخطو نحو التنمية والتقدم، ومن هنا تأتي أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه التكامل بين الأسواق المالية العربية في تعبئة المدخرات العربية طويلة الأجل، وتوظيفها على مستوى الوطن العربي مما يسهم بدوره في تحقيق الإنتعاش الإقتصادي العربي ومجابهة التحديات المستقبلية.

وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وتطورها وأدائها خلال الفترة (2006-2015) وإلى التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة بها ولهذا الغرض تم تقسيم هذا الفصل إلى ستة مباحث، سيتم التعرض من خلالها إلى النقاط الآتية:

المبحث الأول: الوضعية الراهنة لأسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثاني: السوق المالية العربية المشتركة ومعوقات إقامتها

المبحث الثالث: التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة بالأسواق المالية العربية

المبحث الرابع: أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات التحرير المالي

المبحث الخامس: أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومؤشراتها

المبحث السادس: جهود تطوير أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الأول: الوضعية الراهنة لأسواق الأوراق المالية العربية

تكتسي عملية إنشاء بورصات عربية فعالة للأوراق المالية في الدول العربية أهمية كبيرة خاصة في ظل التطورات والأحداث العالمية المتمثلة في توسع عمليات التحرير المالي والإنفتاح العالمي، أو تلك الأحداث التي عرفتها المنطقة العربية المتعلقة بتوجه برامج الإصلاح الإقتصادي، وتعتبر معظم الدول العربية حديثة العهد بأسواق الأوراق المالية ولم تتشكل داخل الدول العربية بورصات منظمة إلا في بداية السبعينيات من القرن الماضي بإستثناء البورصة المصرية، وقد شهدت الدول العربية في الثمانينيات والتسعينيات موجة واسعة في إقامة أسواق للأوراق المالية شملت أغلب الدول العربية.

المطلب الأول: الخصائص الأساسية والسمات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية

تتميز أسواق الأوراق المالية بعدة خصائص وسمات تميزها عن غيرها من الأسواق المالية يمكن إيجازها فيما يلي:

1.الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية

يمكن حصر أهم خصائص أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي:

1.1.صغر حجم السوق وضيق نطاقه: تتميز أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، وكذلك تتصف بورصات الأوراق المالية العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي، وإنخفاض نسبة رأس المال السوقي إلى نسبة الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يعبر عنها بالرسملة[1].

2.1.من حيث نشاط السوق الأولية: لازالت أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في الدول العربية تتسم بالضالة، ويتضح ذلك من خلال نسبة تلك الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض والتسهيلات المصرفية التي بلغت 4% وأقل من 10% على التوالي، ويمكن أن نرجع سبب ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للإكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم، وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي إلتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون بتوفير إحتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، وكذلك غياب شركات الترويج وضمان الإكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها من خلال الإكتتابات العامة والخاصة، بالإضافة إلى إفتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الإئتمانية للإصدارات الجديدة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظراً لعدم تمكنهم من إتخاذ القرار الإستثماري السليم.[2]

---

[1] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص59.

[2] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2000، ص184.

3.1.إنخفاض الطاقة الإستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ويتعلق بمدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على إستقطاب المدخرات وتحويلها إلى إستثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات، وحجم التداول بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي، ويلاحظ إنخفاض حجم إجمالي التداول للأسواق المالية المشاركة بإستثناء سوق الكويت التي ترتفع فيها نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث وصلت إلى نحو62.9% سنة 2002، وقد وصلت هذه النسبة 16.5% في السوق السعودي، ونحو7.1% في السوق المصري سنة2002[1] .

4.1.ضعف الفرص المتاحة للتنويع: تتسم جميع البورصات العربية شأنها شأن البورصات الصغيرة بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتجيات الإستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والإتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول.[2]

5.1.تدني مقدرة أسوق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، والعكس بالنسبة للشركات غير الناجحة حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفئة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة المستثمر المحلي والأجنبي، حيث يأتي هذا المؤشر في مقدمة أولويات المستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء في تحديد رغبته في الإستثمار، إلا أن رصدنا لواقع البورصات العربية يوضح أنها تعاني من إنخفاض في درجة السيولة، ويبرر ذلك إنخفاض قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم .[3]

6.1.التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق إعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يسبب زيادة في حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم البورصات هامش ربح مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5% و 10% علما أن التغير

[1] عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الإستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة–متقدمة) ، مجلة علوم إنسانية، جامعة حلب، سوريا، العدد45، 2010، ص ص4-5.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص60.

[3] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص88.

الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم إلى البورصات وعند خروجهم منها.[1]

7.1.درجة تركز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن كافة الأسواق العربية لرأس المال تعاني من إرتفاع درجة تركز التداول، وهو ما يعني إنخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية فبعد أن كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول أصبح سهم المحمول والإتصالات يستحوذان على نسبة عالية من حجم التداول، رغم وجود العديد من القطاعات ذات الربحية العالية[2].

8.1.القصور التشريعي والمؤسسي للأسواق المالية العربية: فمن حيث القصور التشريعي فلا زالت عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فيتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي وقد إنعكس هذا القصور على كفاءة أسواق الأوراق المالية وأداءها، حيث لازالت تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، ولازال هناك إفتقار في إستخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال[3].

2.السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية

تشترك الأسواق المالية العربية في السمات الآتية[4]:

– إن دور الأسواق المالية في الدول العربية ضعيف ضمن إقتصادياتها الوطنية وأن معدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الإستثمارات في الأسواق المالية العالمية وهذا راجع إلى عوامل عديدة، أهمها:

ا.حداثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية والتي تعود في صيغها القانونية المنظمة إلى العقود الثلاث الأخيرة.

ب.عدم إنتشار الوعي الإستثماري في الأوراق المالية وضعف شركات الوساطة المالية.

ت.المبالغة في التدخل الحكومي لأغراض متباينة (رسمية أو غير رسمية)، وهذا ما يضع قيودا لتوجهات المستثمرين.

ث.عدم الإطمئنان لمتغيرات الإقتصاد الكلي، وإنخفاض ربحية الأدوات الإستثمارية، وهذا يرجع إلى ضعف الشركات المصدرة لهذه الأدوات، وضعف كفاءة وخبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.

---

[1]صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص61.

[2]شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص86.

[3]عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2003، ص ص233-234.

[4]محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم–سندات–أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الاولى2006، ص ص207-210.

-إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وأليات العمل فيها وأساليب الإتصال، ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.

-عدم وجود التنويع في الأدوات الإستثمارية، والتركيز على الأسهم والسندات.

-ضعف وعدم وجود مراكز علمية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية ساهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات إرتجالية أو عفوية.

-تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات أو لجان تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة مثل البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة وشركات الوساطة وبنوك تجارية متخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى إتحادات الغرف الصناعية والتجارية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين[*].

-سيطرة المضاربة على نشاطات التعاملات اليومية في هذه الأسواق حيث أن أغلب المعاملات تبحث عن الربح السريع من خلال التركيز على الفرق بين الأسعار.

-التقلب الشديد في قيمة الإستثمارات من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى تأثر الأسواق المالية العربية بالمتغيرات العشوائية، وهو ما يترتب عليه إرتفاع المخاطر في هذه الأسواق.

-ضعف تدفق الفوائض المالية العربية داخل الوطن العربي عبر الأسواق المالية العربية، ويرجع ذلك إلى ما يلي[1]:

ا.تدني حجم التجارة العربية البينية، بل ضعف العلاقات الإقتصادية بشكل عام بين البلدان العربية؛

ب.إعتماد هذه الفوائض على الموارد الحكومية، والتي عادة ما يتخذ إستثمارها الطابع الثنائي الرسمي، أما فوائض القطاع الخاص فغالبا ما يتجه نحو العقارات والأراضي؛

ت.عدم توفر المعرفة وقنوات الإتصال بين مراكز الفائض ومراكز العجز على مستوى العالم العربي؛

ث.عدم وجود أسواق ثانوية تتمتع بكثافة المعاملات؛ وهذا الأمر يجعل الكثير من المستثمرين العرب يحجمون عن إستثمار أموالهم في الأوراق المالية لإدراكهم صعوبة تحويلها إلى سيولة نقدية حينما يحتاجها؛

ج.عدم توفر التشريعات والبنية الإقتصادية المشجعة على جذب الإستثمارات المحلية والعربية؛

ح.عدم وجود سوق منظمة للأوراق المالية الدولية؛

خ.منافسة البنوك الأجنبية والأسواق المالية الدولية.

فعلى الرغم من إنشاء العديد من الأسواق المالية في الآونة الأخيرة في العديد من البلدان العربية، فإن التدفقات الإستثمارية العربية داخل الوطن العربي لازالت دون المستوى المطلوب، علما أن إقامة الأسواق المحلية لكافة الدول

[*] تقوم هذه الهيئات أو اللجان برسم السياسات العامة للسوق واعتماد خططها وتعزيز أهدافها ووسائلها وأساليبه، إقرار شروط تسجيل شركات جديدة، تحديد مواصفات الوسطاء والسماسرة ورسوم خدماتهم...

[1] محمد بوتين، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المدينة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية(غير منشورة)، فرع التسيير جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص 184-185.

العربية تعتبر خطوة مفيدة وضرورية نحو إنشاء سوق مالية عربية موحدة، وذلك لأن أسواق رأس المال لا يمكن خلقها من فراغ ولكنها تنشأ وتتطور إستجابة للمتطلبات المحلية.

المطلب الثاني: أهمية وجود وإنشاء أسواق مالية في الدول العربية

تكتسي عملية وجود أسواق مالية للأوراق المالية أهمية كبيرة بالإضافة إلى أن عملية إنشاءها في الدول العربية يترتب عنها العديد النتائج سنتطرق إليها فيما يلي:

1.أهمية وجود أسواق مالية في الدول العربية

إن وجود أسواق للأوراق المالية العربية يسهم في إحداث ديناميكية إقتصادية، وبالتالي تحريك عملية التنمية الإقتصادية وتبرز هذه المساهمة من خلال ما يلي[1]:

-وجود هذه الأسواق يساهم في تعبئة المدخرات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الإقتصادية لخدمة الإستثمار المحلي بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة تحقيق عوائد مجزية عن ذلك، ففي وجود آلية تمكن المستثمر من الإنتقال من أعلى درجات السيولة إلى أدناها وبالعكس من ذلك تشجعهم على عدم الإقبال على الإحتفاظ بالنقود بالنقود بإعتبارها لا تدر ربحا في حد ذاتها.

-يعتبر نشاط أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والأسواق عموما مؤشرا يعكس حقيقة النشاط الإقتصادي من حيث إنتعاشه أو ركوده، ففي الحالات التي تشهد فيها الأسواق نموا متزايدا، وتكون أسعار أوراقها المالية تعكس حقيقة الشركات المصدرة لها، فإن الأمر يعتبر بمثابة حافز للمستثمرين من حيث توجههم للإستثمار في هذه الأسواق التي تعكس مدى كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة بما يوجه الموارد المالية للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الإقتصادية وسد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمات المالية.

-وجود هذه الأسواق يساعد على إستقطاب رؤوس الأموال العربية المستثمرة بالخارج أو المودعة في المصارف الأجنبية، بغرض خدمة الإستثمار المحلي ومنه إستغلال هذه الموارد الهامة داخل المنطقة العربية، مما سيدفع كثيرا عملية التنمية الإقتصادية في المنطقة وتحقيق التوازن المالي بين أقطارها، حيث يشهد جزء منها عجزا ماليا كبيرا ويشهد جزءا أخر فوائض مالية، ففي غياب أسواق محلية توفر بدائل إستثمارية متنوعة وتحقق عوائد مجزية فإن الفرصة ستكون مهيأة لهروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج.

-المساهمة في تخفيف الضغط على موازنات الدول العربية لاسيما ما تعلق بالمديونية الخارجية، ففي وجود فرصة إستبدال ديون تلك الدول بمساهمات في بعض من شركاتها يمكن لهذه الدول تخفيف مشكلة مديونيتها الخارجية، وتكون بذلك مركز لجذب رؤوس الأموال الأجنبية بما ينشط أسواقها ويزيد من درجة سيولتها، على إعتبار أن المستثمرين الأجانب يمثلون أهم الأطراف على الإطلاق في جميع الأسواق الناشئة لما لها من خبرة في المجال.

[1]حسن خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، فيفري 2004، من الموقع http://iefpedia.com/arab/ أطع عليه بتاريخ:2015/06/24.

– يمكن لهذه الأسواق أن تضطلع بمهمة التمويل بالوساطة المالية كأسلوب حديث في التمويل، وبالتالي تحجيم دور المؤسسات المالية الخاصة بالبنوك التجارية في القيام بالتمويل في أجاله الطويلة كأسلوب تقليدي في ذلك، فالعملية تنطوي في الواقع على توفير رؤوس الأموال بالكمية والتكلفة، والتوقيت المناسب لعملية الإستثمار وإتاحة خيارات تمويلية واسعة أمام الشركات القائمة أو قيد التأسيس.

2.نتائج إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية:

تعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق الناشئة في اقتصاديات دول نامية والتي تمر بمرحلة تحول إقتصادي، وتحضى أسواقها بمؤشرات إيجابية للأداء الاقتصادي ولنمو رأس المال في الدول القائمة فيها وكان لإنشاء وتطوير الأسواق المالية في الدول العربية نتائج إيجابية على النمو الإقتصادي تتمثل فيما يلي:

–إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية الأسهم والسندات، وأدى ذلك بدوره إلى دخول شرائح أكبر من المستثمرين في مشاريع شركات جديدة، أي أدت إلى زيادة تدفق الأموال إلى المشاريع الجديدة مما ساهم في دفع عجلة التنمية الإقتصادية.

–ساهمت في دعم النمو الإقتصادي من خلال تزويد المستثمرين والقطاعات المنتجة برؤوس الأموال المطلوبة.

–سمحت لأصحاب رأس المال بتنويع مجهوداتهم بين أسهم وأدوات الدين ومشتقاتها.

–تعتبر الأسواق المالية مصدر للقيمة المضافة للإقتصاد، وقطاع يساهم في نمو الإقتصاد المالي يجمع في النهاية بين أصحاب الفائض المدخرين وأصحاب العجر المستثمرين، وفي هذه الحالة فإن السوق يقوم بجزء من الدور التقليدي للبنوك وعلى الأرجح بدرجة أكبر من الكفاءة وبمخاطر أقل.

–للأسواق المالية الناضجة دورا في تحديد ردود فعل الإقتصاد ومؤسساته للسياسات الإقتصادية العامة، وبالذات للسياسة النقدية من خلال تلك السياسات أو التغييرات الجزئية في مؤشراتها مثل سعر الفائدة وسعر الصرف، وتوقعاتها على نشاط توجه المؤسسة.

وبهذا فإن هذه الأسواق يمكن أن تسهم في حالة تطورها في تحقيق تعاون عربي أوسع مدى وأكثر وقوة وبالشكل الذي يمكن أن يقود إلى تكامل الإقتصاديات العربية ويسهم بالتالي في تحقيق تطورها من خلال تعاونها وتكاملها بالذات في المجالات التي تعجز هذه الأقطار منفردة أي كل على حدة في القيام بها كمجالات الصناعة الإنتاجية (صناعة الآلات) وتطوير القدرة التكنولوجية العربية، والصناعة العسكرية، وما إلى ذلك، والتي يمكن إقامتها من خلال الجهد العربي المشترك بالإعتماد على الموارد المالية لبعض الدول العربية.

المبحث الثاني: السوق المالية العربية المشتركة ومعوقات إقامتها

قام إتحاد البورصات العربية مؤخرا بخطوات كبيرة حيث إستطاع ورغم إمكانياته المتواضعة أن يضع أول لبنة لقيام البورصة العربية الموحدة ومن ثم القيام بإنشاء سوق مالية عربية من خلال رعاية الإتفاقية الثلاثية بين كل من البورصة المصرية وسوق الأوراق المالية الكويتي وبورصة بيروت، ويرى العديد من الإقتصاديين أنه قبل تفعيل عمل البورصة العربية الموحدة يستوجب أن تسبقه خطوات إلى التنسيق بين البورصات العربية ووضع أطر متكاملة وتوحيد شروط الإدراج فيها، إضافة إلى ضرورة تقييم التقدم في مستوى بعض المؤشرات المتعلقة بالتنسيق في الأطر القانونية والتنظيمية والمالية والمحاسبية، لذلك تعد عملية التكامل بين البورصات العربية من خلال عمليات التداول عن بعد وإحتكاك المستثمرين العرب بمختلف البورصات العربية خطوة أولى نحو قيام البورصة العربية الموحدة.

المطلب الأول: نشأة السوق المالية العربية المشتركة

بدأ التفكير في إنشاء سوق مالية عربية بصورة جدية بعد إرتفاع أسعار البترول في أواخر 1973وبداية 1974 حيث أصبحت الدول العربية وخاصة النفطية منها قوة إقتصادية ومالية عالمية[1].حيث طرحت فكرة إنشائها لأول مرة على جدول أعمال المجلس الإقتصادي في دورته الـ 22 في 14 ديسمبر 1976 وقد أصدر قرار رقم 649 والذي تضمن الموافقة على مبدأ إنشاء سوق نقدية ومالية عربية، وكان إنشاء إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية(الإتحاد العربي للبورصات سابقا) في سنة 1982تجسيدا لذلك الإهتمام وثمرة للجهود الوطنية الهادفة إلى تدعيم التعاون المالي بين الدول العربية، وتنفيذا لتوصية مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بإنشاء إتحاد لبورصات الأوراق المالية ليكون بمثابة جهاز ترشيدي للتعاون بين المؤسسات القائمة، ولتبادل الخبرة والمعونة الفنية، والمساهمة في تنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان، بالإضافة إلى تذليل العقبات التي تعترض الإستثمار العربي، وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته وتشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية في الوطن العربي وتسيير وتوظيف رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة، هذا وإن كان الهدف الأكبر هو إنشاء سوق مالية العربية تسهل إنتقال رؤوس الأموال العربية وإستثمارها داخل الوطن العربي.

ووصولا إلى الأهداف المرجوة من إنشاء إتحاد البورصات العربية نص القانون الأساسي على أن يسهم الإتحاد في إنجاز عدد من المهام، يأتي في مقدمتها تطوير أعمال البورصات العربية، ودور الوساطة المالية ورفع كفاءتها، وإيجاد قنوات للإتصال بين البورصات وهيئات المال العربية المنضمة للإتحاد بما يسهل عملية قيد الأوراق المالية العربية المسجلة لديها وتداولها، وكذلك تسجيل الشركات العربية المشتركة بما يخدم هدف تحقيق التكامل بين بورصات الإتحاد وحرية تداول الأوراق المالية بين المواطنين العرب[2].

[1] جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 133.

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 98-99.

المطلب الثاني: معوقات إقامة السوق المالية العربية المشتركة و متطلبات التكامل فيما بينها

تواجه عملية إقامة السوق المالية العربية المشتركة وتحقيق التكامل فيما بينها عدة معوقات نتناولها فيما يلي:

1.متطلبات التكامل بين الأسواق المالية العربية

هناك العديد من المتطلبات التي يجب أن توافر لإحداث التكامل بين الأسواق المالية العربية وبتوافرها يمكن إسراع الخطى لإقامة السوق المالية العربية المشتركة، ومن أهم هذه المتطلبات نذكر ما يلي[1]:

1.1.تحسين مناخ الاستثمار العربي

ذلك لأن هناك علاقة إرتباط بين تكامل الأسواق المالية العربية وتحسين مناخ الإستثمار على مستوى الدول العربية جميعها لأن تحريك رأس المال العربي داخل المنطقة العربية يجب أن يجد البيئة الإستثمارية المحابية له، والعلاقة بين سوق مالي مشترك متطور ومناخ الإستثمار علاقة تغذية مرتدة، بمعنى أنه كلما توفر مناخ إستثمار جاذب ومواتي للإستثمار وبخاصة في الأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تهيئة الأوضاع الملائمة لقيام سوق مالية عربية متطورة وكلما توفرت سوق مالية منظمة ومتطورة كلما ساعد على تحسين مناخ الإستثمار، ومن هنا فإن تحسين مناخ الإستثمار العربي أصبح ضرورة ملحة، فإعادة النظر في الكثير من التشريعات الإستثمارية والنقدية والمالية مطلوب لجعلها أكثر مناسبة لتشجيع الإستثمارات العربية البينية وتوحيد وتقريب تلك التشريعات على مستوى كل الدول العربية ضروري أن يحدث، وتنسيق النظم التي تعمل في ظل الإستثمار في الأوراق المالية سواء النظم النقدية أو النظم الإدارية ونظم المعلومات الإستثمارية، والأكثر أهمية هو ضرورة تحقيق قدر من التكامل والتناسق والإنسجام بين مختلف السياسات الإقتصادية سواء المالية والنقدية أو غيرها على مستوى الإقتصاد العربي في مجموعه.

2.1.تنمية دور المؤسسات المالية العربية

حيث يرجع قصور التدفقات المالية الإستثمارية البينية بين الدول العربية إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم إكتمال جسر الوساطة المالية الذي لابد أن تعبره تلك التدفقات ويرجع السبب في ذلك إلى ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل، ويتجلى ذلك التركيز على عدد من الأمور لعل أهمها[2]:

-تقوية مؤسسات التمويل الحالية من خلال دعم طاقاتها ورفع نسبة ملاءة رؤوس أموالها وتحديث قدراتها التقنية لتمكينها من مواكبة التطورات الحديثة في أسواق المال العالمية.

-إستكمال إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة، ومن أهمها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الإستثمارية وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول العربية بالإضافة إلى إنشاء المزيد من مؤسسات وسطاء التمويل وصانعي السوق وشركات الترويج للإكتتاب، وشركات التصنيف لإمتحان وترتيب جودة الشركات للشركات المصدرة.

[1]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 239.

[2]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص239.

3.1.شبكة إتصالات عربية متطورة

يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للإتصالات لتأمين سرعة الإتصال ونقل المعلومات فيما بينها، ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دوراً كبيراً في ربط أسواق المال العربية، كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي وإتحاد البورصات العربية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية.

4.1.إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية

إن إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية سوف يساعد كثيراً على ربط وتكامل الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة على العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة، والعمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة والمتداولة وتنتقل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة وتقديم الإستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية.

5.1. تأسيس شركات كبرى على مستوى الإقتصاد العربي كله

على أن تعمل الشركات في المجالات الآتية:

- مجال المقاصة والتسوية والحفظ، لأن وجود شركة كبرى واحدة لها فروع في جميع الأسواق العربية سيؤدي إلى وفورات في الإنتاج الكبير من جهة ويسهل عمليات المقاصة والتسوية والحفظ من جهة أخرى.
- في مجال التأمين ضد المخاطر المحتملة وضمان تغطية إلتزامات الوسطاء.

6.1.تحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية العربية بين الأسواق الدولية الأخرى

ويتطلب هذا التحسين ما يلي[1]:

-تحسين الوزن النسبي في السوق المالية العالمية أو الدولية للأوراق المالية وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق العربية بالمزيد من الأوراق المالية من خلال برامج الخصخصة سواء على مستوى كل دولة أو على مستوى خصخصة المشروعات العربية المشتركة، والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لكي تتحول إلى شركات مفتوحة أي شركات إكتتاب عام من خلال توفير حوافز جيدة لها.

-لابد من تواجد الأسواق العربية في سوق السندات الدولية بقوة، حيث أن بعض الأسواق الناشئة والصاعدة لها تواجد جيد في تلك الأسواق ومازالت الأهمية النسبية للسندات أقل بكثير من أهمية الأسهم وهو عكس ما هو موجود في الأسواق المتقدمة.

7.1.إزالة كل العوائق التي تحول دون إقامة السوق العربية المالية

ومن أهمها إزالة بقايا الإختلاف في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الإقتصادية والإستثمارية والتغلب أيضا على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة من أوراق مالية قصيرة

[1] عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص241.

الأجل والأهم هو توافر الأوراق المالية الطويلة الأجل القابلة للتداول من خلال أجهزة وآليات تعمل بدقة وسرعة وتؤمن إمكانية إعادة السيولة إلى الإستثمارات طويلة الأجل، ومحاولة إنهاء كل قيود أو رقابة تضعها السلطات النقدية والمالية في الدول العربية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى لا يسمح في كثير من الدول للمواطنين العرب بالإستثمار في الأوراق المالية في الأسواق المالية للدول المعنية، وإن سمحت بها فتكون بنسبة محدودة عادة، ويتصل ذلك الإختلاف الواسع في السياسات المالية والنقدية العربية والذي يجب أن يختفي ويحل محله التناسق والإنسجام خاصة فيما يتعلق بالقيود المفروضة على إنتقال رؤوس الأموال وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، وتطبيق السياسة الإئتمانية والمصرفية والسياسات الإقتصادية عموما[1].

وأخيرا محاولة جذب قدر من الأموال العربية الفائضة والمستثمرة في الخارج لتصب في المنطقة العربية من خلال المزيد من التحسين في مناخ الإستثمار والتحول إلى سوق مالية عربية مشتركة هي المكمل للسوق العربية المشتركة بمفهومها الشامل.

2.معوقات إقامة السوق المالية العربية المشتركة

هناك عدة عوائق لإقامة السوق المالية العربية وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج نذكر أهمها[2]:

-عدم وجود ثقة متبادلة بين الدول العربية نظرا لوجود خلافات سياسية بين معظم تلك الدول، أضف إلى ذلك عدم ثبات ووضوح السياسات الإقتصادية والمالية لهذه الدول، وإفتقار معظمها إلى مؤسسات سياسية قوية قلل من حجم الضمانات المقدمة للمستثمرين ضد بعض المخاطر كالتأمين والضرائب.. إلخ، مما أدى إلى إنخفاض أو إنعدام التعامل الإقتصادي والمالي بين الدول العربية فيما بينها.

-ضعف القطاع المالي في الدول العربية، حيث مازالت المؤسسات المالية والبنكية تقوم بعمليات تقليدية، بالإضافة إلى غياب التنسيق بين المؤسسات المالية العربية وهذا نظرا للتباين الكبير فيما بينها.

-عدم وجود إطارات كفئة وبالعدد الكافي لتسيير وتنشيط السوق المالية العربية.

-عدم وجود عملة عربية موحدة قوية ومستقرة يمكن إستعمالها في كافة المعاملات فيما بين الدول العربية.

-عدم وجود بنوك للمعلومات تختص في تزويد القطاعات المالية العربية بالبيانات الضرورية لعملها، بما في ذلك المعلومات الخاصة بحركة رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج، بالإضافة إلى عدم وجود وكالات إستثمارية قادرة على توفير النصائح والإرشادات اللازمة لضمان حسن سير هذه الأسواق وكافة الأطراف المتعاملة فيها.

-محدودية فعالية الأسواق المالية العربية، وهذا راجع لغياب الوعي الإدخاري والإستثماري للفرد العربي.

من الأسباب الرئيسية أيضا لضعف نشاط أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم تواجد المؤسسات الرئيسية التي تقف خلف تداول الأوراق المالية وتدفعها إلى الحركة، فعملية نشر الوعي الإدخاري تبقى ضرورية لتحقيق الأهداف المرجوة مما سيخدم السوق المالية بطرقة مباشرة أو غير مباشرة.

[1]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص241.

[2]جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 133.

المطلب الثالث: إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية ونتائجها

إن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الإستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري ومواكبة تقنيات التداول المستخدمة في البورصات العالمية، وتكريس نظام التداول مع تطوير جوانبه، والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الإستثماري للمتعاملين، وقد إتخذت الأسواق المالية في الدول العربية خطوات هامة في العقدين الأخيرين بغرض تشديد الرقابة على الأنشطة الجارية فيها، خاصة في مجال متابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم لحسابهم الشخصي في السوق مباشرة إلا بالنسبة لصانعي السوق الذين يقومون بالبيع والشراء لمحافظهم الإستثمارية ويعملون على توازن السوق، وتشترك الإصلاحات الجديدة في إلزام أطراف السوق المالية بعدة امور، سنتطرف إليها فيما يلي.

1.الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية

إن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الإستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري ومواكبة تقنيات التداول المستخدمة في البورصات العالمية، وتكريس نظام التداول مع تطوير جوانبه، والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الإستثماري للمتعاملين، وهكذا جاءت الإصلاحات التي شهدتها بورصة تونس للأوراق المالية سنة 1989 وبورصة القيم بالدار البيضاء سنة 1993 وتزامنت معها بورصتا القاهرة والإسكندرية بعد صدور القانون 95 لسنة 1992 وبورصة الخرطوم وبورصة بيروت سنة 1995...، وتضمنت الإصلاحات الأخيرة على التأكيد على المبادئ التي نوجزها فيما يلي:

1.1.تعبئة الإدخار الوطني:

تهدف جميع الإصلاحات التي تمت إلى التأكيد على تعبئة الإدخار الوطني وتوظيفه في مجالات الإستثمار المختلفة، وقد تطلب هذا المبدأ تطوير السوق على نحو يخدم عمليات التنمية الإقتصادية ويساعد على تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية للدولة، وترتيبا على ذلك جاء التطوير لترشيد أساليب التعامل مع السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين والمساعدة على تنمية وإستقرار التعامل في الأوراق المالية مع ما تضمنته التشريعات من حوافز ضريبية[1].

2.1.تنظيم مهنة الوساطة:

تضمنت الإصلاحات الجديدة تنظيم مهنة الوساطة في السوق لتكون قادرة على التحليل وإتخاذ القرار الإستثماري الصائب وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات، فقد لوحظ لأول مرة أن التشريعات الجديدة نصت على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، ووضعت مجموعة من

[1] سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الثانية، 2004 ، ص ص145-146.

الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، فقبل أن يتم الأخذ بهذا التنظيم كان السماسرة الأفراد يقومون بهذه المهمة في سوق الأوراق المالية في مصر، بينما كانت البنوك تحتكر هذه الوساطة في السوق التونسية والمغربية، ودخلت شركات الوساطة لأول مرة في السوق التونسية التي بلغ عددها 30 شركة ومكتبا، وتم الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي، ولم تعد البنوك التجارية تمارس هذا الدور في المغرب حيث بلغت شركات الوساطة الجديدة 12شركة، بينما تأسست في السوق المصرية لأول مرة شركات الوساطة التي يتجاوز عددها مائة شركة في القاهرة والإسكندرية، وتمارس شركات الوساطة عملها إلى جانب البنوك التجارية في سوق عمان المالي[1].

3.1.نظم المقاصة:

أدخلت الإصلاحات الجديدة لأول مرة نظام المقاصة الذي كانت سوق الكويت للأوراق المالية أول سوق تؤسس فيها شركة للمقاصة هي" الشركة الكويتية للمقاصة" التي أنشئت سنة 1987، حيث تقوم الشركة نيابة عن السوق بتسوية الإلتزامات الناشئة عن المعاملات، ثم إجراء التقاص بين الحقوق والإلتزامات المترتبة عليهم بين بعضهم البعض في خلال ثلاثة أيام، ثم طور هذا النظام منذ سنة 1988 ليتم التقاص بين المتعاملين يومياً حتى يتمكنوا من التعامل على أرصدتهم سواء النقدية منها أو من الأسهم على أن تجري التسوية النهائية للحقوق في نهاية الأسبوع، وفي السوق المغربية نص القانون الجديد لسنة 1993 على أن يعهد إلى شركة "الميسرة " بتنظيم المقاصة وتسليم السندات ووسائل الأداء، وتعقد جلسات التسليم مرة في الأسبوع على الأقل، ويجب أن تقوم شركات البورصة بالتسليم الفعلي للسندات إلى الأمرين بالسحب بعد إبرام المعاملة بـ21 يوما على أقصى تقدير، أما السوق المصرية فقد أجاز القانون إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة يكون غرضها تنظيم وإستلام الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي يتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقا للنظام الذي تضعه إدارة البورصة ويعتمد من هيئة سوق المال، وقد تم إنشاء الشركة المصرية للمقاصة سنة 1996 وباشرت مهامها المنوط بها، وفي لبنان أخذ سنة 1994 بإنشاء مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط (ميد كلير) على شكل شركة مقفلة لبنانية برأسمال قدره ملياري ليرة لبنانية، وهي مؤهلة لأن تصبح الوديع المركزي لجميع القيم المنقولة التي تغذي سوق البورصة اللبنانية، أما وظيفتها الثانية فهي إدارة وتسوية القيم المنقولة ومقاصتها، وكذلك تم تأسيس الشركة التونسية للمقاصة سنة 1995، وفي المملكة العربية السعودية فإن سوقها يتمتع بخاصية وجود الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وهي وحدة مركزية لإيداع الأوراق المالية، وتقوم بحفظ كلي لسجلات 12 شركة متداولة (80% من نسبة التداول اليومي) وحفظ كلي لسجلات باقي الشركات المدرجة، وتم الأخذ بمبدأ الإشعار مقابل الشهادة، والإشعار هو وصل مقابل الشهادة يثبت ملكية المساهم في شركة معينة ويتم تسوية الصفقات المعتمدة على الإشعار في نفس يوم التداول، وهو ما يعد من أفضل خصائص السوق السعودي على المستوى العالمي[2].

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص146.

[2] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص ص146-147.

4.1.تطوير نظم التداول المطبقة في السوق:

ظل نظام التداول المطبق في البورصات العربية حتى وقت قريب يجري وفقاً لنظام المزايدة المكتوبة، حيث يتم التعامل من خلال تسجيل العروض والطلبات على اللوحات المعدة في قاعة التداول ثم يتم التزايد بين الوسطاء كل حسب الأولوية إلى أن يتم التوافق بينهم، غير أن البورصات العربية خطت مؤخراً بعد الإصلاحات التي شهدتها نحو تحويل نظام التداول الحالي إلى تداول آلي بإستخدام الحاسبات الآلية، وهذا النظام تم إعتماده في كل من سوق الكويت للأوراق المالية وبورصة القاهرة في كافة مراحل عملية التداول بهدف تحقيق العدالة بين المتعاملين، أما سوق عمان المالي وبورصة البحرين ومسقط وتونس والمغرب فإن النظام المعمول به مازال شبه آلي حيث يشمل جانبين أحدهما يدوي والأخر آلي بعد إتمام الصفقة حسب الأصول من قبل الوسيط المعني، فيتم عندئذ إعتماد الحاسوب أساساً لتنفيذها، إن هذا النظام يتيح السرية التامة للمتعاملين وإجراء الرقابة اللازمة على أوامر التداول أثناء إدخال العقود بالإضافة إلى إستخراج النشرات اليومية والدورية لأسعار الأسهم وأحكام التعامل وتوفير البيانات[1].

5.1.الإفصاح المالي: راعت جميع الإصلاحات الجديدة التأكيد على أهمية الإفصاح المالي، وذلك أن من أهم شروط حرية إقتصاد السوق وضمان الفرص المتكافئة فيه والقضاء على محاولات الغش والتلاعب على أن يوفر لجميع المتعاملين قدراً كافياً من المعلومات والبيانات المالية بصورة عامة، والمستثمر الفرد بصورة خاصة، وكانت الأسواق العربية تفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف موازناتها وحساب الأرباح والخسائر لديها، وقد ترتب على عدم وجود هذه النصوص التشريعية والتنظيمية ضعف الرقابة على الشركات، إلا أن التشريعات الجديدة المتعلقة بجميع البورصات العربية التي ألزمت الشركات بداية من السوق الأولية أنه لن يتم الإفصاح عن طريق نشرات الإكتتاب فلا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة في إكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة إكتتاب معتمدة من هيئة سوق المال بالنسبة لمصر وتونس، أو سوق عمان المالي بالنسبة للأردن أو سلطات البورصات في بقية البورصات العربية القائمة، وتنص التشريعات الجديدة على أن تتضمن نشرة الإكتتاب في أسهم الشركة الإفصاح عن البيانات الأساسية والمالية التي توضح المركز المالي الدقيق للشركة المصدرة، وتطالب الشركة بتقارير نصف سنوية وقوائم مالية تنشر في الصحف المحلية[2].

والالتزام بالإفصاح المالي من شأنه القضاء على محاولات الغش والتلاعب وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات بصورة عامة والمستثمر الفرد بصورة خاصة، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب الشفافية ونماذج التقارير المالية التي تلتزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي وتوافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة ومحاربة الإتحاد المبني على معلومات داخلية، وهذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص148.

[2] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص149.

2.نتائج الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية

أسفرت نتائج إصلاح البورصات العربية على ما يلي[1]:

-تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مجالات الإستثمار المختلفة.

-تنظيم مهنة الوساطة، حيث نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.

-إنشاء مؤسسات الخدمات المكملة في السوق، وهي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.

-الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور الرقابي والتشريعي للحكومة يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية مع الأخذ في الإعتبار إن كان الدور الحكومي في البورصة يمكن قبوله في بداية تطور سوق المال لكن من الصعب قبوله إلى ما لانهاية لأنه يتناقض مع طبيعة إقتصاد السوق الذي تعد البورصة أحد أعمدته الرئيسية.

-تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي بإستخدام الحاسبات الآلية وقد تم توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني المستخدم بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة وتسود البورصات العربية حالياً أنظمة تداول آلي متطورة وأجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، خاصة في أسواق الكويت والسعودية ومصر وتونس وعمان.

-الإلتزام بالإفصاح المالي للقضاء على محاولات الغش والتلاعب وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب الشفافية ونماذج التقارير المالية التي تلتزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي وتوافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة ومحاربة الإتحاد المبني على معلومات داخلية، وهذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.

-إنعكست الإصلاحات الشاملة التي خضعت لها البورصات العربية مع بداية التسعينيات على أداء هذه البورصات وذلك من خلال قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وسرعة دوران الأسهم والقيمة الرأسمالية للسوق، وللمقارنة فقد تم إختيار ثلاث أسواق هي السوق التونسية، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصتا القاهرة والإسكندرية، لمعرفة أثار تلك الإصلاحات، فقد سجلت بورصة تونس تداولاً بلغت قيمته3 مليون دينار (أي ما يعادل 50 مليون دولار أمريكي) سنة 1983، ولم يتجاوز عدد الشركات المدرجة في السوق 20 شركة، بينما إرتفع حجم التداول إلى 240 مليون دولار في سنة 1996، وبلغ عدد الشركات المدرجة 30 شركة، أما سرعة دوران رأس المال فقد بلغت 6.2% سنة 1996 مقابل 2.3% سنة 1984، وبالنسبة إلى بورصة القيم بالدار البيضاء فقد سجل حجم التداول

[1]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 228-229.

حوالي 25 مليون دولار سنة 1984 إرتفع إلى545 مليون دولار سنة 1996، ثم نأتي إلى السوق المصرية حيث بلغت قيمة التداول فيها 8137 مليون جنيه سنة 1996 مقابل 63 مليون جنيه سنة 1985 [1].

المطلب الرابع: العقبات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات العمل فيها

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الإستثمارية الرشيدة.

1.العقبات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية

تواجه الأسواق المالية العربية جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات التي تواجه الأسواق العربية في القيام بدورها في التنمية الإقتصادية وتحد من نشاطها، ولعل من أهم هذه المعوقات نذكر[2]:

1.1.قصور التشريعات:

تعاني معظم الأسواق العربية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة بما يتعلق بتوفير الحماية الكافية للمستثمرين والشركات المدرجة فيها، فهناك من الأسواق من لم تشهد إلى اليوم صدور القوانين التأديبية التي تخص الصفقات والمعاملات المشبوهة، فبعض الأسواق العربية تفتقر إلى آلية الرقابة والإشراف على التداول وإكتشاف أي خلل أو إنحراف، كالحصول على بيانات بطرق غير شرعية أو تسريب معلومات أو إشاعات خاطئة، وفي هذا الإطار نجد أن العقوبات غير محددة بشكل قاطع على مثل تلك الممارسات وهي السمة التي تميز على وجه التحديد الأسواق الخليجية عموما.

2.1.محدودية الأدوات المالية:

يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على الأسهم دون السندات كصورة من صور التمويل بالدين والتي تصدرها الشركات في الحالات التي تحتاج فيها إلى تمويل طويل الأجل، في هذا السياق تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات يشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية، و22% في السوق المغربية و1% في السوق الأردنية في سنة 2001. في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبا عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدنمارك عشرة أضعاف نسبة التداول في الأسهم سنة 2001(686 مليار دولار للسندات مقابل72.4 مليار دولار للأسهم).

3.1.محدودية نشاط أسواق الإصدار:

تعاني أسواق التداول بالدول العربية من ضالة عدد وحجم الإصدارات سواء تعلقت بمشاريع قائمة أو قيد التأسيس بما يحرم السوق من تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، ويعزى الأمر في ذلك إلى توسع سيولة البنوك التجارية بالشكل الذي مكنها من تغطية جزء كبير من الإستثمارات من حيث التمويل طويل الأجل، كما يرجع الأمر إلى قلة المؤسسات المالية

[1] سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص149.

[2] حسن خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، فيفري 2004، من الموقع http://iefpedia.com/arab/ أطع عليه بتاريخ:2015/06/24.

المنظمة لعمليات الإصدار مثل بنوك الإستثمار التي توكل إليها مهمة صناعة الأسواق لما تملكه من الخبرات والقدرات المالية والبشرية القادرة على إنشاء المشاريع وتسعير إصدارها وضمان الترويج لعمليات الإكتتاب فيها.

4.1.قصور أنظمة الإفصاح المالي:

رغم التشريعات الصادرة في هذا الشأن، إلا أن الواقع بعيد عن المستوى المطلوب الذي تشهده الأسواق المتطورة، فأنظمة الإفصاح في الدول العربية غير مدققة وتبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأن مصداقيتها متفاوتة من سوق إلى أخر، وتقتصر في كثير الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية، والتأخر أحيانا في نشر مثل هذه البيانات والإكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية، وتفتح المجال واسعا أمام بعض الأطراف في الحصول على سبق في المعلومات دون غيرهم وتحقيق أرباح غير عادية على حسابهم.

ونظراً لما تعانيه الأسواق المالية العربية من إفتقارها إلى النصوص القانونية الواضحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات، وراعت جميع الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي والشفافية، لاسيما وأن المعلومات الداخلية غير المعلنة تكرس ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات فتحقق مكاسب غير عادية ووفرات مالية للبعض على حساب الآخرين وعلى حساب كفاءة الأداء داخل السوق حيث أن عدم توافر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع إستثماري خاطئ يفضي إلى إتخاذ قرارات غير سليمة متعلقة بإختيار البدائل الإستثمارية في محافظهم المالية وبالتالي تعرضهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة، أو إلى إحجامهم عن التعامل داخل السوق مما يؤدي إلى حدوث فترات كساد وهبوط لمستوى أداء البورصات، كما يمكن أن تخلف المعلومات غير المعلنة من رفع مصطنع لأسعار الأسهم، وزيادة المضاربة وخلق جو من الإرباك والفوضى لمستوى الأداء داخل السوق[1].

5.1.معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية:

تواجه الأسواق المالية العربية معوقات تنظيمية وتشريعية الأمر الذي يحول دون تطورها، وتتمثل أهم تلك المعوقات في مايلي[2]:

-عدم قدرة بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

-كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون إنسجامها، وإختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى إعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها.

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص73.

[2] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 189-190.

-غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي يتعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركته الذاتية، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يحب وليس كما تريد هي وتحتاج.

-غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الإستثمار، وإفتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الإكتتاب.

-عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الإستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

2.عوائق العمل في الأسواق المالية العربية:

يمكن تلخيص عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية[1]:

-عدم توفر شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول.

-عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشترين.

-محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

-غياب الإبتكار والتجديد في أدوات الإستثمار والإدخار.

بالإضافة إلى المعوقات التي سبق ذكرها هناك بعض الخصائص التي تعتبر في نفس الوقت عوائق لنمو أسواق الأوراق المالية العربية نوجزها كما يلي:

-عدم الإستقرار السياسي في الدول العربية، الذي من شأنه أن يعيق أي إستثمار في الدول العربية.

-ضعف الطاقة الإستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق متطورة للأوراق المالية، والإعتماد المباشر على الفوائض البترولية في تمويل عمليات التنمية الإقتصادية.

-عدم وجود وسائل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية يحول دون قيامها بالدور النشط المنوط بها في جمع المدخرات المحلية للدول العربية المتاحة والممكنة وإستخدامها على نحو فعال في مشروعات التنمية.

-عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الإقتصادية كرافد إستثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني، وتأخر برامج الخصخصة في الدول العربية.

-عدم إستفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص 190.

المبحث الثالث: التحديات والمخاطر المستقبلية المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية

إن من أهم تداعيات إزدياد التكامل بين الأسواق المالية العالمية والإقليمية والعمل المشترك بين أسواق رأس المال في الدول العربية إزدياد إنتقال عدوى الأزمات المالية، وهو الأمر يزيد من التحديات وحساسية هذه الأسواق أمام المستجدات الإقليمية والعالمية المستقبلية معا، ويمكن إجمالها فيما يلي:

المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية والتحديات المحيطة بها

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات عديدة، وخلال مسار تطورها تواجه العديد من التحديات سنتناول أهمها فيما يلي:

1.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من التطورات المذكورة التي تعرفها أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها خلال السنوات الأخيرة شهدت تطورات جيدة، ومن أهم هذه التطورات ما يلي[1]:

-تحاول الأسواق المالية العربية إجراء تحديثات في مؤسسات الوساطة، حيث نوعت شركات الوساطة من أنشطتها وتوسعت في مجالات التسويق وتغطية الإصدارات الأولية (بانكير) وإدارة المحافظ الإستثمارية للغير ووضعت قواعد ومعايير لسلوك المهني لمؤسسات الوساطة.

-أنشأت البورصات العربية مراكز إيداع وحفظ مركزي يتميز بالكفاءة تمارس تسجيل ونقل الملكية الأوراق المالية وتسوية قيم الأوراق بين المتعاملين، وتعد مراكز الإيداع مؤسسات هامة في البورصات (المقاصة، التسوية).

-حسنت العديد من البورصات العربية من أنظمة التداول لتتماشى مع التطورات الدولية وتحسين مستوى الشفافية وتنفيذ أوامر البيع والشراء، فقد شهدت سوق الأسهم السعودية مثلا بداية لعمليات التداول لأسهم الشركات المدرجة من خلال شبكة الانترنيت في بعض المصارف وخدمة للعملاء وتمكين مستخدمين الشبكة العرب من شراء وبيع وتداول الأوراق في البورصات الكويتية، كما أقرت البورصة المصرية قواعد الشراء الهامشي ومزاولة شركات الوساطة لهذا المدخل الإستثماري.

-تحاول البورصات العربية تحسين أدواتها المالية، فقد تم إستحداث نشاط التوريق العقاري في مصر وتم استحداث أوراق جديدة تدعى سندات التوريق، كما تم في البحرين سنة 2002 إصدار صكوك التأجير الإسلامي تمتد مدة إستحقاقها إلى خمسة سنوات، وهي من أوراق الدين الإسلامية بعد أن جرى إصدار صكوك السلم الإسلامي كونها أداة دين قصيرة الأجل ذات إستحقاق ثلاثة أشهر.

-تقوم معظم البورصات العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عن السوق وأحجام التداول للمؤشرات والأسعار تتضمن معلومات عن الأسواق وأحجام التداول والمؤشرات والأسعار وقد أبرمت هذه

[1] محمود محمد داغر، الأسواق المالية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 318.

الأسواق إتفاقيات مع شركات عالمية لنقل المعلومات الخاصة بالتداول مثل شركة Bolberw وشركة Reuters فضلا عن إدراج بياناتها على شبكة الإنترنت وتحديثها يوميا.

2.التحديات المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية

تلوح في آفاق النظام المالي مخاطر كثيرة نتيجة للإختلال في هياكل الإقتصاديات العربية وإتجاهات السياسات الإقتصادية فيها، وإن إشتداد هذه الإختلالات لابد وأن ينعكس سلبا على النظام الرأسمالي العالمي والحصول على أسواق جديدة لتصريف إنتاجها الواسع، ومن أهم هذه التحديات نذكر ما يلي[1]:

1.2.إندماج الأسواق المالية الدولية:

إن الإندماج مع الأسواق المالية الدولية في ظل الإنفتاح يؤدي إلى تعميق وتعزيز التبعية الإقتصادية والسياسية في البلدان النامية بإتجاه المراكز الإقتصادية العالمية، وإعاقة إمكانية تكامل الأسواق المتجانسة فيها مع بعضها البعض الآخر وقد أدى هذا إلى عرقلة دور هذه الأسواق في تحقيق الفوائض المالية العربية بشكل خاص من البلدان الفائض إلى البلدان ذات العجز في الدول العربية.

2.2.إزدياد المصارف التجارية الأجنبية:

أدت الإصلاحات المالية الجديدة في البلدان النامية إلى زيادة إعداد فروع المصارف التجارية خاصة بعد إزالة القيود أمام الخدمات المالية والمصرفية الأمر الذي أدى إلى إرتفاع حصة المصارف في أسواق الدول العربية، إذ أصبحت سياسات الإستثمار في الدول العربية تعمل بحرية تحويل رأس المال الأجنبي بما فيها الأرباح والذي يؤدي بدوره إلى تزايد تدفقات الأموال نحو الخارج حيث تتوجه الضغوط على المصارف التجارية المحلية لرفع كفاءتها من خلال زيادة الإستثمار في التقنية المتقدمة وتأصيل مواردها البشرية من أجل الإحتفاظ بحصتها السوقية.

3.2.تسارع كبير في حركة الإصلاحات الإقتصادية: لقد شهدت العديد من البلدان النامية تسارعا كبيرا في حركة الإصلاحات الإقتصادية مع إستيراد توسع التجارة الدولية وتنامي دور الشركات متعددة الجنسيات فيها وقد إنعكست آثار السياسات التحررية إلى زيادة المخاطر المحدقة بالبلدان النامية وأسواقها المالية حيث باتت الأخيرة عرضة للتأثير في الأوضاع الإقتصادية السائدة في البلدان وما تحملة من إختلالات خطيرة وتعد أزمة الأسواق الآسيوية في سنة 1997 دليل وواضح على ذلك والتي كانت من المعطيات المباشرة لسياسات التحرر المالي والإنفتاح الإقتصادي والإندماج في العالم الإقتصادي.

من المهم التأكيد أن الأسواق المالية العربية قد خطت خطوات واسعة بشأن تطويرها من الناحيتين التشريعية والمؤسسية وحتى في مجالات الإفصاح والشفافية، إلا أن ذلك التطور لازال بحاجة إلى مزيد من الدعم من مختلف الجهات لتمكين الأسواق المالية من القيام بدورها الهام والحيوي في زيادة الإدخار والإستثمار وتعزيز النمو الإقتصادي،

[1] محمد مدلول علي، أسواق الأوراق المالية العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة بابل للعلوم الإنسانية، العراق، المجلد15، العدد4، 2008، ص ص 1247-1248.

حيث لا يمكن لهذه الأسواق من القيام بدورها المطلوب بدون إستكمال بنيتها التحتية سواء من النواحي التشريعية أو التقنية أو من حيث تنوع الأدوات المالية المتداولة فيها، وتتمثل التحديات التي تواجهها هذه الأسواق فيما يلي[1] :

-عدم الإستقرار الحكومي: تتمثل في عدم قدرة الحكومة على تنفيذ برنامجها المعلن.

-الشروط الإجتماعية الإقتصادية: المرتبطة برضا الناس بسياسات الحكومة.

-حياة الإستثمار: النظام الضريبي، تكلفة العمل والرأسمال، والملكية.

-النزاع الداخلي والخارجي.

-الفساد، وتدخل الجيش في السياسة.

-التوتّرات الدينية المرتبطة بهيمنة مجموعة دينية وحيدة أو عدم وجود حرية دينية.

-القانون والنظام المرتبط بالضعف والتحيّز لنظام قانوني، وقلة مراعاة القانون.

-التوتّرات العرقية والمسؤولية الديمقراطية.

-المديونية المبالغ فيها كنسبة مئوية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي.

-خدمة الدين الخارجي كنسبة مئوية من صادرات السلع والخدمات.

-عجز الحساب الجاري السنوي، وعدم إستقرار سعر الصرف.

-نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل هذا النمو أو نقصانه.

-معدل التضخم السنوي: المعدل المرّجح من مؤشر أسعار المواد الإستهلالية.

-الإيرادات العامة: نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

3.التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية العربية في ظل مالية الأسواق

في ضوء المتطلبات الحالية والمقبلة، والتحديات التي تواجه الدول العربية في ظل مالية الأسواق فقد برزت التحديات التالية[2]:

-أهمية تطوير التشريعات وتحديثها، وإدخال المرونة عليها مما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للإستثمار، وتمكين الأسواق المالية من التطوير وتبني التقنيات الجديدة.

-دعم التطوير الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية مما يسمح بالخلق والإبتكار وتوفير الأدوات المالية الجديدة، والمبتكرات بما فيها المشتقات المالية.

-تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق المالية وخاصة في مجال الوساطة المالية.

-إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوى القطري والإقليمي.

---

[1]عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة-متقدمة) ، مرجع سبق ذكره، 2010، ص ص6-7.

[2]صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-64.

-إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الإستثماري والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة الأسواق المالية العربية للمستثمرين العرب داخل الدول العربية أو خارجها.

-أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعا.

-تكثيف جهود التخصيص بما لها من أثر كبير على زيادة حجم وأنشطة الأسواق المالية العربية.

المطلب الثاني: المخاطر المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية

يحتاج النمو في الأسواق العربية إلى تخفيض المخاطر السابقة لجذب الإستثمارات، ولإنجاز ذلك لا بد من تحسين الهياكل المؤسساتية والقانونية والشفافية والإفصاح، وسيادة حكم القانون وإلزامية العقد.

1.المخاطر المستقبلية المحيطة بأسواق الأوراق المالية العربية

تعتبر هذه المخاطر هي سمة أساسية خاصة بأسواق المال العربية، فعلى سبيل المثال نذكر أهمها[1]:

-المخاطر الخاصة بأسواق لبنان والعراق والمتمثلة بالطائفية وإمتداد أثر هذه المخاطر إلى جميع أسواق المال العربية.

-مخاطر التضخم المرتفع بشكل كبير (وإن خف تأثيره بعد الأزمة المالية العالمية) الذي يلقي بظلاله على أسواق المال العربية وخاصة الخليجية.

-مخاطر عدم الإستقرار الحكومي كما يحدث في الكويت من تغيير لمجلس الأمة وبالتالي تغيير الحكومات وما ينتج عنه من عدم قدرة هذه الحكومات على تنفيذ برامجها المعلنة وتأثير ذلك على السوق المالي في هذا البلد.

-مخاطر تغير أسعار الصرف وما يحدث من إنخفاض حاد للعملة الخليجية لكون معظمها مرتبط بالدولار (إلا أن الكويت قامت بفصل عملتها عن الدولار ونتيجة لذلك إنخفض معدل التضخم فيها)، مما يؤدي إلى تخفيض البنوك المركزية لأسعار الفائدة كلما خفض المركزي الأمريكي لهذه الأسعار وأثر ذلك على التضخم وجذب الإستثمارات لأنه في حال تساوي معدلات الفائدة مع البنك المركزي الأمريكي فهذا يدفع الإستثمارات إتجاه الخارج إذا لم تكن أسعار الفائدة في هذه البلدان أقل من الولايات المتحدة.

- مخاطر الفساد والتلاعب بالقانون كما حدث في بورصة مصر للأوراق المالية حيث قام بعض المضاربين العرب وخاصة الخليجيين بالمضاربة من أجل رفع الأسعار ثم قاموا بالبيع وسحب السيولة من السوق والخروج بالأموال إلى خارج مصر حيث تشير الأرقام إلى أنه في شهري مارس وأفريل من سنة 2006 سحب المستثمرون العرب ما مقداره مليار ونصف مليار دولار أمريكي مما أدى إلى إنهيار السوق المصرية للأوراق المالية دون أي إجراء ضدهم.

-مخاطر عدم توفر الشفافية والإفصاح: تبين أن أسعار الأسهم في الأسواق العربية تتحرك تقريبا (11%) قبل إعلان التقارير السنوية، مما يؤكد إحتمالية تسرب المعلومات الداخلية، والذي يؤدي ذلك في نهاية المطاف إلى عدم عدالة فرص الإستثمار في السوق وعدم عدالة توزيع الثروة بسبب عزوف شرائح كبيرة عن الإستثمار في السوق لعدم الثقة فيها، وبالتالي فإن هذه المعلومات لا تصل إلى الجميع في نفس الوقت وهذا دليل على إنهيار كفاءة هذه الأسواق.

[1] عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة-متقدمة) ، مرجع سبق ذكره، ص 7.

-مخاطر النزاعات الخارجية: مثل الحرب الأمريكية على العراق في سنة 2003، وتأثيرات حرب أمريكية قادمة على إيران في حال حدوثها، وآثارها على جذب الإستثمارات ورؤوس الأموال وتصدير النفط وبالتالي إمتدادها على الأسواق المالية للمنطقة العربية لأنها إنعكاس للوضع الإقتصادي والسياسي للبلد، حيث تعتبر منطقة الشرق الأوسط من أكثر المناطق إضطراباً على مستوى العالم.

-مخاطر الدين العام: إذ تعاني بعض الدول العربية من مبالغ ديون ضخمة مثال على ذلك لبنان حيث يفوق المبلغ 40مليار دولار وكذلك هو الوضع بالنسبة لإمارة دبي، في حين أن الأرقام بخصوص الدين العام في مصر متضاربة وأن إخفاء الحقائق يؤثر كثيراً على السوق، فالشفافية المالية تعد من أهم عناصر الرقابة على الحكومة ولها أثرها الأكيد على أسواق المال وتجارة الأوراق المالية.

2.تقييم الأثر من خلال عولمة أسواق المال العربية

إن حدوث عمليات تحرير مالي متزايدة على المستوى الوطني والدولي وفي نفس الوقت تقريباً أدى إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، ومع زيادة حرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة ومع تسارع عمليات التحرير المالي تسارعت عملية عولمة الأسواق المالية والعولمة المالية خاصة مع ربط ذلك بتحسين مناخ الإستثمار في الكثير من الدول والسعي إلى جذب المزيد من الإستثمارات من خلال الأسواق المالية[1].

وتواجه الدول العربية في ظل إنفتاح أسواق رأس المال القائمة فيها على الأسواق المالية العالمية وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال العديد من التحديات، وللعولمة المالية أثار إيجابية وأخرى سلبية على أسواق الأوراق المالية العربية نوجزها فيما يلي:

-إن عولمة الأسواق المالية، وما إنطوت عليه من إجراءات للتحرير المالي كانت ذات أثار هامة وخطيرة على البلدان العربية، فقد أدى هذا التحرير إلى إلغاء الحظر على المعاملات التي يشملها حساب رأس المال والحسابات المالية (الجارية) لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والإستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وكل ذلك إرتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، وقد كانت هناك أمال معقودة على ما سيتمخض عنه هذا التحرير من زيادة قدرة البلدان العربية على الإتصال بأسواق النقد والمال الدولية، وبما يسمح لها بسد فجوة مواردها المحلية وزيادة معدلات الإستثمار فيها، وإلى خفض تكلفة التمويل بالنسبة لقطاعات مختلفة من الإقتصاد الوطني، وأن العولمة المالية سوف تجذب رؤوس الأموال الوطنية من الخارج، وستساعد على إجتذاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، وقد أدى التحرير المالي في حالات معينة إلى تشجيع تدفق رؤوس الأموال الساخنة قصيرة الأجل الباحثة عن الربح السريع، مما أدى إلى حدوث أثار ضارة بالإستقرار الإقتصادي وذلك في حالة التقلبات الفجائية التي تحدث في حركة دخول وخروج هذه الأموال (إرتفاع معدل التضخم، إرتفاع معدل الصرف، زيادة أسعار الأصول العقارية...الخ)، كما أن

[1]BRIEN, R.O Global Financial Integration, The End of Geography ,The Royal Institute of International Afairs,London,1999, p105.

إجراءات التحرير المالي عرضت الجهاز المصرفي للأزمات، وإلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية والنقدية، كما شجعت على هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما أن عولمة الأسواق المالية أدت أيضا إلى سرعة إنتشار الأزمات المالية والنقدية من نقطة لأخرى ومن بلد لأخر بسبب علاقات التشابك والترابط التي تنشأ بين هذه الأسواق[1].

-تبرز الآثار السلبية في الإقتصاد بدرجة واضحة في الأسواق المالية العربية بسبب الإنفتاح الذي تشهده بعض تلك الأسواق في ظل العولمة المالية دون رقابة، بالإضافة إلى تعرض البنوك إلى مضاربات الأموال الساخنة (قصيرة الأجل) وهروب رأس المال المحلي إلى الخارج، بالإضافة إلى دخول الأموال القذرة، إذ تؤدي حرية دخول حركة رؤوس الأموال خارج الدولة في ظل العولمة المالية إلى تدفق كميات كبيرة من الأموال إلى داخل الإقتصاديات العربية، بهدف إغتنام فرصة إرتفاع سعر الفائدة في البلدان الأخرى، وتظهر هذه الحالة بشكل أكثر وضوحا في ظل ثبات سعر الصرف، الأمر الذي يزيد معه تراكم الكتلة النقدية في الإقتصاد-ولو في الأجل القصير-مما يؤثر على الطلب الكلي، وبالتالي أسعار الفائدة الحقيقية المدينة والدائنة، ويتوقف المدى الذي يتأثر به النشاط الإقتصادي على ما يلي[2]:

ا.درجة الإندفاع في العولمة:

فكلما تدنت القيود التي تحد من حركة رؤوس الأموال القصيرة الأجل كلما قلت معها قدرة السلطة النقدية في تحديد تلك الإستثمارات من خلال تحديد سقوف لأسعار الفائدة الإسمية في تحقيق أهداف على مستوى الإقتصاد الكلي.

ب.مدى جاذبية أسواق رأس المال لرؤوس الأموال:

حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، أما سوق السندات فلا يزال في مراحله الأولى إذ تلجأ مختلف المشروعات إلى الطرائق التقليدية للإقتراض منها الإقتراض المصرفي في تمويل أنشطتها الإستثمارية (الإقتراض من السوق النقدي)، كما يتم اللجوء إلى المساهمات الشخصية لعدم الرغبة في خضوعها إلى مراقبة السلطة النقدية، ويمثل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية سنة2001 ما قيمته 37.6 مليار دولار، مقارنة مع 72.8 مليار دولار في تايوان، و377 مليار دولار في الصين.

[1]كامل علاوي الفتاوى، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 295.
[2]كامل علاوي الفتاوى، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص ص 296-297.

المطلب الثالث: سبل مواجهة تحديات الأسواق المالية في البلدان العربية

إن أخذ الحيطة والحذر من الأخطار الخارجية ومن العوامل المؤثره في سوق الأوراق المالية لا يتم من خلال خلق حدود إقتصادية فقط ونما لابد من إتباع مجموعة من السياسات الإقتصادية بشكل متلازم لغرض تطوير الأسواق الماليةمحلي ًلودولي ًا والإستفادة من التكنولوجيا والتقنية الحديثة في البلدان المتقدمة وتحريرها بما يخدم الإقتصاديات في الدول العربية، وهي تحديات داخلية كالتضخم وسيطرة رأس المال الأجنبي وضعف التشريعات القانونية والخارجية على السوق المالية لذلك لابد من معالجة هذه التحديات بشكل متزامن لغرض الوقوف والنهوض بالسوق المالية في البلدان العربية لذلك يجب إتباع بعض السياسات منها[1]:

1.إنتهاج أدارة سليمة للإقتصاد الكلي ووضع صياغة جديدة للسياسات الإقتصادية، وقد قامت الكثير من الدول النامية بإصلاحات شاملة لسياستها الإقتصادية خلال الفترة الأخيرة في دول جنوب أسيا ثم إعادة تنظيم الأنظمة المصرفية ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية وتحديث الإطار القانوني والقيام بإصلاحات مؤسسية شاملة.

2.ضرورة توفير الحماية التأمينية للمشترين من خلال وجود رقابة تامة في السوق المالية ويجب التمييز بين توفير درجة عالية من الرقابة في السوق وبين القيود المفروضة عليها، فالرقابة يجب أن تكون وسيلة لحماية السوق المالي وتقليل التقلبات العنيفة والمفاجئة بين الأسعار والفوائد.

3.الإنفتاح على أسواق والمؤسسات المالية العربية والتفاعل معها من خلال تبادل الخبرات والتجارب وفتح مجالات الإستثمار أمام المستثمرين العرب والعمل على جذبهم وتشجيعهم بالطرق المناسبة والعمل على إتخاذ إجراءات إدارية وتنظيمية يمكن من خلالها التحكم في طبيعة الإستثمارات الأجنبية الداخلة إليها البلدان النامية على المدى القصير، وكذلك تنفيذ بعض أصناف الإستثمارات وحركة بعض الأشخاص من المستثمرين الذين لا يتملكون لقواعد السوق المالي.

فعلى الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة، إلا أن التشريعات مازالت تعاني في بعض الدول العربية من عدد من جوانب الضعف التي تحد من قدرتها على القيام بالدور المطلوب منها وتقلل من فعاليتها، وأهم هذه الجوانب ما يلي[2]:

-إستكمال الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية العربية، ومراجعة التشريعات القائمة والتركيز على إيجاد قوانين مرنة تسمع بإستيعاب التطورات المتوقعة المحتملة تكون قادرة على التكيف مع الأنظمة والتعليمات التي تسهم في تنشيط التعامل بالسوق وتسييره وإستقراره وحمايته من التصرفات الضارة، وكذلك العمل على إنشاء أسواق مالية في الدول التي ليس لها أسواق مالية علما بأن هذه الدول تدرس حاليا تجارب الدول العربية التي سبقتها في هذا المجال.

[1] محمد مدلول علي، أسواق الأوراق المالية العربية الواقع وتحديات المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص 1248.

[2] سامي حطاب، تطور الأسواق المالية العربية فرص التكامل والتنافس، الملتقى السنوي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، ص 7.

-العمل على تفعيل فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وذلك من خلال تحويل بورصات الأوراق المالية ومراكز إيداع الأوراق المالية إلى مؤسسات مملوكة بالكامل من قبل القطاع الخاص.

-إستكمال إنشاء مؤسسات للتسوية والتقاص في الأسواق التي لا يوجد فيها هذه المؤسسات، وكذلك تطوير أنظمة التسوية والتقاص لديها وربطها مع أنظمة التداول بهدف تقليل المخاطر المرتبطة بتسوية الأوراق المالية من خلال تطبيق ما يعرف بنظام التسليم مقابل الدفع (DVP).

-العمل على زيادة التوعية بدور الأسواق المالية في الإقتصاد الوطني من خلال التركيز على نشر الوعي الإستثماري ونشر المعلومات من خلال كافة وسائل الإعلام المتاحة، بما في ذلك شبكة الأنترنيت.

-تنشيط سوق السندات في الأسواق العربية وذلك من خلال تشيع إصدار السندات وتوعية جمهور المستثمرين والمتعاملين بأهمية هذه الأداة المالية من كونها وسيلة جيدة للتمويل وأقل كلفة مقارنة بالإستدانة من البنوك التجارية.

-زيادة عمق السوق من خلال تشجيع الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها وكذلك تشجيع الشركات الخاصة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وتشجيع قيام عمليات الخصخصة عن طريق الأسواق المالية وذلك لزيادة عمق وسيولة هذه الأسواق والأسهم الحرة المتاحة للتداول.

-التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة في السوق والتركيز على ضرورة توافر البيانات والمعلومات لجميع المتعاملين على حد سواء وبشكل دوري ومنظم، وتطبيق معايير المحاسبة والتدقيق ومعايير الإفصاح الدولية.

-إلزام الشركات المدرجة على بإعداد قوائمها المالية وفقا لهذه القواعد والمعايير بهدف تعزيز الشفافية وحماية المستثمرين من الغش والممارسات الخادعة والتي تشمل إستغلال المعلومات الداخلية لصالح فئة من المتعاملين، ومن الوسائل الهامة لتحقيق ذلك هو الإلتزام بتطبيق الإفصاح الكامل للمعلومات اللازمة للمستثمر والتي تساعده على إتخاذ القرار الإستثماري السليم وتحديد المخاطر والعوائد المتوقعة من الإستثمار، وفرض عقوبات على الشركات المساهمة التي لا تلتزم بنشر التقارير الدورية والبيانات المالية لتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية للمتعاملين، إذ يجب على التشريعات أن تعزز ممارسات السوق والتي تضمن المعاملة العادلة وتضمن مستوى عال من الشفافية وتوفير المعلومات للمتعاملين في وقت واحد.

بالإضافة إلى دعم التطوير الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية بما يسمح لها بتطوير الإبتكار في توفير الأدوات المالية الجديدة بما فيها المشتقات المالية المختلفة، وفي هذا المجال يجب الاهتمام بنشر الوعي اللازم لهذه الأدوات الجديدة من خلال تنظيم دورات تدريبية متخصصة للعاملين في الأجهزة المصرفية في الأسواق المالية.

المبحث الرابع: أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات التحرير المالي

لقد أدت عمليات التحرير المالي ونمو سرعة حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية وزيادة حجم رؤوس الأموال المتداولة إلى تحرير الأسواق المالية الدولية، حيث تواجه أسواق الأوراق المالية العربية في ظل انفتاح أسواقها على الأسواق العالمية وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال الأجنبية العديد من التحديات التي تفرض عليها تكاليف كبيرة، وتجعل من إمكانية تعرضها لأزمات مالية أمرا وارد الحدوث.

المطلب الأول: تعريف التحرير المالي

يتمثل التحرير المالي في منح استقلالية وحرية التصرف في إدارة الأنشطة المالية للبنوك والمؤسسات المالية، ويتحقق ذلك من خلال إلغاء كافة القيود والحواجز التي تعيق عملياتها المصرفية والمالية، كتحرير معدلات الفائدة على القروض الممنوح وحرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول المختلفة، وتحرير حساب رأس المال وإلغاء الضوابط على معاملاته وعلى الحسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات.

1.تعريف التحرير المالي:

يمكن تقديم التعاريف الآتية:

تعريف التحرير المالي بالمعنى الواسع: يقصد به مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا[1].

أما التحرير المالي بالمعنى الضيق: ويتم ذلك بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وإمتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد[2].

ويعرف تحرير الأسواق المالية بأنه: " عملية تحرير السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي"[3].

فالتحرير المالي يتمثل في إعطاء البنوك والمؤسسات المالية إستقلالها التام وحرية كبيرة في إدارة أنشطتها المالية، من خلال إلغاء مختلف القيود والضوابط على العمل المصرفي، وهذا بتحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع، والتخلي عن سياسة توجيه الإئتمان، وخفض نسبة الإحتياطي الإلزامي، والتوجه نحو إعتماد الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، وفتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص الوطني والأجنبي، وتمثل هذه الإجراءات في التحرير المالي

---

[1] عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، العراق،2002، ص 148.

[2] بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تحرير الخدمات المصرفية وزيادة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005- 2006، ص 38.

[3] حمزة حسن كريم، العولمة المالية والنمو الاقتصادي،الطبعة الأولى، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2011 ، ص45 .

الداخلي، هذا بالإضافة إلى تحرير المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تمثل التحرير المالي الخارجي، والذي يعتبر تكملة للتحرير المالي الداخلي.

وقد تمحور هذا التطور في مفهوم التحرير المالي حول جانبين رئيسيين هما[1]:

-الأخذ بعين الإعتبار الوضعية الإقتصادية للبلد الذي يجري فيها هذا الإصلاح المالي.

-إدماج بعض النظريات الإقتصادية الجديدة التي ظهرت في العشرين سنة الأخيرة، حيث أدمج المفهوم الجديد للتحرير المالي وعدم كفاءة الأسواق المالية ومشكلة عدم تناظر المعلومات التي تسود بين المقرضين والمقترضين.

ومن جانب آخر يعرف التحرير المالي والمصرفي من خلال جوانب أساسية هي[2]:

ا.تحرير القطاع المالي المحلي: يشمل تحرير ثلاث متغيرات أساسية هي تحرير أسعار الفائدة عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقوف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وتركها تتحدد في السوق بالإلتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها للإستثمار عن طريق الملائمة بين الإستهلاك والإنفاق الإستثماري، وبالتالي زيادة النمو الإقتصادي ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين، وتحرير الإئتمان وهذا بالحد من الرقابة على توجيه الإئتمان نحو قطاعات محددة، وكذا وضع سقوف إئتمانية عليا على القروض الممنوحة لباقي القطاعات الأخرى، وثانيا إلغاء الإحتياطات الإجبارية المغالى فيها على البنوك، وتحرير المنافسة البنكية بإلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والأجنبية، وكذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة بإختصاص البنوك و المؤسسات المالية.

ب.تحرير الأسواق المالية: يتم بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وإمتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد.

ت. إزالة الحواجز والعقبات: التي تمنع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من الإقتراض من الخارج، والعمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وتقليص الفجوة بين سعر الصرف الإسمي والحقيقي وتحرير تدفقات رأس المال، ومما سبق يمكن أن نستنتج ثلاثة شروط أساسية لنجاح سياسة التحرير المالي هي كما يلي[3]:

-إستقرار الإقتصاد الكلي: والذي يعتبر شرطا مهما لقيام نظام مالي ومصرفي قوي، حيث أن بيئة سليمة للإقتصاد الكلي تمثل مصدر قوة للقطاع المالي وتساهم في تطويره وتزيد من كفاءته في تعبئة الإدخار وتقديم التمويل.

---

[1] بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية(غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان -كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2012-2013، ص 132.

[2] بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية -أزمة الرهن العقاري، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية " النظام الإسلامي نموذجا" كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، أيام 05-06ماي2009، ص ص5-6.

[3] بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره ، ص 133.

-إن وجود إطار قانوني ملائم من شأنه أن يدعم ويوفر إدارة داخلية قوية للمؤسسات المالية وإنضباطا خارجيا لقوى السوق وإشرافا جيدا.

-التدرج في تطبيق التحرير المالي، والذي يتمثل في تتابع المراحل الأساسية لكل من التحرير المالي الداخلي والخارجي في إطار الإنتقال من قطاع مالي يخضع للقواعد التنظيمية إلى قطاع مالي أكثر توجها للسوق.

2.مراحل وخطوات التحرير المالي

يتكون التدرج الأمثل في تحرير القطاع المالي من ثلاثة مراحل متتابعة نوجزها فيما يلي[1]:

-المرحلة الأولى: ينبغي أن يبدأ الإصلاح، أولا بتحرير القطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في مختلف القطاعات الإقتصادية، كما أن السيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي بالإضافة إلى تحقيق إستقرار الإقتصاد الكلي.

-المرحلة الثانية: الخطوة الثانية في منهج التحرير تتمثل في التحرير المالي الداخلي، وهذا من خلال التدرج في تحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع، وزيادة المنافسة في القطاع البنكي وفتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص.

-المرحلة الثالثة: في الأخير، يأتي التحرير المالي الخارجي من خلال تشجيع الأجانب بالدخول في الأسواق المالية المحلية من أجل زيادة المنافسة والكفاءة، وعند تحديد التسلسل في إلغاء القيود على الصرف الأجنبي ينبغي تحرير حساب العمليات الجارية أولا، ثم تحرير حساب رأس المال بعد ذلك، وفي الأخير سيتكامل التحرير المالي الداخلي والخارجي بشكل يؤدي إلى أكثر فعالية لسياسة التحرير المالي فيتحقق نمو كل من القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

المطلب الثاني: العلاقة بين التحرير المالي وحدوث الأزمات المالية

إن التحرير المالي على عكس ما تؤمن به نظريات التحرير المالي يمكن أن يؤدي إلى حدوث أزمات مالية أو انتشار عدوى هذه الأزمات المالية من دولة لأخرى، وسنبين هذه العلاقة من خلال ما يلي:

1.التحرير المالي عامل أساسي في حدوث الأزمة:

أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين التحرير المالي والأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات، دراسة Kaminski et rein hart سنة 1996، والتي أجريت على 20 دولة أسيوية وفي أوربا من سنوات السبعينيات إلى منتصف التسعينيات من القرن الماضي وتوصل الباحثان من خلالها إلى أن زيادة الحركة العامة للتحرير تؤدي في الغالب إلى حدوث أزمات بنكية، وكذلك دراسة Detragiache et Qemiguc-Kund سنة 1998، فالتحرير المالي يؤدي إلى[2]:

---

[1]بن بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد،التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر من الموقع:http://www.neevia.com ، اطلع عليه بتاريخ: 2016/08/18.

[2]وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية(حالة الدول العربية)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد14، ديسمبر2013، مرجع سبق ذكره، ص ص 6-7.

-إن التحرير المتسرع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الإنغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، ويترافق أيضا مع التوسع في منح الإئتمان والذي بدوره يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للإستثمار في الأوراق المالية.

-كثيرا ما يؤدي التحرير المالي إلى تزايد مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر السيولة ومخاطر الإئتمان، ومن المرجح أن تزداد مخاطر السيولة لأنه إذا إنخفضت أسعار الأصول قد لا يستطيع البنك بيع الأصول بالسعر المتوقع عندما يرغب في جمع مبالغ نقدية وترتفع مخاطر الإئتمان لأن إرتفاع التقلب في الأسواق المالية وأسواق الأصول يؤثر على الثقة الإئتمانية للمقترضين.

- التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالية، مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة إئتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرير المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة، ورغم أن السماح بدخول شركات أجنبية جديدة في القطاع المالي يعزز المنافسة في القطاع، إلا أنه يبدو أن زيادة المنافسة يمكن أن تؤدي إلى إنخفاض الربحية وإنخفاض قيمة "الإمتياز التجاري" للمصارف أي ما يعود على المصارف من أرباح ناتجة عن سمعتها.

-إن زيادة المنافسة بين البنوك تقلل من مردودية العمليات التقليدية، فستبحث البنوك على عمليات أخرى توفر لها مردودية أعلى فتقوم بالمضاربة في الأوراق المالية والقيام بالعمليات خارج الميزانية مما يسبب إرتفاع المردودية من الأموال الخاصة، وهو ما سيضاعف من الأخطار.

-تكون إمكانية حدوث أزمة مالية كبيرة بوجه خاص بعد إنفتاح البلد أمام التدفقات المالية الخارجية وخاصة التدفقات القصيرة الأجل وقد تتمثل النتيجة في حدوث حالات إرتفاع مفاجئ للتدفقات المالية الداخلة إلى البلدان المستفيدة من رؤوس الأموال التي يمكن أن تكون ذات طابع دوري، وكان الإقتراض الخارجي القصير الأجل مصدرا رئيسيا لعدم الإستقرار في الأزمة المالية الأسيوية(1997-1998) وأزمة البيزو المكسيكية في الفترة(1994-1995)، وقد تكون البلدان ضعيفة بوجه خاص أمام الآثار السلبية للتدفقات الداخلة من رؤوس الأموال إذا لم يكن جهازها المصرفي سليما لأن هذه التدفقات الداخلة تعرض المصارف لمخاطر سعر الصرف بالإضافة إلى صعوبات أخرى.

-وينجم عند تحرير التدفقات المالية إخطارات كثيرة من أبرزها تحويل الأصول إلى سوق مالية أخرى، ومن ثمة إذا تعرضت السوق المالية المستثمرة فيها تلك الأموال إلى مخاطر عدم الإستقرار مما يؤدي إلى تصفية الأصول في البلد أو المشروع الذي يبدو أنه يتسم بخصائص الأزمة وهذا ما يعرف بأثر الأزمة أو بسلوك القطيع.

2.التحرير المالي سبب مباشر لإنتقال الأزمة:

لا يوجد أي دليل على أن حرية إنتقال رؤوس الأموال مقترنة بشكل مؤكد بكفاءة تخصيص الموارد، في حين أن الأدلة على التحرير المالي متباينة، بل من المؤكد أن التحرير المالي إقترن بإنتشار عدوى الأزمات المالية وإساءة تخصيص الموارد، جراء تلك الأزمات ويتم تبيان ذلك من خلال ما يلي[1]:

-في عصر متسم بالعولمة يمكن أن يزداد إحتمال حدوث أزمة مالية محلية إذا كانت هناك أزمة في بلد أخر، وهذه العدوى يمكن أن تنتج من عوامل أخرى فقد تكون نتيجة لصدمة مالية مشتركة مثل حدوث زيادة في أسعار الفائدة الدولية أو تغير في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية وقد إتسمت التغيرات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية بالأهمية بوجه خاص لأمريكا اللاتينية وأدت على سبيل المثال إلى حدوث أزمة في المكسيك سنة1994 وبالمثل كان إرتفاع قيمة الدولار مقابل الين خلال سنتي 1995-1996 أحد العوامل الرئيسية وراء ضعف أداء صادرات بلدان شرق أسيا مما أسهم في حدوث الأزمات المالية في سنة 1997.

وعلاوة على ذلك فإن حدوث أزمة في أحد الدول يمكن أن يتسبب في أزمة في بلد أخر إذا إرتأى المستثمرون أن حالات الإقتصاد الكلي أو الحالات المالية مماثلة ينتج عنها إدراك نقاط الضعف التي لم تكن مدركة من قبل فالأزمة في أحد البلدان يمكن أن تتحول إلى بلد أخر عن طريق التحول في توجهات السوق التي لا تقوم على العوامل الإقتصادية الأساسية وهو ما يسمى بإنتقال أثر العدوى.

-إزدادت إمكانية العدوى من إحتمال أن تتأثر بعض البلدان التي لم تشهد تدهورا في العوامل الإقتصادية الأساسية بأي أزمة مالية في مكان أخر من العالم وعلى سبيل المثال أثناء الأزمة الروسية سنة 1998 إزدادت بصورة هائلة فروق العائدات بين أذون خزانة الولايات المتحدة(المقياس المرجعي الدولي) والسندات المحررة بالدولار التي أصدرتها الدول النامية.

-كان يتعين على الدول النامية وشركاتها على أن تدفع مزيدا من الفوائد على دينها الخارجي الذي تحملته حديثا أو على دينها بالسعر المتغير حتى مع عدم تغيير أي شيئ آخر على أن الأزمة المالية لـ2008كان من الممكن أن لا تكون ذات إنتشار العالمي واسع في ظل غياب الإنفتاح والعولمة المالية التي تحققت على مدار السنوات الماضية، وقد قدمت الأمم المتحدة في تقريرها عن الحالة الإقتصادية في العالم رؤية تحليلية عن التحرير المالي وعولمة الأسواق وإنعكاساتها على الدول النامية، وأشار التقرير بأن الأزمات المالية العديدة التي حدثت خلال التسعينيات من القرن الماضي أثارت القضية المتعلقة بتزايد ضعف الأسواق المالية وتدويل الأزمات نتيجة حصول روابط أقوى بين الأسواق المالية الوطنية عن طريق تكنولوجيا الإتصالات وإستخدام المنتجات المالية الحديثة.

[1]وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية(حالة الدول العربية)، مرجع سبق ذكره، ص ص 7-8.

المطلب الثالث: تحديات الدول النامية في مواجهة التحرير المالي وتحرير تجارة الخدمات المالية

إن تحرير تجارة الخدمات المالية من شأنه تحقيق منافع كثيرة للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث من المفروض أن يتيح للدول النامية فرص نفاذ خدماتها المالية إلى أسواق الدول المتقدمة، وكذلك الإستفادة من نقل التكنولوجيا المصرفية الحديثة والمتطورة لأسواق الدول النامية، وأيضا الإستفادة من الخبرات الأجنبية إلا أنه نتيجة لتواضع إمكانيات الدول النامية في هذا المجال، وإنخفاض كفاءتها وقدرتها التنافسية يجعل من معظمها مستوردا صافيا للخدمات المالية، فإن هذه الدول ستوضع في مواجهة عدة تحديات نتناول أهمها فيما يلي.

1.تحديات الدول النامية في مواجهة تحرير تجارة الخدمات المالية

إن تحرير تجارة الخدمات المالية من شأنه تحقيق منافع كثيرة للدول إلا أنه نتيجة لتواضع إمكانيات الدول النامية في مجال الخدمات المالية وإنخفاض كفاءتها وقدرتها التنافسية، فضلا عن كون معظمها مستورد صافي للخدمات المالية، فإن هذه الدول ستوضع في مواجهة عدة تحديات أهمها[1]:

-حدة المنافسة: خاصة في مجال الفنون الحديثة في العمل المصرفي، مما يؤدي إلى خروج بعض الوحدات المصرفية من السوق المصرفية، وإحتكار سوق الأدوات الحديثة في العمل المصرفي لفترة من الزمن في ضوء خبرة البنوك الأجنبية نسبيا في هذه الأنشطة.

-لا شك أن تحرير التجارة الدولية في الخدمات المصرفية بما يعنيه من إتاحة الفرصة للبنوك الأجنبية لتقديم خدماتها في السوق المحلية سواء عبر الحدود أو عن طريق إنشاء فروع لها ينتج عنه العديد من الآثار السلبية على رأسها تأثير سياسات البنك الأجنبي على السياسة الكلية للدولة، وبالتالي على سياسة التنمية عند وجود أشكال من المنافسة الضارة خاصة في مجالات الرقابة على النقد والسياسة الإئتمانية، فإذا أضفنا إلى ذلك قدرة البنوك الدولية على إستخدام شبكاتها الدولية للتهرب الضريبي وتسهيل عمليات هروب رؤوس الأموال وحجب عملياتها من السلطة الرقابية لإتضحت خطورة هذه المسألة، فيمكن أن يقلل التحرر بدرجة حادة أن يلغي دعم الصناعات المالية الناشئة من المؤسسات الوطنية ويضر بتنمية النظم المصرفية المحلية.

- إن مخاطر تزايد المنافسة المحلية نتيجة توافر المصارف الأجنبية قد يؤدي إلى وضع المصارف في مخاطر عالية مما يعرضها والجهاز المصرفي لإحتمالات الخسارة، خصوصا في ظل عدم قدرتها على خفض تكلفة الخدمات المصرفية التي ترتبط إلى حد كبير بالسياسة النقدية والأهداف الوطنية.

- هناك تخوف كبير بأن لا تقوم البنوك والمؤسسات المصرفية الأجنبية سوى بخدمة القطاعات المربحة من السوق فقط، والتي يشار إليها بالإختيار المفضل بما يحمله ذلك من مخاطر عدم وصول الخدمة المصرفية إلى قطاعات وأقاليم معينة.

[1] بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تحرير الخدمات المصرفية وزيادة التنافسية للبنوك الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 109.

2.أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات التحرير المالي

تشير العديد من الأحداث والتغيرات الناتجة عن عمليات التحرير إلى حدوث العديد من الأزمات وبات واضحا في عمليات التحرير المالي إمكانية أن يتعرض الإقتصاد العالمي على فترات متقاربة لأزمات تعصف بإقتصاد معين ثم تبدأ آثار وتداعيات هذه الأزمة من دولة لأخرى ومن قطاع لآخر وبسرعة كبيرة.

وتواجه الدول العربية في ظل إنفتاح أسواق رأس المال القائمة فيها على الأسواق المالية العالمية وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال العديد من التحديات التي تفرض عليها أعباء كبيرة وتجعل من إمكانية تعرضها إلى أزمات مالية حادة أمرا متوقعا، ويمكننا أن نركز في هذه التحديات على ثلاث محاور رئيسية يتعلق الأول بإمكانية تعرض الأسواق المالية والعربية إلى أزمات نقدية ومالية، بينما يتعلق الثاني في إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات وتقديمها إلتزامات محددة فيما يتعلق بتحرير الخدمات المالية على وجه الخصوص، أما المحور الثالث فيتعلق بهروب رؤوس الأموال العربية للخارج.

1.2.إمكانية التعرض لأزمات مالية مفاجئة

في ظل تحرير بعض الدول العربية حساب رأس المال والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية بالتدفق إلى الداخل والخارج عبر حدودها الوطنية تتنامى إحتمالات تعرض أسواق رأس المال القائمة فيها إلى أزمات مالية مفاجئة وتبدو خطورة هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم إستثماره في أصول قصيرة الأجل بهدف تحقيق عوائد أكبر، وهو الأمر الذي ينطوي على مخاطر عديدة يترتب عليها حدوث أزمات مالية تهدد إستقرار الإقتصاد برمته وتنشأ هذه المخاطر في حالتين هما[1]:

–حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة: نظرا لكونها من الأموال الساخنة التي تسعى إلى المضاربات وقد يكون الدافع وراء تدفقها وجود إختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية والدولية، كما يمكن أن تحدث هذه الحالة بسبب صدمة سلبية تنشأ عن تطور سياسي غير متوقع أو إنخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو إرتفاع في ثمن سلعة الإستيراد الرئيسية، أو تغير في نسبة الضرائب المفروضة والتي تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات، حيث يفضل المستثمر الأجنبي أن يحول أمواله إلى الخارج عن طريق بيع ما بحوزته من أوراق مالية محلية ويترتب عن هذا إذا ما حدث بصفة جماعية أثار سلبية على بورصات الأوراق المالية والإقتصاد بأكمله.

–حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة المضيفة: ويحدث ذلك غالباً في حالة حدوث صدمة مواتية تزداد على إثرها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، فيترتب عليها توسع في حجم الأصول المحلية وزيادة في الطلب على السلعة المحلية وبالتالي إرتفاع معدلات التضخم والتأثير على أسعار الصرف والفائدة، وأيا كانت الحالة، حالة خروج أو دخول لرؤوس الأموال بصورة مفاجئة، فإن التقلبات في أسعار الأصول المالية وما يترتب عليها

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص124-125.

من تقلب أسعار الصرف والفائدة فإنها تمثل مصدرا من مصادر عدم التيقن يمنع المستثمرين المحليين والأجانب من الإستمرار في الإستثمار وتثير شكوكا حول إستمرارية تدفقات الإستثمار المحفظي وهو الأمر الذي يؤكد خطورة الإعتماد عليه كمصدر من مصادر التمويل الرئيسية.

2.2.إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية

لعل التخوف الرئيسي من هذا الإنضمام ناجم عن إنعدام التوازن بين كفاءة قطاع الخدمات في الدول النامية ونظيره في الدول المتقدمة، وبالتالي ضعف القدرة التنافسية للأول في مواجهة الثاني نتيجة إرتفاع المكون التكنولوجي في إنتاج الدول المتقدمة بالمقارنة مع المنتجات الخدمية للدول النامية، ومن ضمنها الدول العربية وبالتالي فإن خدمات الدول الصناعية تمتلك ميزة نسبية تنمو مع زيادة التطور التكنولوجي الذي يشهد نموا متسارعا، وعلى الرغم من الجهود التي بذلتها وفود الدول النامية من أجل الحفاظ على مصالح بلدانها في مجال تجارة الخدمات، إلا أن الإتفاقية جاءت لتعكس في مجملها وفي كثير من أحكامها مصالح الدول الصناعية ويمكننا أن نقسم الدول العربية من حيث التعامل مع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى مجموعتين هما[1]:

–المجموعة الأولى: وتشتمل على الدول العربية التي لديها أسواق مالية، ولكنها لم تلتزم بعد بتقديم إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواق المال وهي الأردن، والسعودية، وعمان.

–المجموعة الثانية: وهي الدول العربية المنظمة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات، وقدمت إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية وتشمل كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الإمارات، المغرب.

1.2.2.إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات

يمكنا تحديد إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات وبما يتعلق تحديدا بتحرير الخدمات المالية من خلال التعرف على جداول إلتزاماتها بشأن قيود النفاذ للأسواق وقيود المعاملة الوطنية.

– النفاذ إلى الأسواق: يتعهد العضو بموجب إلتزاماته المحددة في الجداول المقدمة من طرفه بأن يمنح جميع موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك المنصوص عليها في جداوله، ويشكل النفاذ إلى الأسواق أحد الأهداف الأساسية التي تسعى الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى تحقيقه من أجل تمكين منتجي الخدمات المالية من النفاذ إلى أسواق باقي الأعضاء والمنافسة مع المنتجين الوطنيين[2].

– المعاملة الوطنية: أي العمل على الإلتزام بمنح نفس المعاملات للمؤسسات الوطنية والأجنبية القائمة في مجال الخدمات المالية والمصرفية[3].

---

[1] معتصم سليمان، أثر الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات على الأسواق المالية العربية، "ندوة أسواق رأس المال العربية..الفرص والتحديات"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، نوفمبر1995، ص ص70-71.

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 128.

[3] صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الاقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة،2001، ص ص 113-114.

وتلتزم الدولة بمنح موردي الخدمات من الدول الأخرى رعاية لا تقل عن المعاملة التي توفرها لموردي الخدمات من رعاياها، وذلك في القطاعات المدرجة في جداولها وفقا للشروط والأوضاع المحددة فيها، ويشترط في هذا الصدد أن لا تؤدي الإجراءات إلى تعديل أوضاع المنافسة لصالح موردي الخدمات الوطنية، ولم تسمح أحكام الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات للدول النامية عموما والدول العربية خاصة، في وضع قيود على منح المعاملة الوطنية للشركات المنافسة لشركاتها ومؤسساتها الوطنية في القطاعات المدرجة في جداول إلتزاماتها المحددة، ولاسيما إذا كانت هذه القيود تؤدي إلى تغيير الوضع التنافسي لصالح الشركات الوطنية وهذا من شأنه أن يعطي فرصة أفضل للشركات والمؤسسات الأجنبية لما لها من خبرات وتفوق تكنولوجي ويحد من قدرة الدول العربية على توفير معاملة تفضيلية لشركاتها الوطنية أمام المنافسة الأجنبية، وتأتي الخدمات المالية، بما فيها خدمات التأمين والمصارف، لينطبق عليها تعهدات تحرير الأسواق حسب الإتفاق الملحق للخدمات المالية ولتلزم الدول الموقعة على الإتفاق بما يلي[1]:

-عدم إمكانية التراجع عن إلتزام تم تقديمه" قاعدة التواجد التجاري".

-إزالة الإحتكارات بطريقة تدريجية في قطاع الخدمات المالية.

-المعاملة الوطنية للوسطاء الماليين الأجانب المتواجدين داخل الدولة.

-حرية وصول موردي الخدمات المالية الأجانب للمنتجات المالية الجديدة في حال وجودها.

-عدم وضع قيود على نقل المعلومات.

-حرية الدخول المؤقت للأشخاص العاملين مع الموردين الأجانب للخدمات المالية.

ومن الخدمات المالية التي تضمنها الإتفاق ما يلي[2]:

-الخدمات المصرفية: الإقراض بأنواعه بما فيه الإستهلاكي والإقراض مقابل رهون وغيره.

-جميع الخدمات المدفوعة والتمويل النقدي بما فيها بطاقات الإئتمان والدفع والخصم والشيكات السياحية والأوامر المصرفية، هذا إضافة إلى المتاجرة للذات، ولحساب العملاء في البورصة، وفي كافة أدوات السوق المالية وأدوات سوق الصرف وسعر الفائدة، وكذلك خدمات المقاصة والتسوية للموجودات المالية.

-الأوراق المالية القابلة للتداول، والأصول بما فيها السبائك، والمشاركة في إصدار مختلف أنواع السندات، وإدارة الأصول كالنقد ومحافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار الجماعي.

-كافة أنشطة التأمين المباشر بأنواعه، وإعادة التأمين والوساطة في التأمين كالسمسرة والوكالة والخدمات المساعدة الإستشارية.

-خدمات البحوث والإستشارات المتعلقة بالإستثمار وتقديم المشورة بخصوص عمليات الشركات وإعادة هيكلتها وصياغة إستراتيجيتها.

---

[1] أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، "المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، أيام15-16مارس2005، ص ص 22-23.

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص24 -25.

كما تضمن الإتفاق محورا هاما تجسد في الإفصاح المالي وشفافيته، حيث أشار في المادة الثالثة منه على ضرورة تبادل الدول الأطراف لكافة المعلومات، والإجراءات التطبيقية والقوانين والتشريعات، ومبادئ الرقابة والتوجهات الإدارية المتعلقة بالخدمات المالية ذات التأثير المباشر أو غير المباشر على تجارتها وذلك بشكل فوري.

2.2.2.أثار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية على الأسواق المالية العربية

في ضوء الإلتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول العربية، فإن الآثار المترتبة على تلك الإلتزامات تختلف بإختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الإلتزامات، لكن يمكننا أن نقسم الفوائد أو المكاسب التي تعود على الدول العربية جراء تحرير تجارة الخدمات المالية إلى مكاسب ساكنة وأخرى ديناميكية، فبالنسبة للمكاسب الساكنة، فإنها سوف تتحقق من الإستغلال الأمثل للموارد المالية وزيادة الكفاءة الإنتاجية والتوزيعية وذلك من خلال ترشيد توزيع الموارد التي تمتلكها الدول، أما بالنسبة للمكاسب الديناميكية فإنها تتحقق أساساً من المكاسب الخارجية التي تنتج عن زيادة المنافسة، والتقدم التكنولوجي، والأثر الإيجابي لزيادة الإنتاجية على معدلات الإدخار والإستثمار، وما يترتب على ذلك من أثار إيجابية على تجارة الخدمات المالية، وعليه فإن الآثار الإيجابية المتوقعة لإتفاق("GATS") (الجاتس*) تعتمد بشكل أساسي على المزايا التي يوفرها الإتفاق للدول العربية المنظمة إليه، لاسيما إقرار مبدأ التحرير التدريجي لتجارة الخدمات المالية، وعدم التمييز في المعاملة، وأخذ المشكلات التنموية لهذه الدول في الحسبان، وكذلك إحترام أهداف السياسات الوطنية، إضافة إلى إقرار حق الدول في إتخاذ تدابير مالية ورقابية، ووقائية تهدف إلى حماية صناعة الخدمات المالية في الدول العربية التي مازالت في طور التكوين.

1.2.2.2.الآثار الإيجابية:

يمكن عرض أهم هذه الآثار الإيجابية فيما يلي[1]:

-زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية المحلية وجذب الإستثمارات الخارجية: من المتوقع أن تزداد كفاءة وفعالية أسواق المال العربية مستقبلا، مع تدرج ظاهرة تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي وإنفتاح الأسواق على بعضها البعض مما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية، وبالتالي تصبح حركة هذه الأسواق خاضعة للتفاعل الحر بين الطلب والعرض على الخدمات المالية فيتحدد السعر التوازني لهذه الخدمات دون تدخل حكومي قد يترتب عليه أن تصبح الأسعار مشوهة أو غير حقيقية وهو الأمر الذي يكفل جذب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.

-القيام بأعمال مالية شاملة وتعزيز دور الوساطة المالية: سيوفر الإنفتاح على العالم الخارجي وتحديداً على أسواق المال العالمية للمؤسسات العربية الفرص لإمتلاك قدرة أكبر على مواكبة ظاهرة الأعمال المالية الشاملة خاصة نشاطات الصيرفة والوساطة المالية والإستثمارية.

---

* GATS: الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص132-135.

-تنمية القدرة على الدخول إلى أسواق التمويل الدولية وتمتين القواعد الرأسمالية: ستكون المؤسسات العربية في وضع أكثر ملائمة لدخولها إلى أسواق التمويل الدولي والحصول على مصادر تمويل بشروط مناسبة لحالة المنافسة الشديدة في تلك الأسواق والتي غالبا ما تؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة على الإقراض، وبهذا ستتمكن المؤسسات المالية العربية من طرح جزء من أسهمها وسنداتها للإكتتاب العام أو الخاص، ومن ثمة تجميع حجم لا بأس به من الأموال يساهم في تدعيم وزيادة قدراتها الرأسمالية ورفع معدلات ملاءتها لتتناسب والمعايير الدولية.

-تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج ووضع حد لسياسة الإجحاف: إن إقرار الجاتس في ملحقها الخاص بالخدمات المالية لمبدأ عدم التمييز في المعاملة بين الدول الأعضاء وإقامة التعامل متعدد الأطراف على أساس معاملة الدولة الأولى بالرعاية مع تركيزه على ضرورة إلغاء القيود والعراقيل في وجه تحركات المؤسسات المالية والتدفقات الرأسمالية من شأنه أن يساهم في تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج.

-إنشاء نقاط تجارة كوحدات معلوماتية: أثبتت التجارب العملية فعالية هذه النقاط في تسهيل التبادل التجاري والمالي من خلال توسيع قاعدة المعلومات المتوفرة عن إمكانية التصدير والإستيراد والمدفوعات المالية فيما بين الدول المختلفة، ويكمن دور نقاط التجارة من الناحية المالية في كونها تشكل القناة الأهم والأسهل لتعزيز قدرة المؤسسات المالية على توفير أنواع مختلفة من الخدمات المالية لعملاء تلك النقاط، وهكذا تلعب التجارة دور الوسيط للمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية التي تقوم بتوفير خدمات مالية لا يمكن توفيرها في الأسواق المالية المحلية.

2.2.2.2.الآثار السلبية:

وفي مقابل الإيجابيات التي سيوفرها إتفاق تجارة الخدمات (الجاتس) وملحقه الخاص بالخدمات المالية، فإنه من المتوقع أن تبرز بعض الآثار السلبية والتحديات على الأسواق المالية العربية يمكن تلخيصها فيما يلي[1]:

-مجابهة التكتلات المالية العالمية: فقد تمت خلال السنوات القليلة الماضية في الأسواق الدولية العديد من عمليات التكتل والإندماج، حيث تم ظهور وحدات مصرفية ومالية عملاقة، لكن في الجانب الأخر نجد المصارف والمؤسسات المالية العربية متفرقة وصغيرة الحجم، حيث من المتوقع أن تضعف من قدرة المصارف والمؤسسات المالية على تقوية وتطوير الخدمات المالية في المجالين الإستثماري والمالي، وسيحد من قدرتها على التجديد وإستيعاب التقنيات الحديثة المعقدة، وعلى تحمل الهزات المالية أو تقلبات الأسواق وهو الأمر الذي من شأنه أن يحد من قدرتها التنافسية في أسواق تشتد فيها حدة المنافسة.

-التأثير على السياسات النقدية المحلية: إن دخول فروع المصارف الأجنبية أو شركاتها التابعة لها إلى الأسواق المالية العربية وعملها في محيط متحرر من القيود المالية ومتفتح على الخارج قد يكون له أثر سلبي على السياسات النقدية والإئتمانية التي تنتهجها السلطات النقدية العربية، حيث أن السياسات الإئتمانية والإستثمارية لهذه الفروع والشركات

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص133-135.

التابعة لها هي من صنع المؤسسات المصرفية والمالية الأم المتواجدة خارج البلاد، والتي تقوم برسم السياسات العامة وفقا لأهداف دولها وليس وفقا لأهداف الدول المضيفة.

– تجدر الإشارة إلى أن مجموعة الدول العربية التي لديها أسواق مالية ولم تتقدم بأي إلتزامات في إطار إتفاقية تحرير الخدمات المالية قد تتأثر سلبيا بطريقة غير مباشرة نتيجة إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية المذكورة، وتقديمها إلتزامات بشأن أسواق الأوراق المالية القائمة فيها، حيث لن تحصل شركات هذه المجموعة على المزايا التي تحصل عليها الشركات الأجنبية في أسواق الدول العربية الأعضاء في (الجاتس)، وسيضعف هذا الموقف التنافسي لشركات دول هذه المجموعة إذا ما رغبت في الدخول لأسواق الدول العربية الأعضاء في (الجاتس)، ولن يتم تجاوز ذلك إلا بإنضمام دول هذه المجموعة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات أو بدخولها في إطار تكاملي مع الدول العربية الأعضاء في (الجاتس) حتى تتمكن من الحصول على معاملة مماثلة لتلك التي تحصل عليها الشركات الأجنبية وستواجه أسواق الأوراق المالية في دول هذه المجموعة منافسة قوية من قبل أسواق الأوراق المالية للدول العربية المجاورة لها مما قد يجبر دول هذه المجموعة على تقديم تسهيلات وتنازلات لا تقل عن تلك التي قدمتها الدول العربية المنضمة إلى (الجاتس).

3.هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج

على الرغم من أن تقديرات التدفقات الرأسمالية السنوية عن كل بلد عربي للخارج غير دقيقة، فإن إتحاد المصارف العربية قد أعلن أن حجم الثروات الشخصية في الخارج تقدر بنحو 800 مليار دولار يملكها 200 ألف شخص، وأن أكثر من ثلثي هذه الأموال يتخذ في شكل ودائع في البنوك العالمية، كما يستثمر بعضه في مشاريع مختلفة وفي أسواق المال العالمية وكانت مؤسسة "ميريل لينش" من أكبر المؤسسات المتخصصة في تقييم الإقتصاديات والمشروعات فضلا عن أنها إحدى أهم شركات الأوراق المالية في البورصة الأمريكية والعالم[1].

ولقد عرف العالم خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين تدفقات معتبرة من رأس المال خاصة مع موجة التحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال حيث بلغ نصيب الدول النامية من هذه التدفقات حوالي 691 مليار دولار سنة 2007 وكان هذا بعد فترات التقهقر التي أعقبت أزمة المديونية العالمية سنة 1982 و1989 ما يقارب 8.8 مليار دولار بعدما كانت تفوق 34.5 مليار دولا مابين 1977 و1982م[2].

ويوضح الجدول التالي حجم التدفقات المالية الخارجية الخاصة إلى الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة الأخرى خلال الفترة (2015/2006).

[1] أحمد سيد النجار، تحديات التحرير المالي في الدول العربية، الاقتصاد العربي في مواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 1998، ص161.

[2] L' onagde Jacques, les mouvement internationaux de capitaux, Edition ,Economica, paris,1997, p1.

الجدول رقم(13): التدفقات المالية الخارجية الخاصة *إلى الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة الأخرى(2015/2006)

(مليار دولار)

	الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة الأخرى	إفريقيا جنوب الصحراء	وسط وشرق أوربا	رابطة الدول المستقلة	الدول النامية الأسيوية	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	أمريكا اللاتينية والكاريبي
2006	299.4	4.3	117.6	51.6	97.6	1.7-	85.8
2007	691	16.8	183.8	130.2	197.1	68.3	85.8
2008	278.8	22.3	157.7	98-	68.2	38.2	84.9
2009	236.8	16.1	37.2	62.7-	208.2	26.4	34.3
2010	600	14.7-	83.1	25.4-	409	16.3	128.9
2011	495.3	1.7-	93.9	64.9-	311.9	45.7-	200
2012	144.9	20.4	66.8	57.9-	14.4	35.6-	136.3
2013	419.9	14.5	69.3	43.6-	314.8	72.3-	137.9
2014	167	23.3	92-	42.3-	198	88-	148
2015**	531-	-	64-	-	561-	21-	115

*تشمل صافي تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وصافي إستثمارات المحافظ وصافي تدفقات إستثمارية أخرى للأجلين القصير والطويل

**حسب تقديرات Institue of international finance تم دمج افريقيا جنوب الصحراء مع الشرق الاوسط وشمال افريقيا ورابطة الدول المستقلة مع وسط وشرق اوربا

المصدر: الجداول الإحصائية الملحق (7/1)التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات(2011، 2012، 2013، 2014، 2015، 2016)

ومن الجدول نلاحظ تزايد حجم التدفقات المالية خلال الفترة (2006-2007) على مختلف الدول، أما ابتداء من سنة 2008 فقد شهدت هذه التدفقات إنخفاضا ملحوظا، حيث بلغت سنة 2008 نحو 278.8 مليار دولار في الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة التي تمثل أكبر الفئات استقطابا للاستثمارات وتدفقات رؤوس الأموال بعدما كانت 299.4 مليار دولار سنة 2006و691 مليار دولار سنة 2007، وبلغت سنة 2007 نحو68.3 مليار دولار الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بعدما كانت تمثل-1.7 مليار دولار سنة 2006كما يلاحظ إنخفاض حجم التدفقات المالية ابتداء من سنة 2008 و2009 لتسجل أدنى مستوياتها حيث وصلت في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا -45.7 مليار دولار سنة 2011 بعدما كانت تمثل 16.3 مليار دولار سنة 2010، لتواصل الانخفاض لتصل سنة 2014 الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة الأخرى إلى 167مليار دولار وإلى-88 مليار دولار الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا راجع إلى الأزمة المالية العالمية التي نتج عليها العديد من الآثار من بينها تراجع معدلات النمو الاقتصادي وتراجع حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات خروج رؤوس الأموال، وتراجع في الإيرادات

بالنسبة للدول البترولية والدول التي تعتمد على صادراتها في المواد الخام بسبب نقص الطلب عليها وتراجع معدلات النمو في الدول الصناعية الكبرى وانخفاض أسعار النفط إلى مادون 50دولار للبرميل ابتداء من سنة 2014 بعدما تجاوزت 100دولار للبرميل في السنوات السابقة، وفي سنة 2015 انخفضت حجم التدفقات المالية حيث بلغت حجم التدفقات المالية إفريقيا جنوب الصحراء والشرق الأوسط وشمال إفريقيا مجتمعة مسجلة ما قيمته-21مليار دولار-531مليار دولار الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة الأخرى وفي رابطة الدول المستقلة، و وسط وشرق أوربا -64مليار دولار، وباستثناء دول أمريكا اللاتينية والكاريبي التي حققت نمو قدر ب115مليار دولار ويعاب على تلك الاستثمارات والتدفقات المالية أنها تركزت في عدد محدود من الدول النامية، حيث استحوذت 5 أو 6 دول من مجموع الدول النامية على معظم الاستثمارات، وهي الصين، المكسيك، الأرجنتين، تايلاند، ماليزيا.

فالتراجع اقتصر على الدول العربية في غرب آسيا للعام السادس على التوالي، بسبب استمرار تدهور الأوضاع الأمنية في الدول المتأثرة مباشرة، مثل سوريا والعراق واليمن، إلى جانب تأثر الدول المجاورة والمنطقة بشكل عام، ويشمل ذلك دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي التي شهدت منذ بداية الأزمة الإقتصادية العالمية تراجعا نسبيا في الإستثمار الخاص، بالتزامن مع زيادات ملحوظة في الإستثمارات العامة، أما في الدول العربية الواقعة شمال إفريقيا، فشهدت تراجعا في التدفقات الخاصة، وبالأخص في ليبيا التي لا تزال تعاني من الإضطرابات الداخلية[1].

وإنخفاض أسعار البترول والمواد الخام في الأسواق الدولية فالإستثمارات الأجنبية غير المباشرة تحتاج إلى عناصر وعوامل ومزايا عديدة لغرض جذبها ودخولها إلى الأسواق المالية تتمثل في الأتي[2]:

-بنية تحتية مالية وتشريعية متطورة تشريعات سوق رأس المال للإستثمار في جميع الأوراق المالية المدرجة.

-ضمان سلامة الموجودات والأدوات التي يتم الإستثمار فيها.

-إمكانية أجراء عمليات المقاصة والتسوية وفق النظم العالمية.

-سهولة الدخول إلى الأسواق من حيث تبسيط الإجراءات.

-سهولة التحويل للعوائد والأرباح الموزعة.

-خدمات الحفظ الأمين والتسوية عبر المصارف ورقابة كافية على موجودات العملاء.

-معلومات محدثة حول السوق وأخبار الشركات عمليات الإفصاح المحاسبي والمالي.

-إمكانية فتح حسابات للملكية القانونية في مراكز إيداع الأوراق المالية وهي تؤدي إلى زيادة عمق وتنويع وسيولة سوق الأوراق المالية.

---

[1] استشراف الآفاق الاقتصادية العالمية والعربية(2015 -2016)في ظل تزاحم التحولات والمتغيرات، التقرير السنوي رقم8 ، الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية، أبريل2015 ، ص 32.

[2] صلاح الدين محمد أمين، الإبداع المالي في الأسواق المالية البنك الضامن نموذجا إطار معرفي وصفي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص ص 216-217.

4.مشاكل ظاهرة غسيل الأموال:

لقد تعرض العديد من الدول النامية عبر آليات التحرير المالي المحلي والدولي، إلى موجات من دخول أموال غير مشروعة فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف، وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية، وإنفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب إنفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال، ولغسيل الأموال له آثار سلبية على الإقتصاد الكلي ومتغيراته منها:

-إنتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي.

-إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من تنفيذ القوانين.

-إنتشار وتوسع الجريمة بكافة أشكالها الإقتصادية والإجتماعية.

-فقدان الثقة في السوق المالية المحلية.

-تحويل إتجاه المستثمرين إلى نشاطات إجرامية بأرباح مرتفعة.

-التهرب الضريبي من دخول الأموال المغسولة وخسارة في الإيرادات العامة للدولة.

5.مشاكل التعرض لموجات المضاربة:

لقد جاءت عمليات التحرير المالي، المحلي والدولي لتسهيل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، وبجانب ذلك حصل تسارع هائل في تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وكذلك الأدوات الأخرى من المشتقات المالية التي يتم التعامل بها على مدار الساعة، فعندما تغلق سوق طوكيو للأسواق المالية تفتح سوق لندن، وعندما تقفل هذه الأخيرة تنتقل الحركة إلى سوق نيويورك وهكذا تدور الحركة من جديد[1].

وفي الدول النامية التي تعتبر أضعف حلقات النظام الإقتصادي العالمي الجديد فإن هذه الدول أصبحت مضمارا جيدا للمضاربات على ضوء إجراءات العولمة المالية مع بداية التسعينيات من القرن العشرين، بحيث يحقق المضاربون في عملات هذه الدول وأوراقها المالية المتداولة في أسواقها المالية أرباحا كبيرة جدا.

6.مخاطر انتشار الأزمات المالية:

لقد أكدت الشواهد أن الأزمات المالية التي تضرب بورصة معينة ستمتد لتضرب بورصات أخرى في مختلف مناطق العالم وقد بات يطلق على هذه الظاهرة تسمية "عدوى الأزمات" ويعبر عليها كذلك بأثر الدومينو، ويعد التكامل بين البورصات من خلال الإدراج المزدوج والمتعدد لأسهم الشركات في بورصات مختلفة إضافة إلى فتح هذه البورصات أمام المتداولين الأجانب محفزا لإنتقال الفزع بين البورصات فعندما تصاب بورصة بالإنهيار ويخسر المتداولون مبالغ كبيرة يتوقع المضاربين في البورصات المجاورة أن هذا ما سيحدث داخل بورصاتهم فيهرعون بدورهم للتخلص عن ما في

[1] أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

حوزتهم من أوراق مالية، وهذا ما تؤكده الوقائع داخل البورصات في العالم حيث عادة ما نسمع أن أداء البورصات الأوربية إفتتح على إنخفاض يعوزوه الخبراء إلى إنخفاض أداء البورصات الآسيوية.

7.أثر إتفاقية الجات على تحرير تجارة الأوراق المالية:

تنص قرارات جولة الأرغواي في إتفاقية الجات(كما جاءت في 15ديسمبر1993) على تحرير الخدمات المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات نظرا لزيادة عدد الدول الأعضاء في الإتفاقية، فمن المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية وإلغاء القيود والعوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية والبورصات مستقبلا، وسوف يؤدي ذلك إلى ما يلي[1]:

-الإتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.

-الإتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليون والشركات المالية الدولية.

-التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول.

-حتمية الإفصاح المالي والإتصالات الدولية.

ومن المتوقع في ظل هذه القوى الجديدة زيادة حجم التداول في البورصات مع الإتجاه نحو تشابكها مع البورصات العالمية، لذلك تظهر أهمية منافسة آليات الربط لتوسيع قاعدة أسواق المال وربط حلقات الطلب والعرض على الأوراق المالية المختلفة.

المطلب الرابع: مؤسسات التمويل الإقليمية في الدول العربية

يحرص الصندوق في إطار التزامه بالعمل على تحقيق أهداف إتفاقية إنشائه وتطوير وتوسيع أنشطته المختلفة وفق ما تقتضيه الإحتياجات المتغيرة للدول الأعضاء وما تمليه متطلبات التنمية المحلية فيها والتطورات في البيئة الإقتصادية الدولية.

1.صندوق النقد العربي(AMF):

يعتبر صندوق النقد العربي أهم مؤسسة تمويل في الوطن العربي سنتطرق إليها فيما يلي:

1.1.نشأته:

أبرمت إتفاقية إنشاء صندوق النقد العربي في أفريل سنة 1976 ووضعت موضع التنفيذ في أفريل 1979 بهدف مساعدة الدول العربية الأعضاء على مواجهة العجز في موازين مدفوعاتها، وصياغة أساليب التعاون العربي في المجالين النقدي والمالي بما يحقق المزيد من خطى التكامل الإقتصادي العربي، وتعجيل حركة النمو الإقتصادي في هذه الدول[2].

وبالتعريف صندوق النقد العربي" هو مؤسسة نقدية عربية يسعى لتصحيح الإختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء وتحقيق الإستقرار في أسعار صرف عملات الدول العربية وتحقيق التعاون النقدي العربي "[3].

---

[1] فريد النجار، البورصات والهندسية المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 162-163.

[2] جمال جويدان الجمل،الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،عمان، الأردن، 2002، ص 113.

[3] اتفاقية صندوق النقد العربي، ص 8.

وبموجب أحكام المادة(54)من إتفاقية إنشاء صندوق النقد العربي، أصبح العمل بها نافذا إعتبار من العشرين من شهر أفريل سنة 1977 وذلك بعد شهرين من إيداع وثائق التصديق على الإتفاقية من قبل دول أعضاء لا يقل مجموع إكتتابها عن 55 % من رأسمال الصندوق المصرح به، وبدأ الصندوق أعماله بعد الإجتماع الأول لمجلس محافظيه الذي انعقد خلال يومي 18 و 19 من ذلك الشهر[1].

وأنشأت الدول العربية صندوق النقد العربي رغبة منها في إرساء المقومات النقدية للتكامل الإقتصادي العربي، ودفع عجلة التنمية الإقتصادية في جميع الدول العربية ويعد إنشاء الصندوق ثمرة للجهود التي بذلتها الدول العربية في مجال التعاون النقدي والمالي منذ منتصف عقد الأربعينات من القرن الماضي، وقد عكست إتفاقية الصندوق الجهود السابقة في هذا المجال والأفكار التي إرتكزت عليها، والأغراض التي إستهدفت تحقيقها متأثرة في ذلك بالتطورات الإقتصادية الدولية والعربية، وما أفرزته من تحديات للإقتصاديات العربية خلال تلك المراحل من مراحل نموها وللعمل الإقتصادي العربي المشترك ولذلك، تميزت الإتفاقية بشمولية الأغراض التي أوكلت للصندوق مسؤولية العمل على تحقيقها ومرونة الوسائل التي أتاحتها له للإعتماد عليها في سبيل تحقيق هذه الأغراض، ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيه 22 دولة عربية هي الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سورية، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن، جمهورية القمر.

2.1.مجالات عمل الصندوق:

نصت إتفاقية إنشاء الصندوق على العديد من المجالات التي تندرج ضمن نطاق التعاون النقدي العربي ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- تمويل العجز الكلي في موازين المدفوعات للدول الأعضاء عن طريق تقديم قروض قصيرة ومتوسطة الأجل وبشروط ميسرة.
- إصدار الكفالات لصالح الدول الأعضاء لتعزيز إقتراضها من المصادر المالية الأخرى.
- التوسط في إصدار القروض في الأسواق المالية العربية والدولية لحساب الدول الأعضاء وضماناتها.
- تقديم المشورة للدول الأعضاء في المجلات النقدية المختلفة بهدف إستثمار الموارد المالية وتشجيع حركة رؤوس الأموال فيما بينها وتنسيق مواقفهم إزاء المشكلات النقدية والمالية العالمية.

[1] صندوق النقد العربي نشأته وأهدافه ونشاطه، إصدارات صندوق النقد العربي، يونيو 2003، ص3.

3.1.أهداف الصندوق:

يعد الصندوق منظمة إقليمية عربية تسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها ما يلي[1]:

-معالجة الإختلالات الحاصلة في موازين المدفوعات للدول الأعضاء.

-تحقيق إستقرار في أسعار صرف العملات العربية، وقابلية التحويل فيما بينها.

-العمل على تحرير وتنمية المبادلات التجارية والمدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء.

-إرساء السياسات وأساليب التعاون النقدي العربي بما يحقق مزيدا من خطى التكامل الإقتصادي، ودفع عجلة التنمية الإقتصادية العربية فيها.

-تطوير الأسواق المالية العربية، ودراسة سبل توسيع إستعمال الدينار العربي.

-إبراز المنطقة العربية للعالم ككتلة نقدية موحدة تعطى لأعضائها قدرة أكبر على المساهمة في تحديد النظام النقدي الدولي، وتحمي مصالحها من التيارات الإقتصادية والنقدية العالمية.

ويعتمد الصندوق في سبيل تحقيق أهدافه على الوسائل التالية[2]:

ا.تقديم التسهيلات القصيرة والمتوسطة الأجل للدول الأعضاء للمساعدة في تمويل العجز الكلي في موازين مدفوعاتها مع باقي دول العالم الناجم عن تبادل السلع والخدمات ومبالغ التحويلات وإنتقال رؤوس الأموال.

ب.إصدار الكفالات لصالح الدول الأعضاء تعزيزا لإقتراضها من المصادر المالية الأخرى من أجل تمويل العجز الكلي في موازين مدفوعاتها.

ت.التوسط في إصدار القروض في الأسواق المالية العربية والدولية لحساب الدول الأعضاء وبضماناتها.

ث.تنسيق السياسات النقدية للدول الأعضاء وتطوير التعاون بين السلطات النقدية في هذه الدول.

ج.تحرير وتنمية المبادلات التجارية والمدفوعات الجارية المترتبة عليها وتشجيع حركة إنتقال رؤوس الأموال بين الدول الأعضاء.

ح.يخصص الصندوق ما يكفي من موارده المدفوعة بعملات الدول الأعضاء لتقديم التسهيلات الإئتمانية اللازمة لتسوية المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء وفقا للقواعد والنظم التي يقرها مجلس المحافظين وفي إطار حساب خاص يفتحه الصندوق لهذا الغرض.

خ.إدارة أية أموال تعهد بها إليه دولة عضو أو دول أعضاء لصالح أطراف أخرى عربية أو غير عربية بما يتفق مع أهداف الصندوق، ويضع الصندوق بالإتفاق مع الدولة العضوة أو الدول الأعضاء ذات العلاقة الترتيبات اللازمة لإدارة هذه الأموال ويفتح حسابات خاصة لهذا الغرض.

د.عقد مشاورات دورية مع الدول الأعضاء بشأن أحوالها الإقتصادية والسياسات التي تنتهجها بما يساعد على تحقيق أهداف الصندوق والدول المعنية.

---

[1] جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 114.

[2] اتفاقية صندوق النقد العربي، المادة (5)، ص ص 32-33.

ذ.القيام بالدراسات اللازمة لتحقيق أهداف الصندوق.

ر.تقديم المعونات الفنية للأجهزة النقدية والمصرفية في الدول الأعضاء.

4.1.نشاط عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية:

يرتكز عمل صندوق النقد العربي في مجال الأسواق المالية العربية في النقاط التالية[1]:

-أولى الصندوق منذ إنشائه إهتماما كبيرا لتطوير الأسواق المالية العربية التابعة له نتيجة لقناعته بأهمية الدور الذي يمكن لهذه الأسواق أن تلعبه في تعبئة المدخرات المحلية وحشدها في شكل إستثمارات طويلة الأمد، وتوجيهها نحو القطاعات الإقتصادية الأكثر كفاءة ومردودية، وفي خلق وزيادة الوعي الإدخاري والإستثماري لدى المواطنين، بالإضافة إلى جذب الإستثمارات الأجنبية، ومما زاد في أهمية تطوير إنشاء هذه الأسواق السياسات التي إتبعتها الدول الأعضاء في إطار برامج التصحيح الرامية إلى الإعتماد على آلية السوق في تخصيص الموارد، وتعزيز دور القطاع الخاص في النشاط الإقتصادي، والإعتماد على آلية السوق لسد الإحتياجات التمويلية للقطاعات الإقتصادية، كذلك، فإن الإتجاه المتزايد في الدول الأعضاء لتخصيص المؤسسات الحكومية ومؤسسات القطاع العام أضاف إلى أهمية وجود أسواق للأوراق المالية يمكن من خلالها طرح أسهم هذه المؤسسات للإكتتاب العام، وقد إنطلقت قاعدة البيانات في مطلع سنة 1995 بمشاركة أسواق الأوراق المالية للدول الأعضاء، وهي الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب، ثم إنضمت إلى قاعدة البيانات بعد ذلك أسواق الأوراق المالية في السعودية ولبنان ومصر تبعتها أسواق الأوراق المالية في قطر وأبو ظبي ودبي والسودان والجزائر، ومع إنطلاق قاعدة البيانات، بدأ الصندوق بإصدار نشرة فصلية حول أنشطة وأداء هذه الأسواق والتطورات الإقتصادية ذات العلاقة.

-تتضمن النشرة في كل عدد منها فصلا خاصا عن أحد الأسواق المشاركة يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الإستثمار في الأوراق المتداولة فيه ليكون بمثابة دليل للمستثمر.

-يشترك صندوق النقد العربي مع صندوق النقد الدولي في أهداف الحفاظ على الإستقرار المالي والإقتصادي الكلي، وتعجيل التقدم نحو تحقيق نمو إقتصادي إحتوائي واسع النطاق، وخلق فرص العمل في المنطقة العربية، بالإضافة إلى دعم الجهود في مجال بناء القدرات، وتنص مذكرة التفاهم على أن يواصل صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي إتاحة فرص التدريب للمسؤولين العرب، ودعم الجهود المبذولة لتطوير أسواق رأس المال المحلية في البلدان العربية، وتوثيق التعاون بشأن مبادرة الإحصاءات العربية "عربستات "التي تهدف إلى إقامة نظم إحصائية ذات كفاءة في المنطقة، ويعتزم الطرفان أيضا إجراء أعمال تحليلية مشتركة ليسترشد بها وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية العربية، وتنظيم فعاليات عالية المستوى حول الموضوعات ذات الإهتمام المشترك وذات الأولوية بالنسبة للمنطقة.

[1] صندوق النقد العربي نشأته وأهدافه ونشاطه، إصدارات صندوق النقد العربي، يونيو 2003، ص ص 11-12.

5.1.آليات عمل الصندوق ونشاطاته في مجال تطوير الأسواق المالية العربية

يستعمل الصندوق لخدمة دوله الأعضاء الوسائل والموارد المتاحة له من خلال القنوات والآليات، وتولي الدول العربية أهمية كبيرة لضرورة تطوير أسواقها المالية من منطلق قناعتها بالدور المحوري الذي يمكن لهذه الأسواق أن تلعبه في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الإقتصادية الأكثر كفاءة ومردودية والمشروعات ذات الجدوى الإقتصادية والربحية المجزية والمساهمة في خلق وزيادة الوعي الإدخاري والإستثماري الوطني، وتجسيدا لتلك القناعة ولتقديم المساعدة لدوله الأعضاء في هذا المجال، تبّنى الصندوق منذ عدة سنوات
برنامج عمل من عدة محاور هي[1]:

-المحور الأول: الهدف منها القيام بالدراسات والمسوحات الميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاعها وإستخلاص سبل عملية لتطويرها وللتنسيق فيما بينها، ولقد أجرى الصندوق بالتعاون مع مؤسسات عربية وأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء، وقد حّددت هذه الدراسات والمسوحات مجموعة من المعوقات التي تحول دون تطور الأسواق المالية العربية تشتمل على:

ا.قصور في الأنظمة التشريعية المنظمة للأسواق.

ب.ضيق الأسواق، من حيث قلة الشركات المدرجة.

ت.ضعف أو غياب الأسواق الثانوية.

ث.محدودية الأدوات الاستثمارية.

ج.عدم تطور مؤسسات الوساطة المالية وأوضاع الأسواق.

-المحور الثاني: فيتّجسد في جهود الصندوق لمعالجة ندرة البيانات وشفافيتها، ذلك أن البيانات الدقيقة والوافية عن الأسواق المالية العربية تساهم في تطويرها وانتشار الوعي الاستثماري فيها لذلك أنشأ الصندوق قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بالبنك الدولي، وفي مطلع سنة 1995 بدأ العمل بالقاعدة التي غّطت ستة أعضاء هي الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب، وانضم لها فيما بعد كل من لبنان والسعودية ومصر مع هذه الانطلاقة باشر الصندوق بإصدار نشرة ربعية حول نشاطات وأداء هذه الأسواق والتطورات الإقتصادية ذات العلاقة، وقد أصدر الصندوق منذ إنشاء القاعدة 24 عدداً فصلياً من هذه النشرة.

-المحور الثالث: ويتّعلق بمساعي الصندوق للمساهمة في تنشيط التداول في الأسواق المالية العربية وزيادة الأوراق المالية المتداولة وتوسيع قاعدة المستثمرين فيها، ولتلك الغاية أنشأ الصندوق في سنة 1995 الشركة العربية لتقييم الملاءة الإئتمانية، بالإشتراك مع كل من مؤسسة " إيبكا " المتخصّصة في هذا المجال ومؤسسة التمويل الدولية، والجدير بالذكر أن تقييمات الملاءة وتصنيف المقترضين على أساسها تساهم في حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين

[1] صندوق النقد العربي، موجز تعريفي بمناسبة اليوبيل الفضي 1976-2001، ص ص 3-4.

في الأسواق المالية العربية وفي تعزيز قدرة أجهزة الرقابة في عملية الإشراف والرقابة على نشاط المؤسسات المالية المصّدرة للأوراق المطروحة للتداول.

2.إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

الإتحاد هو تجمع بين هيئات الأوراق المالية العربية، يساهم في تعزيز التنمية والتكامل الإقتصادي العربي عن طريق السعي إلى تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في الأسواق المالية العربية والإرتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية، ويساهم الإ تحاد في تْيسِير سبل التعاون في تنظيم الإصدارات العامة للأوراق المالية، وتشجيع إنشاء وتطوير شركات الخدمات المالية المتخصصة بما فيها متعهدي التغطية والتسويق للإصدارات الجديدة، وكذلك الإدراج والتداول المشترك في الأسواق العربية وتعزيز الإستثمارات البينية، ونشر الوعي الإستثماري لدى المستثمرين في كافة الدول المنضوية تحت لواء الإتحاد.

1.2.تأسيس إتحاد هيئات الأوراق المالية وأهدافه:

تمت الموافقة على تأسيس إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية في30 جانفي2007، وأن تكون دولة الإمارات العربية المتحدة المقر الرئيسي للإتحاد وأمانته العامة، وذلك بناء على موافقة مجلس الوزراء بالقرار رقم 10/85لسنة2007، فبتاريخ 30 جانفي2007 تم عقد الإجتماع التأسيسي بمدينة أبو ظبي وشارك في الإجتماع رؤساء ومسؤولي هيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية بكل من المملكة الأردنية الهاشمية، ودولة الإمارات العربية المتحدة، والجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المملكة العربية السعودية، والجمهورية العربية السورية، وجمهورية العراق، وسلطنة عمان، ودولة فلسطين، ودولة قطر، ودولة الكويت، وجمهورية مصر العربية[1]. بهدف إيجاد آلية تساهم في تعزيز التنمية والتكامل في الأسواق المالية العربية، وتشجيع الإدراج والتداول المشترك، بما يعزز الإستثمارات البينية.

2.2.أهداف الإتحاد

يهدف إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية إلى تحقيق الأهداف التالية[2]:

-الإرتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية.

-العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة في الرقابة على المعاملات في الأسواق المالية العربية.

-تبادل المعلومات والمساعدات الفنية والخبرات والتنسيق والتعاون بين الأعضاء لتحقيق الإنسجام في القوانين والأنظمة، وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار في الأسواق المالية العربية، وتطبيق المعايير الدولية وتعميق مفهوم الإفصاح والشفافية.

-تعزيز الإستقلالية والحماية للهيئات الرقابية والعاملين فيها، والإرتقاء بالمستوى المهني للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

[1] من الموقع: http://www.sca.ae/arabic/internationrelations/pages/arab.aspx ، اطلع عليه بتاريخ: 2015/08/23.

[2] اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، التقرير السنوي، 2007، ص 2.

3.2.مهام الاتحاد:

يسعى إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية للقيام بالمهام التالية[1]:

-السعي لتطوير أعمال أسواق الأوراق المالية وتفعيل دورها على المستويات التشريعية والتنظيمية والرقابية.

-إيجاد قنوات إتصال بين الأعضاء بما يحقق الأهداف المرجوة.

-التعاون في مجال تنظيم الإصدارات العامة للأوراق المالية وتداولها.

-تشجيع إنشاء وتطوير شركات الخدمات المالية المتخصصة.

-نشر الوعي الإستثماري بين مواطني دول الإتحاد.

-إقامة الندوات الإقليمية والعالمية ذات العلاقة.

[1] اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، التقرير السنوي، 2007، ص 2.

المبحث الخامس: أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومؤشراتها خلال الفترة(2006-2015)

شهدت أسواق الأوراق المالية عدة تطورات من حيث الأطر التشريعية والتنظيمية عرفت خلالها جملة من التطورات والتغيرات في مستوى الأداء وفي مستوى التطور التنظيمي سنتطرق إليها من خلال العديد من المؤشرات فيما يلي:

المطلب الأول: مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

توجد العديد من المؤشرات التي تعكس تطورات الأداء في الأسواق المالية ولأغراض البحث نستخدم عدد من هذه المؤشرات.

1.أداء أسواق الأوراق المالية العربية ومؤشراتها

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الأداء تطورات عديدة، سنحاول التطرق لأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال المؤشرات الموالية كما يلي:

-المؤشر الأول: القيمة السوقية

يعبر هذا المؤشر عن مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط أسعار إغلاقها في نهاية المدة، ويعتبر المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق، إذ كلما إرتفعت قيمة هذا المؤشر دل على إرتفاع حجم السوق، وإرتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاسا لإتساع حجم المعاملات المالية أو كلاهما معا.

-المؤشر الثاني: حجم التداول

يمثل حجم التداول قيمة الأسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة ويعد من المؤشرات التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق وإحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، فهو يعكس سيولة السوق.

-المؤشر الثالث: عدد الشركات المدرجة

ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق أن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه إستخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي السوقية لتلك الشركات صغيرا.

-المؤشر الرابع: معدل دوران الأسهم

أي إجمالي الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة، فهو يدل على سيولة السوق ويعبر هذا المؤشر على سهولة تداول الأوراق المالية بيعا وشراء لتشجيع المستثمرين على الإستثمار في البورصة، حيث أن إرتفاع نسبة الدوران يدل على كثافة التداول في البورصة.

-المؤشر الخامس: مؤشر أهمية القيمة السوقية للسهم في الاقتصاد

أهمية القيمة السوقية للسهم في الإقتصاد تساوي القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي.

-المؤشر السادس: المؤشر المركب لصندوق النقد العربي: يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في خمسة عشرة سوقا، وهي الأسواق في كل من الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعمان والكويت، ولبنان ومصر والمغرب وأبو ظبي ودبي وقطر والسودان والجزائر وفلسطين، ويعتمد الصندوق في إحتساب المؤشر المركب على منهجية إحتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة بيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية، ويتم إختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية: القيمة السوقية، معدل دوران السهم، تصنيف الشركات قطاعيا.ويتم إحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة، ويحتسب الصندوق مؤشراته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم إحتساب المؤشر.

والجدول الموالي يلخص أداء الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي للفترة (2006-2015).

جدول رقم (14): أداء أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2006 -2015)

	القيمة السوقية*	قيمة الأسهم المتداولة**	عدد الشركات المدرجة	معدل دوران الأسهم(%)	أهمية القيمة السوقية للسهم في الإقتصاد	المؤشر المركب
2006	888.1	1685	1623	189	64.79	237.3
2007	1339	1111.85	1550	83	84.44	328.7
2008	769.6	997.87	1542	39	38.6	166.2
2009	903.4	654	1493	72	51.8	196.3
2010	997.15	381.02	1411	38.2	49.79	240.04
2011	894.13	393.4	1392	44	47.5	213.36
2012	940.49	624.4	1358	66.4	197.3	226.40
2013	1137.74	534.9	1360	47	41.1	299.18
2014	1202.89	835.33	1405	69.4	54.1	325.68
2015	1068	118.7	1500	11.11	43.97	197.05

المصدر: من إعداد الطالب، حسابات بالإعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي والتقرير الإقتصادي العربي الموحد، إصدارات مختلفة(2006-2015).

*القيمة السوقية مليار دولار

** قيمة الأسهم المتداولة مليار دولار

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2006-2015) تميزت بما يلي:

ا.القيمة السوقية: تطور مؤشر القيمة السوقية الذي يعكس حجم هذا السوق، ويتضح من خلال هذا الجدول أن حجم هذا السوق قد شهد اتساعا كبيرا مقارنة ببداية التسعينيات من القرن الماضي، غير أن هذا التطور عرف تذبذبا في الفترة محل الدراسة حيث تطور ونما باستمرار في سنوات الدراسة (2006-2015) فيما يتعلق بأحجام أسواق

الأوراق المالية العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق في نهاية سنة2007 بنسبة 50.7% لتبلغ نحو 1339مليار دولار، مقارنة بنحو 888.1 مليار دولار بنهاية سنة2006، لتسجل انخفاضا في نهاية 2008بنسبة 42.5% لتبلغ نحو769.6 مليار دولار ونجم هذا الانخفاض عن تراجع ملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية ارتفاع أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وذلك في أعقاب الأزمة المالية العالمية، كما سجلت القيمة السوقية ارتفاعاً خلال سنة 2009 لتبلغ 997.15مليار دولار، ثم ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية خلال الربع الرابع لسنة 2010 بنسبة 10.37% لتبلغ نحو 983.8 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2010 أما بالمقارنة مع نهاية سنة2009، فإن القيمة السوقية الإجمالية لهذه الأسواق، تكون قد ارتفعت بنسبة10.37% خلال سنة 2010، لتسجل في نهاية الربع الرابع لسنة 2011 انخفاضا بشكل طفيف وبنسبة بلغت نحو 10.33%، لتبلغ نحو 894.13 مليار دولار في نهاية ديسمبر2011، أما في نهاية سنة2012، فقد شهدت ارتفاعا بنسبة 5.18%، لتبلغ نحو 940.49 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2012، أما في سنة 2013 فقد عرفت ارتفاعا ملموساً لتصل هذه القيمة إلى نحو 1137.74 مليار دولار، ومما هو جدير بالذكر أن هذه القيمة السوقية تعتبر هي الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف سنة2008 ،كما سجلت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع الأسواق المالية العربية ارتفاعا ملموسا خلال نفس الفترة بلغت نسبته5.72% لتصل هذه القيمة إلى 1202.89مليارر دولار في نهاية الربع الرابع لسنة 2014، وسجلت القيمة السوقية انخفاضا بنحو 134.89مليار دولار لتصل إلى 1068مليار دولار بنهاية 2015.

2.قيمة الأسهم المتداولة: شهدت البورصات العربية تطورات ملحوظة في حجم النشاط، حيث يلخص الجدول السابق أحجام وقيمة التداول في السوق الثانوية خلال الفترة (2006-2015)، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2007 نحو 1111.85 مليار دولار، أي بنسبة إنخفاض بلغت نحو 34.01 %، مقارنة مع قيمة تداولات سنة2006 أي كانت تمثل 1685مليار دولار، وتشير البيانات إلى أن هذا الانخفاض حصل بالرغم من إرتفاع قيمة التداولات بنحو 37.2 % خلال الربع الرابع من سنة 2007 ، وبذلك يكون انخفاض إجمالي قيمة التداولات خلال سنة 2007 ككل هو نتيجة لانخفاض قيمة التداول خلال الأرباع الثلاثة الأولى من سنة2007 في عدد من الأسواق الرئيسية، وخاصة سوق الأسهم السعودي، كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 نحو 997.87 مليار دولار، مسجلة نسبة إنخفاض بلغت نحو 10.25%، مقارنة مع قيمة تداولات 2007 ، لتعرف انخفاضا خلال سنة 2009 نحو 654 مليار دولار، أي إنخفاض بلغ نحو 34.5 % ، مقارنة مع سنة2008، لتعرف مؤشرات التداول والسيولة، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال الرابع 2010 نحو 381.02 مليار دولار، ويعود جزء من هذا الإرتفاع في نشاط التداول لإعتبارات موسمية، حيث غالباً ما يشهد الربع الأخير زيادة في نشاط التداول تمهيداً للنتائج المالية للشركات، كما تحسنت مؤشرات التداول والسيولة خلال 2011 فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة نحو 393.4 مليار دولار، كما شهدت مؤشرات التداول والسيولة 2012 ارتفاعا نحو 624.4 مليار دولار، مسجلة بذلك نسبة

إرتفاع تجاوزت 58.71 % ،لم تتحسن مؤشرات التداول والسيولة تزامنا مع التحسن الملموس الذي حققته غالبية الأسواق المالية العربية على صعيد المؤشرات السعرية والقيم السوقية،وذلك خلال 2013 فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو534.9مليار دولار، مسجلة بذلك بعد ذلك إرتفاعا سنة 2014 تشير البيانات إلى أن هناك ارتفاعا في نشاط التداول في غالبية الأسواق المالية العربية فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الرابع لسنة 2014 نحو 835.33مليار دولار وفي هذا السياق فقد شهدت معظم الأسواق إرتفاعا في قيمة التداولات باستثناء بورصات السعودية والجزائر ودبي ولبنان، وخلال سنة2015 بلغت قيمة الأسهم المتداولة 2015 نحو 118.7مليار دولار أي تحسن بـ14مليار دولار مقارنة بالسنة السابقة.

3.عدد الشركات المدرجة: بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد بلغ 1623شركة مدرجة سنة 2006 لينخفض سنة 2007 ليبلغ 1550 ليعاود الانخفاض في نهاية سنة 2008 ليبلغ1542 شركة ونجم هذا الإنخفاض في أعقاب الأزمة المالية العالمية، ليواصل الإنخفاض في نهاية سنة 2009 ليبلغ 1493، وهو ما يرتبط بصورة رئيسية بشطب عدد من الشركات لدى البورصة المصرية، إلى جانب الإنخفاض الملحوظ في عدد الشركات الجديدة خلال هذا العام مقارنة بالأعوام القليلة السابقة والتي شهدت نمواً ملحوظاً في الإصدارات الأولية لشركات حديثة التأسيس،كما بلغ1411 شركة في نهاية 2010، كما إرتفع هذا العدد في نهاية سنة 2011 ليبلغ 1460 شركة، كما إرتفع هذا العدد ليبلغ 1358 شركة في نهاية 2012، فقد إرتفع هذا العدد ليبلغ1360 شركة في سنة 2013، وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد سجل هذا العدد ارتفاعا ليبلغ 1405 شركة في نهاية ديسمبر 2014 ليواصل الإرتفاع التدريجي فقد وصل عدد الشركات المدرجة إلى 1500شركة في نهاية 2015.

4.معدل دوران الأسهم:

يلاحظ من خلال الجدول رقم (14) أن معدل الدوران في الفترة (2006-2015) عموما ظل يتذبذب بين الإرتفاع والإنخفاض بالرغم من الإرتفاع المستمر لرأس المال السوقي وذلك نظرا لتركز التداول على بعض أسهم الشركات الرائدة والقوية، مما يفسر بطء التداول، أضف إلى ذلك وجود نسبة كبيرة من الشركات المغلقة أي العائلية والتي يقتصر إقتناء وتداول أسهمها على عدد محدود من المستثمرين، ويلاحظ من خلال الجدول رقم (14) أن معدل الدوران للأسهم في الأسواق المالية العربية مجتمعة يتميز بالإنخفاض والتذبذب، فإذا أخذنا على سبيل المثال معدل الدوران في سنة 2006 بلغ 189%، كما يلاحظ من خلال نفس الجدول أن معدل الدوران ظل يتطور مع تطور نشاط السوق حيث أنه ظل ينخفض في الفترة (2007-2009) أين إنتقل إلى 83 % سنة 2007 وبلغ 72% سنة 2009، وهي أعلى نسبة تسجلها البورصات العربية بعد الأزمة المالية العالمية ليعود إلى الإنخفاض مسجلا 38.2% سنة 2010، ثم أخذ في الإنخفاض والتذبذب إبتداء من سنة 2011 أين سجل 44 % ليصل إلى 11.11% سنة 2015، (أي بإنخفاض قدره60.69% مقارنة بسنة 2009) ، مما يدل أن معدل الدوران يقدم صورة تدل عن تزايد حجم السيولة في سوق التداول مع تزايد في حجم نشاط التداول.

5.أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد:

بالنسبة معدل رأس المال السوقي (نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي)، والتي تعتبر من أهم المؤشرات التي لقياس كفاءة أداء الأسواق المالية، وتستخدم أيضا لإبراز حجم السوق من الاقتصاد، فمن خلال الجدول رقم (14) نلاحظ أن الارتفاع المستمر لهذه النسبة ولكن دون أن تصل إلى أكثر من 100% أي أن يكون رأس المال السوقي اكبر من الناتج المحلي والذي يتواجد فقط في الأسواق المالية المتقدمة، غير أن حجم هذا السوق قد شهد اتساعا كبيرا، وأن هذا التطور عرف تذبذبا في الفترة محل الدراسة من حيث تطور معدل رأس المال السوقي حيث كانت هذه النسبة سنة 2006 نحو64.79% لترتفع سنة 2007 مسجلة 84.44% حيث كانت أعلى قيمة لها في هذه السنة وهو ما يؤكد ازدياد اتساع هذه السوق، وازدياد الإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية، وهو ما يؤكد الدور المتزايد لهذه السوق في التنمية الإقتصادية، ثم بدأت هذه النسبة في الإنخفاض والتذبذب وذلك بسب تداعيات الأزمة المالية والأوضاع السياسية والإقتصادية التي عرفتها مصر لتصل إلى 38.6 % سنة 2011، وهي أدنى نسبة تعرفها السوق، وقد سجل رأس المال السوقي نحو 54.1 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2014، و43.97% سنة 2015وهذا بسبب انخفاض أسعار الأسهم في السوق وأيضا إنخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية مجتمعة.

6.المؤشر المركب:

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بنسبة 38.3% ليصل إلى 328.7نقطة في نهاية سنة 2007، مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية سنة 2006، ونجم هذا الارتفاع عن التحسن الكبير في أداء غالبية الأسواق المالية العربية وارتفاع أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، على أعقاب الانخفاض الكبير الذي شهدته معظم هذه الأسواق خلال سنة 2006، وفي سنة2008 انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 49.4% ليصل إلى 166.2 نقطة، مقارنة مع نهاية سنة 2007، ونجم هذا الانخفاض عن التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، وذلك في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وفي سنة 2009 وبالمقارنة مع سنة 2008 ارتفع المؤشر المركب ليبلغ نهاية 2009 نحو196.3 نقطة أي بارتفاع قدر بـ18.1% بفعل تحسن الأداء في بعض الأسواق العربية، ليواصل الارتفاع في سنة 2010 ليبلغ نحو 240.04 نقطة، أي ارتفاع بنسبة 36.03% عن نهاية سنة 2009، وقد جاء ذلك منسجماً مع حركة الصعود التي شهدتها معظم البورصات العالمية والناشئة خلال سنة2010، وشهد المؤشر استقراراً نسبياً خلال الربع الرابع لسنة2011، مع تسجيل انخفاض بلغت نسبته نحو11.11% بنهاية 2011 بالمقارنة مع نفس الفترة من العام السابق، وقد كان أداء هذا المؤشر متماشياً بشكل كبير مع أداء غالبية مؤشرات البورصات العالمية، وفي سنة 2012 ارتفع المؤشر بنسبة طفيفة بلغت نحو 6.11% ليبلغ226.4 نقطة مقابل 213.36 نقطة نهاية سنة 2011، وقد جاء أداء الأسواق المالية العربية بالمجمل اضعف بالمقارنة مع معظم الأسواق المالية في الاقتصاديات المتقدمة خلال نفس الفترة، وفي سنة 2013 استمر الأداء الايجابي لغالبية الأسواق المالية العربية حيث سجل المؤشر 299.19 نقطة أي بارتفاع بـ32.14%

بالمقارنة مع سنة 2012 حيث حققت مؤشرات أداء معظم الأسواق المالية العربية تحسناًملحوظاً، ووصلت مؤشرات أسعار العديد من هذه الأسواق وقيمها السوقية الأسواق إلى مستويات قياسية جديدة لم تسجلها منذ الأزمة المالية العالمية في منتصف سنة 2008، وفي سنة 2014 استمر الأداء الايجابي لغالبية البورصات العربية وبوتيرة أقوى مقارنة مع سنة 2013 وارتفع بدوره ليحقق 325.68 نقطة أي بارتفاع بنحو 15.7 %، وهي نتيجة للأداء الجيد لمعظم الأسواق المالية العربيةمجتمعةً ، حيث جاءت بشكل واضح وأفضل من أداء معظم الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة، وفي سنة 2015 انخفض المؤشر ليبلغ 197.05نقطة أي بانخفاض بـ39.5 عن سنة 2014، وهذا بسبب تراجع الأداء في معظم الأسواق المالية العربية وبانخفاض أسعار النفط الذي تعتمد عليه بعض الدول العربية.

وعموما فقد شهدت معظم المؤشرات تحسنا خلال الفترة(2006-2007)، وإبتداء من سنة 2008شهدت معظم هذه المؤشرات تراجعاً ملحوضاً ويعود ذلك للأزمة المالية العالمية كأحد الأسباب الأساسية التي ساهمت في إنخفاض معظم البورصات العالمية بما فيها البورصات العربية نتيجة لإرتباط الأسواق المالية ببعضها البعض.

ومن خلال ما سبق نستنتج ما يلي:

-القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية تبقى متوسطة إذا ما قورنت بالقيمة السوقية للبورصات العالمية ولكنها تبقى مشجعة، ولا يعود ذلك لإرتفاع الأسعار فقط وإنما كذلك لقبول أسهم وإنضمام بورصات جديدة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

-ضيق حجم السوق، وذلك بسبب محدودية عرض أدوات الإستثمار المالي ومحدودية الطلب عليها.

-ضعف آليات السوق: كنقص مؤسسات الوساطة المتخصصة في التسويق والتوزيع للأوراق وتغطية الإصدارات وتوفير الإستشارات وتوجيه الإستثمارات ودعم الشركات المتعثرة.

-إبتداء من سنة 2008 شهدت معظم هذه المؤشرات تراجعاً ملحوضاً ويعود ذلك للأزمة المالية العالمية كأحد الأسباب الأساسية التي ساهمت في إنخفاض أداء معظم البورصات العالمية بما فيها البورصات العربية نتيجة لإرتباط الأسواق المالية ببعضها البعض.

-شهدت غالبية أسواق المال العربية إضطرابات حادة خلال سنة 2011 فبالرغم من أن هذه الأسواق كانت قد إفتتحت في الأسابيع الأولى من سنة 2011 على إرتفاعات وواصلت من خلالها تعافيها الذي بدأته خلال النصف الثاني لسنة2010 بعد فترة طويلة من الإنخفاض، إلا أن هذا التحسن ما لبث أن توقف مع إندلا ع الاضطرابات في مصر في25 جانفي 2011، فقد تراجعت مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث، فقد خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار قرابة 14% من قيمتها السوقية (وذلك خلال خمسة أسابيع فقط)*.

* تم إيقاف التداول في البورصة المصرية من 2011/01/30الى غاية 2011/03/22وهذا بسب الأحداث السياسية التي عرفتها مصر.

-تتميز أسواق المال العربية بشكل عام بإنخفاض عدد الشركات المدرجة مقارنة بأسواق المال الناشئة الأخرى، كون أغلبها ذات مسؤولية محدودة أو عائلية أو للدولة حصص كبيرة فيها.

-إن معدلات نمو (عدد الأسهم المتداولة) مرتفعة مما يشير إلى توسع رأسي يتضمن زيادة رأس مال الشركات القائمة وتسهيل إجراءات التداول، إلا أن الأسواق العربية بحاجة إلى التوسع الأفقي من حيث زيادة الشركات المساهمة وزيادة الإستثمارات في تلك الأسواق، لاسيما في الجزائر وبدرجة أقل الأردن ومصر.

-إن مؤشر القيمة السوقية لرأس المال ومعدلها يشير إلى إرتفاع حجم رسملة الأسواق وزيادة فاعلية الأسواق في النمو الإقتصادي بشكل عام خلال فترة الدراسة، إلا أنها لازالت دون مستوى الطموح، لذا نوصي بإستثمار فوائض العوائد النفطية في تنشيط أسواق المال كما في الجزائر، إضافة إلى جذب الإستثمار الأجنبي كما في مصر والأردن، فضلاً عن إستخدام نظام التداول الإلكتروني الحديث في أسواق المال.

وعموما عرف الأداء تطورا ملحوضا في حجم التداول وقيمة التداول في الأسواق محل الدراسة إلى الأسباب التالية:

-النجاح التي حققته الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الدول المدروسة وتحقيقها لمستوى أرباح شجع العديد من الشركات من دخول الأسواق المالية وزيادة التعاملات المالية.

-ساهمت برامج الإصلاح الإقتصادي في خصخصة الكثير من مشاريع القطاع العام وطرح أسهم تلك المشاريع بأقل من قيمتها الحقيقية، مما أدى إلى إزدياد الطلب على تلك الأسهم مما رفع حجم التداول بمعدلات كبيرة.

-الإصلاحات التشريعية والضريبية لأسواق المال والتسهيلات الإئتمانية الممنوحة من طرف البنوك التجارية خاصة بعد إرتفاع أسعار النفط، يعد حافزا لزيادة حجم التعاملات وإرتفاع أسعار الأسهم.

-تطوير طرق وأساليب الإستثمار نتيجة مباشرة الإصلاحات على أنظمة التداول الإلكترونية والقواعد والتشريعات الملائمة بما يلاءم المعايير الدولية في المحاسبة والإفصاح والشفافية، مما أدى إلى التوسع في حجم الإصدارات الأولية وإرتفاع قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات جيدة.

المطلب الثاني: فعالية أسواق الأوراق المالية العربية

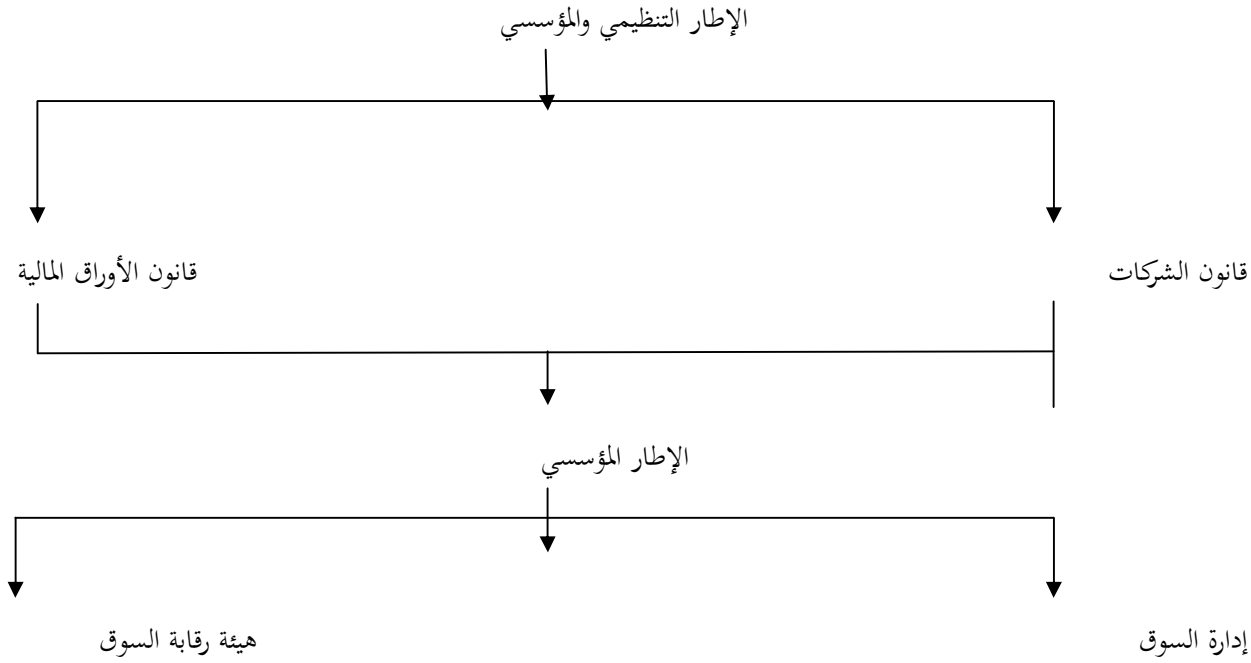
تلعب أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة في توزيع المدخرات بين القطاعات الإنتاجية في الإقتصاد وهي بذلك توفر الإحتياجات التمويلية للمنشات الإقتصادية بأقل تكلفة وبأقل مخاطر، وتعرف مهمة توزيع الموارد المالية للقطاعات الإنتاجية بالتخصيص الأمثل للموارد، ولا تتوفر هذه المهمة إلا عند توفر بعض المتطلبات التي تضمن فعالية سوق الأوراق المالية ومن أهم متطلبات فعالية أسواق الأسهم ودورها في التخصيص الأمثل للموارد، فعالية الأطر التنظيمية والرقابية، وتوفير معايير الإفصاح والشفافية التي تسهم في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.

1.فعالية أسواق الأوراق المالية العربية:

تعتبر كفاءة سوق الأوراق المالية بمثابة إنعكاس لمعايير الشفافية المنظمة في أطرها التنظيمية، والتي يمكن تلخيصها في أسواق الأوراق المالية للدول العربية في الإطار التنظيمي والمؤسسي كما يلي:

1.1.الإطار التنظيمي: هناك عدة أشكال قانونية للشركات، منها الشركات العائلية التي تدار بشكل شخصي، وهي الأبسط بين أشكال الشركات، إذ تتحمل الجهة المالكة مسؤولية الديون والضرائب وكذلك تنظيم الحسابات، بالإضافة إلى وجود شركات المساهمة المحدودة التي يتحمل فيها شخص أو مجموعة أشخاص معلومة مسؤولية إدارة الشركة وبقية الأعضاء فقط بالمساهمة في رأس مال الشركة دون تحمل أي مسؤولية عن إدارة الشركة، وعلى هذا الأساس تتضمن الأطر التنظيمية لأسواق المال العربية قانون الشركات وقانون الأوراق المالية[1]. وهو ما يوضحه الشكل رقم(10).

الشكل رقم(10): الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق المال



المصدر: إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، ص 3.

ويتناول قانون الشركات الأشكال القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصنيفها، ومن أهم شروط إدراج الشركات في أسواق الأوراق المالية العربية أن تكون شركات المساهمة العامة لأن أهم ما يميز الوضع القانوني لهذا النوع من الشركات إستيفاءها لحد أدنى من المساهمين في تأسيس الشركة، وذلك لضمان المتاجرة في التداول في أسهم الشركة من بين أكبر عدد من المستثمرين في السوق، الأمر الذي يعزز من تطور السوق ونشاطه.

[1] إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية،المعهد العربي للتخطيط، العدد89 ، السنة العاشرة، جانفي 2010، ص2.

لهذا تخصص العديد من الدول العربية حوافز ضريبية وحوافز أخرى لتشجيع الشركات الفردية وشركات المساهمة المحدودة لتتحول إلى شركات مساهمة عامة، أما فيما يتعلق بقوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فيلاحظ أنها تشتمل على أحكام وشروط ومتطلبات العضوية في البورصة، وأحكام عن إدراج وإلغاء الإدراج للأوراق المالية في البورصة، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام عن تنظيم أنشطة الوسطاء، وأحكام تداول الأوراق المالية، وتعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، ومتطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وأحكام المخالفات والعقوبات.

2.1.الإطار المؤسسي:

يتكون الإطار المؤسسي من ما يلي[1]:

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

ا.شروط تداول وإدراج الأوراق المالية.

ب.الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة المالية، وتعويض الضمانات المالية المطلوبة، ومعايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق، والإجراءات والعقوبات التأديبية بحق من يخالف هذه المعايير.

ت.تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملاءهم.

ث.شروط ومتطلبات عضوية السوق.

–هيئة سوق المال: تتولى هيئة سوق المال في الأسواق المالية العربية مهمة الإشراف وتنظيم وتطوير السوق، وإصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية، وتعتبر هيئة السوق في الدول العربية جهة حكومية ذات إستقلال إداري ترتبط مباشرة بأعلى سلطة في الدولة كمجلس الوزراء، ويدير الهيئة مجلس يتكون من أعضاء متفرغين يتم تعيينهم بقرار صادر عن أعلى سلطة تنفيذية كرئيس الدولة، ويحظر على أعضاء مجلس الهيئة ممارسة أي مهنة أو عمل أخر، وتشرف في الوقت الحالي هيئات مستقلة إداريا لكل الأسواق العربية ماعدا أسواق كل من البحرين، الكويت، بيروت والخرطوم للأوراق المالية، حيث تقع مسؤولية الإشراف والرقابة في هذه الأسواق على إدارة السوق.

– الإفصاح والشفافية: على الرغم من إعتماد معايير الشفافية في أسواق المال على وجود إطار تنظيمي ورقابي فاعل يغطي كل جوانب المعاملات والمتعاملين في الأسواق بحكم أن معايير الشفافية تعتبر جزءا من القوانين أو لوائحا

[1] إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 3-5.

تفصيليه منه، إلا أن كفاءة أسواق المال تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للوائح والقوانين الخاصة بالأسواق المالية، وتتضمن أهم الآليات لتوفير الشفافية في أسواق المال على ما يلي:

ا.التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق حيث يسهم كل ذلك في كفاءة أداء هذه الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومة الصحيحة في أوقاتها المناسبة.

ب.توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.

ت.وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، وتطبيقها وبما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.

ث.التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء، وإتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية.

ح.وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق المال.

ج.توفير سبل التداول الإلكتروني، الذي يستوعب أكبر قدر ممكن من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

– كفاءة أسواق المال:كما تمت الإشارة إليه سابقا فإن معايير الشفافية لا تعتبر غاية في حد ذاتها وإنما تعتبر وسيلة لزيادة ثقة المستثمرين في أسواق المال، الأمر الذي يسهم بدوره في كفاءة هذه الأسواق.

فينبغي إدراك أن كفاءة أسواق المال تتطلب تحريك المدخرات الخاصة وفقا لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الإقتصادية في الإقتصاد الوطني، أي كلما إزدادت كفاءة أسواق المال كلما زادت كفاءة توزيع الإستثمارات بين القطاعات الإنتاجية في الإقتصاد الوطني مما يقلل من فرصة توجيه الإستثمارات نحو المضاربة وتوقعات غير مستندة إلى معلومات وبيانات صحيحة، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الإقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية، وهي تؤكد فرضية كفاءة السوق الأوراق المالية أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات الخاصة بالسهم المعني[1].

المطلب الثالث: معوقات عدم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وأسباب تذبذب أداءها

تتمثل أهم معوقات عدم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية وأسباب تذبذب أداءها فيما يلي:

1.معوقات عدم فعالية أسواق الأوراق المالية العربية

يمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من فعالية أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي[2]:

-غياب التشريعات بفصل الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من طرف الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة البورصة، بالإضافة إلى غياب الإستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملاتها كإحدى وحدات القطاع العام.

-غياب أو ضعف الإطار التشريعي، الذي يلزم الشركات المدرجة في الأسواق العربية بالتقيد بمعايير المحاسبة ومتطلبات الشفافية والوضوح بخصوص معلوماتها المنشورة في التقارير المالية.

[1]إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، ص 7.

[2]إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مرجع سبق ذكره، ص 9.

-عدم وجود تشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط التي الواجب توفرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء أرائهم عن أوضاع الشركات بكل حماية وإستقلالية.

-ضعف آليات إلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع سنوية بصفة دورية ومنتظمة.

2.أسباب التذبذب في أداء أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من النشاط الملحوظ للبورصات العربية إلا أن أداءها يبقى محدودا ومتذبذبا للأسباب الآتية[1]:

-وجود رقابة على النقد الأجنبي وعلى تحويل العملات الأجنبية والتأخير في تحويل قيمة الأوراق المالية.

-ضعف البورصات من حيث التداول.

-غياب السماسرة المتخصصين وعدم وجود كفاءات مالية قادرة على التحليل المالي وتحديد التوقعات المستقبلية إتجاه السوق المالية والشركات المسجلة فيها.

-غياب بنوك الإستثمار في بعض البلدان والإعتماد على القطاع المصرفي للقيام بدور بنوك الإستثمار ومع محدودية خبرة البنوك التجارية بتنمية البورصات تلعب البورصات دورا محدودا، وحتى في الدول التي تم إنشاء بنوك الإستثمار فيها مثل مصر فلم تقوم هذه البنوك بالدور المنشود منها.

-عدم قدرة شركات السمسرة على تقديم خدمات متنوعة ومتقدمة للمستثمرين والمساهمين، وإنخفاض مستوى الخبرة والمشورة التي تقدمها بشان أنسب الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها داخل هذه الأسواق.

-ضعف الدور الذي تلعبه الإستثمارات الأجنبية بهذه البورصات حيث تتميز الإستثمارات الأجنبية في البورصات العربية بضالة حجمها مع إرتفاع حجم تعاملاتهم، مما يعنى معدل مرتفع لدوران رأس المال، وبالرغم من تخوف الكثير من الإقتصاديين من أن نمو أو تدفق الإستثمارات الأجنبية يشكل مخاطر كبيرة للبورصات الناشئة إما بالخروج المفاجئ لهذه الإستثمارات مما يعني بيع الأوراق المالية وإنخفاض أسعار الأوراق المالية وإنتقال الثروة للخارج، وبالتالي إنخفاض المؤشر العام للبورصة وهذا يفسر الإنهيار المفاجئ لبورصات دول جنوب شرق أسيا، إلا أن المتتبع لنوعية الإستثمارات الأجنبية في البورصات العربية يجد أنها لا تهتم بالإحتفاظ بالأوراق المالية لفترات طويلة نظرا لعدم إستقرار الأسواق فإذا أضفنا لذلك أن نسبة كبيرة من الأجانب يقومون بمضاربات سعرية غير موجهة لخدمة الإقتصاد لكن لتحقيق أرباح في فترة زمنية قصيرة.

[1] عصفور أمل مصطفى، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) المنظمة العربية لتنمية الإدارية وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ مصر أيام 6-10 مارس 2005، ص ص 245-246.

المبحث السادس: جهود تطوير أسواق الأوراق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية على مدار العقود الثلاثة الماضية جملة من الإصلاحات التشريعية والتنظيمية وعلى مستوى الأدوات المالية المتداولة، مدفوعا برفع القيود التنظيمية والتحرير والعولمة فضلا على التقدم المحرز في تكنولوجيا المعلومات والإعلام الآلي، فقد سجلت تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود زيادة حادة، وإستحدثت الأسواق أدوات مالية جديدة متطورة، وإزدادت سهولة وسرعة تنفيذ المعاملات المالية زيادة بالغة.

المطلب الأول: الإصلاحات في المجال الإقتصادي

أدت جهود الإصلاح الإقتصادي في الدول الأعضاء، والتي حرص صندوق النقد العربي على دعمها ومساندتها، وقد شملت مساندة الصندوق لهذه الجهود وضع السياسات الملائمة لتطوير هذه الأسواق في إطار برامج التصحيح الإقتصادي الشامل التي وفر فيها الصندوق الدعم المالي والفني للدول الأعضاء لوضعها وتنفيذها، وإستهدفت تلك الإصلاحات زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها وتنشيط التعامل فيها، ويمكن إيجاز هذه التطورات بما يلي:

1.تعزيز الدور الرقابي للسوق:

إتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص، وفي هذا الجانب، تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية الهادفة إلى إعادة هيكلة السوق، والتي تم بموجبها يتم فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن عدد أسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية سنة 2002 سبعة أسواق، وهي: الأسواق في كل من الأردن ومصر وعمان وتونس والمغرب والإمارات والجزائر، أما في بقية الدول العربية، فإن أسواق الأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي والتنفيذي.

2.تعزيز الشفافية والإفصاح:

أولت أسواق الأوراق المالية العربية إهتماما كبيرا بزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية وذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فمن جانب السوق، إتسع نطاق التعليمات والمعلومات والبيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها فأصبحت تشمل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب، تقوم معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، كما أبرمت معظم هذه الأسواق

إتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، منها شركتي رويترز وبلومبيرج، ويلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الإنترنيت لمزيد من التعريف بالفرص الإستثمارية 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، وكذلك أهم التشريعات والقوانين المتعلقة بهذه الأسواق[1].

3.تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية:

إتجه معظم أسواق الأوراق المالية نحو تطوير هذا الدور من أجل دعم إستقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة، وبصورة عامة، فإن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الإستثمار المتوسط والطويل الأجل ويقوم بالإستثمار بناء على دراسات علمية، أما المستثمر الفرد فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وحيث أن درجة الوعي لديه لا تزال متدنية، فإنه من شأن ذلك أن يؤثر سلبا على حركة التعامل في البورصات العربية.

وفي هذا الجانب، عملت السلطات في الدول العربية على تشجيع الادخار طويل الأجل بإحداث حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في أسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق، ومن جانب آخر، تسعى البورصات العربية إلى تشجيع زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار، وتجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار التي قد تم تأسيسها في جميع أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات تعتبر من أنسب الأدوات لحشد المدخرات واجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، فهي توفر آلية لتوظيف الأموال في أوراق مالية متنوعة المخاطر والعوائد لا يمكن الاستثمار الفردي المباشر تحقيقها، كما تفسح هذه الصناديق للمستثمرين العرب المقيمين في الخارج والمستثمرين الأجانب المجال لتوظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية دون الحاجة إلى تواجدهم في المنطقة، وبالإضافة إلى ذلك فهي توفر قنوات للمستثمرين الوافدين المقيمين في الدول العربية ومجالا للدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية، ذلك أن حق المستثمر في هذه الصناديق يقتصر على حصة في الأوراق المالية التي تستثمر بها موارد الصندوق ونسبة مماثلة من عوائدها.

4.تشجيع الإستثمار الأجنبي:

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار، هدفت في مجملها إلى تشجيع وجذب الإستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة وإلى تغطية الإحتياجات التمويلية المحلية ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق، وفي هذا الإطار عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها، ويمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى

[1] مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، يونيو2003 ، ص ص 15-16.

الدول التي لا تفرض أي قيود على الإستثمار الأجنبي في الأوراق المالية وتشمل مصر والمغرب والأردن والجزائر ولبنان.

أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض مثل هذه القيود ولكن بنسب متفاوتة، وهي تونس ودول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، ففي تونس، يسمح للمستثمر الأجنبي بإمتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة، وفي السعودية والكويت، يسمح للأجانب الإستثمار في الأسهم عبر صناديق الإستثمار، وفي الإمارات يسمح للأجانب بالإستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الإستثمار، كما أجاز قانون الشركات للأجانب بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 49% في حال سمحت الأنظمة الداخلية للشركات بذلك، وفي عمان يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، وتصل نسبة التملك إلى 49% وإلى 100% لبعض الشركات، وفي البحرين يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100% إن رأي أن في ذلك مصلحة للإقتصاد الوطني، وفي قطر يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 25% من أسهم الشركات المساهمة العامة وذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات بإستثناء شركات البنوك والتأمين.

5.تعديل الأنظمة الضريبية:

توجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الإستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منظمة بإستثناء المغرب بنسبة 10%، وبالإضافة إلى ذلك عملت بعض الدول على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

6.مكننة أنظمة التداول:

إتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها وإستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وقد نتج عن ذلك إستحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات لصندوق النقد العربي، كما إتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد، وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

7.إتفاقيات التعاون بين البورصات العربية:

تمكنت البورصات العربية من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، وذلك من خلال عقد الإتفاقيات الثنائية والثلاثية، وتهدف هذه الإتفاقيات في مجملها إلى زيادة التعاون المشترك بين البورصات العربية فيما يتعلق بإصدار وتداول الأوراق المالية، وتنظيم وتسهيل آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل المعلومات، كما تهدف إلى تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة في هذه الأسواق وتحفيز عمليات الإدراج المشترك، وفي هذا الإطار إستهدفت الإتفاقيات الموقعة بين الأسواق في الكويت والبحرين وعمان، والإتفاقية الموقعة بين سوقي البحرين والأردن، والأخرى الموقعة بين الأسواق في الكويت ولبنان ومصر، ومذكرة التفاهم بين هيئة الأوراق المالية في الأردن وسوق الكويت للأوراق المالية والإتفاقية الموقعة بين سوق أبو ظبي وسوق الخرطوم للأوراق المالية، إلى تنمية آفاق التعاون بين هذه الأسواق وتذليل العقبات أمام إنسياب الإستثمارات والأموال فيما بينها، وبالإضافة إلى ذلك، فقد إستهدفت مذكرة التفاهم بين سوق البحرين للأوراق المالية وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء إلى تطوير الإجراءات والأنظمة التشريعية التي تحكم التعامل بين السوقين، ومن أجل تعزيز الإتجاه التكاملي بين أسواق الأوراق المالية العربية بالعمل على تهيئة الظروف المناسبة للإرتقاء باتفاقيات الإدراج المتبادل من وضعه الثنائي والثلاثي إلى وضع جماعي، فإن ذلك يتطلب إيجاد درجة عالية من التنسيق بين المعايير المحاسبية المتبعة والنظم التشريعية وبصورة خاصة التنسيق في مجال المقاصة والتسويات[1].

المطلب الثاني: دور صندوق النقد العربي في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية

من منطلق إدراكه لأهمية ومحورية دور الأسواق المالية في التنمية الإقتصادية، ومن أجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، فقد باشر الصندوق ما يلي[2]:

-تنفيذ برامج عمل متوسط المدى يهدف إلى إستحداث وتوفير الأدوات والآليات اللازمة لتطوير تلك الأسواق وتمهيد الربط فيما بينها، ولذلك أنشا الصندوق قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية لجمع المعلومات والإحصاءات الموثوقة عن نشاط تلك الأسواق، وإعداد مؤشرات أداءها، ونشرها بصورة دورية منتظمة بهدف تنمية الوعي الإستثماري في هذه الأسواق وتفعيل دورها التنموي في الإقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد.

-المساهمة في إنشاء شركة تقييم الملاءة الإئتمانية في الدول العربية في نوفمبر1996بالتعاون مع الوكالات الأوروبية للتصنيف الإئتماني (إيبكا) ومؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وأسست الشركة فرعا في تونس وأخرى تابعة لها في مصر، وتعد هذه الشركة بمثابة آلية لتوفير نظام موحد لتقييم وتصنيف الجهات المصدرة للأوراق المالية في الأسواق العربية وأدوات الدين الصادرة عنها، بما يسمح بالمقارنة بينها على أسس موضوعية.

---

[1] مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص19.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 79-80.

-إجراء دراسة جدوى مشروع لإقامة نظام للمقاصة وتسوية المدفوعات في الأسواق المالية العربية، حيث يمثل غياب هذه الآلية أحد العوامل المؤدية إلى بطء وتأخر تسوية المعاملات في تلك الأسواق، وبالتالي إحدى عقبات تنميتها وسرعة تطورها، وإن القيام بمثل هذه المهام يقتضي من الصندوق أن يركز خلال السنوات القادمة على تنسيق الجهود العربية المختلفة، والتعاون على رصد وتجميع الخبرات الضرورية لتطوير الأسواق المالية العربية، بما في ذلك متابعة التقنيات الحديثة لتعبئة الإدخار، وطرق الإصدار المتنوعة، وعمليات التسويق، وطرق التسوية والتحويلات، والسبل الحديثة لتنظيم المعلومات وتوصيلها إلى المستثمرين، والمحاسبة والتدقيق.

كما يقتضي الأمر تقديم هذه الخبرات للدول الأعضاء مع مراعاة إنسجامها مع الرؤية المتكاملة لإستراتجية عمل الصندوق والتي تعتمد على ثلاثة مرتكزات هي[1]:

-تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد على حدا مع مراعاة جعل القوانين والإجراءات المستخدمة في كل بلد عربي منسجمة ومتوافقة مع بقية البلدان الأخرى، وخصوصا فيما يتعلق بالتشريعات وقوانين الشركات وإجراءات المحاسبة والتدقيق وتقارير الأوضاع المالية وغيرها.

-تهيئة الظروف لربط الأسواق المالية ببعضها البعض لتمكين كل بلد من طرح إصداراته في البلدان الأخرى أو بعضه، مع إعطاء الأحقية للمواطنين العرب من غير الدول المصدرة في تملك وتداول الأوراق المالية للشركات المحلية.

-السعي لإقامة سوق مالية عربية إقليمية، مكملة للأسواق الوطنية تهيأ لها البنية الأساسية اللازمة للتعامل على نطاق الدول العربية.

المطلب الثالث: الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية في المستقبل

توجد هناك العديد الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية وتنشيطها وتحقيق التكامل فيما بينها من أجل تحقيق فعالية هذه الأسواق والرفع من أداءها نوجزها فيما يلي:

1.الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية

من الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق المالية العربية نجد ما يلي[2]:

-في ظل عولمة القطاع المالي إن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سوف يؤدي عاجلا أم أجلا إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى تعثر القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته، وهذا يستوجب السعي لتقوية النظم الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي، ودراسة النماذج الرقابية المتنوعة المستخدمة في الأسواق العالمية بغية انتقاء ما يتناسب مع وضع أسواق المنطقة.

[1] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 80-81.

[2] إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية"انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الاقتصادية والفنية، ابوظبي، الإمارات العدد9، 2009، ص ص 18-20.

-أثبتت التجربة أن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول الأزمات، ويضاعف من حجمها، ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الإجتماعي الذي ينجم عنها.

-على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسة صحيحة وسليمة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق ودعم السيولة فيها من جهة، والإنتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقها المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق بإعتمادها من جهة أخرى.

-يلعب تدفق الإستثمارات دورا محوريا في الإقتصاد، ولكنه ليس غاية بحد ذاته بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية، ومن المناسب في ظل العولمة المالية وإنفتاح أسواق المال الخليجية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزيز الإستقرار في هذه الأسواق في وجه الإستثمار المضارب قصير الأجل.

- إن سلامة البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه البورصات، فهناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في أسواق المنطقة، وتحديدا الحاجة لوضع حد لفوضى التحليل المالي وضبط هذا الموضوع لما له من تأثير على القرارات الإستثمارية لصغار المستثمرين.

-هناك شبه إجماع مؤخرا بأن الأزمات المالية التي توالت على النظام المالي في السنوات الأخيرة الماضية إنما تكشف عن فشل حوكمة الشركات، إن عدم الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ظل التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة، وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديدا، وخاصة للقطاع المصرفي لأن تعثر هذا القطاع جراء عدم الإلتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموما.

2.عوامل تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية

تتم عملية تطوير الأسواق المالية العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق كفاءة عالية في الأسواق المالية، وفيما يلي بعض العوامل التي تساهم في تنشيط أسواق رأس المال العربية[1]:

-توحيد أسواق المال الثانوية العربية، ويتم ذلك بفتح باب الإستثمار أمام جميع المواطنين العرب وذلك من خلال شراء الأسهم كخطوة أولى، أما الخطوة الثانية فتتمثل في تنظيم سوق رأس المال الأولية، وفتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية والمصارف، شركات التأمين، الشركات للمساهمة في الشركات العربية بما يضمن حرية إنتقال رؤوس الأموال العربية.

[1] صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية الأهمية الأهداف السبل مقترحات النجاح ، مرجع سبق ذكره، ص ص 34-35.

-السماح بفتح فروع للمصارف العربية في جميع الدول العربية، وتشجيع قيام المؤسسات الإستثمار وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تتولى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها.

-إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته تجميع المعلومات والفرص الإستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الإقتصادية لإتخاذ القرار الصحيح.

-العمل الجاد على إعداد دراسات جدوى إقتصادية تفصيلية لمشاريع التكامل العربية، حتى وإن تولت جامعة الدول العربية القيام بهذه الدراسات.

-إصدار أسهم لحاملها تماشيا مع رغبة بعض المستثمرين الذين يطلبون السرية في معاملاتهم، ويحصل هذا النوع من الأسهم على العائد دون تدخل الإدارة.

-العمل الجاد على تعميق الوعي الإستثماري، وبالتالي تعميق أهمية الإدخار لدى المواطن العربي.

-وضع نظم عربية موحدة لوقف عمليات المضاربة في الأوراق المالية.

-تطور إقتصاديات الدول العربية، وتطور القطاع الخاص ونمو الشركات المساهمة خصوصا وقد تراجعت معظم الحكومات عن تملك الأسهم، كما تشهد منافسة على رؤوس الأموال، بالإضافة إلى تعدد وتنوع فرص الإستثمار المتاحة فيها.

-ضرورة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة عامة، الأمر الذي يتيح فرصا أكبر للإستثمار وتنفيذ مشاريع جديدة.

-دراسة مشروع إنشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات في توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية، وتوفير الآلية اللازمة لتكامل العمل المالي بأسواق المال العربية والربط بينها.

ومن أجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية والربط بينها تحتاج أسواق الأوراق المالية العربية إلى عدد من الإجراءات لتطويرها ومعالجة العقبات والمعوقات التي تعترضها ومن أبرز هذه الإجراءات نذكر ما يلي[1]:

-تعزيز عرض أدوات السوق.

-تشجيع الطلب على أدوات السوق.

-دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسية للسوق.

-الإصلاحات التشريعية.

-الحاجة إلى ميثاق شرف تلتزم به الأجهزة الإعلامية.

ويرتبط تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية بتنمية سوق الإصدار، فهي التي تمد البورصة بالمنتجات التي تتداول فيها، وبالتالي فإن سوق الإصدار النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الإقتصادية عن طريق تشجيعها بتوفير

[1] خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان،2000، ص 257.

إستثماراتهم للمشروعات، كما أن سوق الإصدار النشط والمستقر والذي يتمتع بثقة المتعاملين يساهم في حشد وتعبئة المدخرات الوطنية.

3.أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية

إن تحقيق تكامل الأسواق المالية يعني أن تتوفر للمقترضين والمقرضين في دول الأطراف المتكافئة على الفرص التامة لمصادر الأموال وإستخداماتها في بقية الأقطار، وعليه يعتبر تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ضرورة ملحة لمجابهة التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية وتقليل الآثار الناجمة عنها في عالم تسوده التكتلات الإقتصادية والمالية الإقليمية والدولية.

وتتزايد أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة والألفية الثالثة، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب والمبررات والفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق مالية عربية مشتركة،كما يظهر من التحليل التالي[1]:

-إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكبر من المستثمرين في المشروعات العربية وإقامة الشركات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة وتدفع عجلتها، وهو ما له مرددوه على المستوى القطري ومستوى الإقتصاد العربي، وهو ما سيؤدي إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي.

-إقامة سوق عربية مشتركة تعمل على إعادة تشخيص الموارد العربية بكفاءة إقتصادية أعلى وتحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين، وتوفر بالتالي مصادر تمويل على درجة كبيرة من الضخامة والوفرة التي يمكن أن تحدث تغييرا جوهريا للواقع الإقتصادي العربي في مجموعه.

-المساعدة في تحقيق ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، وفي ظل العولمة والإتجاه إلى المزيد من التكتلات الإقتصادية يصبح من الضروري البحث في كيفية إحداث التكامل المالي والتمويلي بين الأطراف العربية في شكل سوق عربية مالية مشتركة.

-مقابلة إحتياجات التنمية في الدول العربية حيث أن البنوك التجارية فيها لا تستطيع بإمكانياتها المعروفة أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل ولن يتم ذلك إلا بوجود بورصات عربية موحدة، أو سوق مالية عربية مشتركة.

-إن التكامل بين أسواق المال العربية سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الإستثمار وتجميع الإدخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهي بذلك تلافي الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث أن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا ما قورن بالتمويل المصرفي من سوق النقد فإن الأخير يمكن أن يؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما إصدار الأسهم والسندات يتضمن إمتصاص قوة شرائية من جمهور

[1] عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 235-238.

المتعاملين وبالتالي يقلل ويخفض من الآثار التضخمية أو لا يحدثها، بل يخفض من معدلات التضخم وهذا في صالح كل المنطقة العربية.

-إن إقامة سوق مالية عربية مشتركة من شأنها تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الإقتصاديات المتقدمة وخاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج.

-إن الطاقات الإستيعابية وفرص الإستثمار المتاحة لبعض الدول العربية تسمح بإستيعاب الفوائض المالية في بعض الدول العربية التي يكون لديها فوائض تفضل إستثمارها في خارج المنطقة العربية.

-إن السوق المالية العربية المشتركة ما هي إلا جزء من البناء الفوقي للإقتصاد العربي يوفر السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الإقتصادية العربية بين الدول العربية، فالسوق المالية العربية المشتركة هي بمثابة البنيان التحتي وبطبيعة الحال فإن البنيان التحتي هو الذي يحدد شكل ودرجة البنيان الفوقي، وبذلك فإن مستوى تطوير التجارة البينية مابين الدول العربية وإكتمال السوق العربية المشتركة يتوقف على إكتمال وتعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية، ومن ثم إستكمال مرحلة التكامل الإقتصادي المنشودة بصورة عامة.

ومعنى ذلك أن تحريك الأسواق العربية وتوظيفها يتوقف على مدى النجاح الذي يمكن تحقيقه على مستوى السوق العربية المشتركة وتعميق التعاون الإقتصادي المشترك يحتم بالضرورة إقامة سوق مالية عربية مشتركة، حيث أنه من المتفق عليه أن حركة رؤوس الأموال تشكل عاملا أساسيا في تعميق التكامل الإقتصادي العربي وهي تكمل حلقة تبادل السلع والخدمات والعمالة، وأن إقامة سوق مالية مشتركة يسمح بإشراك مستثمرين من عدة دول عربية في مشروعات إستثمارية قطرية ذات توجه سوقي إقليمي وتعمق بذلك العملية التكاملية إذا ما قامت هذه المشروعات على أساس دراسات جدوى إقتصادية وتعميق مبدأ الميزة النسبية والتنافسية.

-إن تكامل الأسواق المالية العربية، سيكون بمثابة أحد وسائل التنسيق العربي وضمانا في مواجهة أثار مقررات لجنة بازل، فمن المعلوم أن مقررات لجنة بازل سوف تؤثر على البنوك العربية سواء ما كان منها محليا أو العاملة في الأسواق العالمية، فالبنسبة للبنوك العاملة في المنطقة العربية، فإن تكلفة حصولها على الموارد المالية من الأسواق المالية العالمية سوف تزداد.

وعليه فإن التكامل بين الأسواق المالية العربية سوف يؤدي إلى زيادة تدفق وإنسياب الأموال إلى الدول العربية، ومن ثمة زيادة عملية التنمية في الدول، كما أنه سيؤدي إلى تقليص توظيف أصول البنك مع العالم الخارجي للمحافظة على نسبة الملاءة المطلوبة وفقا لمعايير لجنة "بازل "وبالتالي تدعيم التكامل الإقتصادي العربي، ولن يتحقق ذلك إلا بإقامة السوق المالية العربية المشتركة.

-هناك العديد من المزايا للإستثمار في الأوراق المالية العربية يمكن أن تتحقق مع إقامة السوق المالية العربية المشتركة، ومن أهم هذه المزايا ما يلي[1]:

ا.حرية الدخول والخروج من أسواق الأوراق المالية في وقت نسبي قصير.

ب.ضمان الحصول على الحقوق المتبادلة للمتعاملين في هذه الأسواق.

ت.إن الإستثمار في الأوراق المالية يتيح التنويع للمحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الكبرى وكبار المتعاملين والمستثمرين، وهذا التنويع يمكن أن يتم على مستوى جغرافي أو حسب الصناعة العربية وغيرها، بالإضافة إلى إمكانية عدم الإنتقال الفعلي للأوعية الإستثمارية.

ث.التوزيع الكفء للموارد على أحسن المشروعات الإستثمارية العربية.

ح.إن بعض الأسواق المالية العربية ما زالت لا تستوعب رؤوس الأموال الفائضة لدى مواطنيها الذين يبحثون عن فرص الإستثمار، وهو ما يحقق التكامل بين الأسواق على أفضل صورة ممكنة عندما تنتقل هذه الأموال إلى أسواق عربية أخرى، وإتساع الأسواق سوف يؤدي في مدى زمني أطول إلى إنتقال رؤوس الأموال في أكثر من إتجاه في الأسواق العربية.

المطلب الرابع: الأفاق المستقبلية للتعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيل التعاون

برزت على الساحة العربية والدولية العديد من المتغيرات التي كانت في مجملها ناتجة عن إفرازات العولمة المالية والتحرير المالي، والتي كانت بمثابة الدافع للإهتمام بضرورة التنسيق والتعاون من أجل تحقيق التكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية والبحث عن تحقيق عمل عربي مشترك خاصة في مجال الأسواق المالية.

1.مستقبل أسواق الأوراق المالية الصاعدة

شهدت أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول النامية والعربية تطورات عميقة وسريعة، تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود والسعي لإستيعاب المستحدثات من الأدوات المالية، وبالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها وزيادة قدرتها التنافسية الأمر الذي ترتب عليه إطلاق عليها اسم "أسواق الأوراق المالية الصاعدة"، وهي تحديات كبيرة سنتطرق إليها فيما يلي[2]:

-تشهد أسواق الأوراق المالية الدولية من بداية الثمانينيات من القرن العشرين ثورة أسفرت عن تغيرات جذرية في وسائل وأدوات إنتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفائض إلى الوحدات المالية ذات العجز، وكل يوم تبتكر لنا الهندسة المالية أداة جديدة تروج لها مؤسسة مالية أو مصرفية جديدة، وأصبحت الأسواق المالية في معظم الدول تمتع بقدرة على تسيير مختلف العمليات المالية، وتقترب هذه الأسواق من بلوغ الهدف وهو حرية تدفق رؤوس الأموال عبر الدول، ويتطلب ذلك تحرير أسعار الفائدة وتخفيض الضرائب على العمليات المالية والمصرفية، والسماح للمؤسسات

[1]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 238.

[2]عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 -2004، ص ص 136-140.

المالية والمصرفية بتقديم الخدمات المتنوعة، وتحرير العملات والأسعار والأدوات المالية والمستثمرين وإلغاء الرقابة على الصرف، وتزامن ذلك مع زيادة درجة تحرير التجارة وتوقيع إتفاقية جولة الارجواي 1993لتحرير التجارة العالمية، بالإضافة إلى ما وفرته الثورة التكنولوجية من وسائل في التمويل الدولي، وساعدت هذه التطورات من تقارب وتشابه الأدوات المالية وإنخفاض الهيكل الزمني لمعدلات العائد على الأصول الدولية والإحلال بين الأصول المحلية والأجنبية.

-تشهد الأسواق المالية حركة الإبتكارات المالية التي تتمثل في ظهور أشكال متنوعة من الأسهم والسندات، بالإضافة إلى تقديم وسائل التغطية الحديثة للتغلب على المخاطر المرتبطة بالتقلبات في الأسعار والعوائد ممثلة في عقود الخيارات والمستقبليات.

-تزايد أهمية المؤسسات المالية التي تعرف بالمصارف الشاملة التي تعمل في مجال ترويج المشروعات الجديدة وعمليات الصيرفة وخدمات الوساطة المالية والإستثمار في الأوراق المالية وتقديم التمويل.

وفرضت هذه التطورات نفسها على الدول النامية، وخاصة دول أسواق الأوراق المالية الصاعدة، فشرعت هذه الدول في التكيف مع هذه التطورات من خلال فتح أسواقها وتحريرها من القيود والعمل على جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية، والسعي لإستيعاب حركة الإبتكارات المالية في مجالات الأدوات والمؤسسات المالية والمصرفية لزيادة قدرة أسواقها على التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وجذب الإستثمارات.

- يتوقف النمو المتوقع لأسواق الأوراق المالية الصاعدة في المستقبل على إستمرار الإدارة السليمة للإقتصاد الكلي وصياغة السياسات الملائمة والإصلاح المؤسسي، وقامت العديد من الدول النامية بعدد من الإصلاحات الشاملة، فبالنسبة لأسواق الأوراق المالية في دول جنوب شرق أسيا قامت بإعادة ترتيب أنظمتها المصرفية، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية وإدخال أدوات مالية جديدة وتطوير التشريعات القانونية، ونفس الشيء قامت به دول الشرق الأوسط مثل تركيا والأردن، ودول شمال إفريقيا مثل تونس والمغرب.

-على الرغم من أن أسواق الأوراق المالية أصبحت أكثر كفاءة، إلا أن الكثير منها لازالت تعاني من التركز، والذي يتمثل في زيادة نسبة الأوراق المتداولة لعدد قليل من الشركات إلى كمية الأسهم المتداولة في السوق.

-يوجد تباين بين أسواق الأوراق المالية الصاعدة، من حيث المؤشرات التنظيمية والمؤسسية في حين يوجد في الأردن حرية تدفق رأس المال للخارج لكنها لا تنشر المعلومات عن العوائد والأسعار بإنتظام وتفتقر إلى المعايير المحاسبية الدولية.

-يجب توفير الحماية التأمينية للمستثمرين بدون وجود رقابة فعالة، فالرقابة ضرورية لحماية السوق والحد من التقلبات العنيفة في الأسعار والعوائد.

وفي الأخير يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية الدولية تمر بتطورات جذرية وسريعة ومتلاحقة من حيث الأدوات المالية والمؤسسات المالية، ويجب على الأسواق الصاعدة اللحاق بهذه التطورات حتى تتمكن من المنافسة في المستقبل، كما تؤثر النظم الرقابية والقانونية والمحاسبية والضريبية على سيولة السوق، وفي نفس الوقت تحد كفاءة النظم التجارية من الثقة، كما تؤثر بيئة الإقتصاد الكلي والبيئة السياسية على كفاءة التسعير، وإذا كانت أسواق الأوراق المالية تقوم

بدور مهم في التنمية لدى الدول النامية، فإن مستقبل هذه الأسواق يحتاج إلى تضافر الجهود حتى تستطيع هذه الأسواق المنافسة على المستوى المحلي والدولي والقيام بدورها المنشود[1].

2.التعاون الاقتصادي العربي في مجال أسواق الأوراق المالية

لقد أصبح الوقت مهيأ أكثر من أي وقت مضى لقيام سوق عربية مشتركة للأوراق المالية لتكون في مقدمة الأهداف العربية القابلة للتحقيق في المستقبل، ويعتبر التعاون الإقتصادي في هذا المجال مسالة ضرورية في ضوء التحولات الإقتصادية العالمية وبالتحديد بعد جات 1994 وإنشاء منظمة التجارة العالمية، بالإضافة إلى برامج الإصلاح الإقتصادي التي طبقت في العديد من الدول العربية، والتي أبرزت أهمية وجود أسواق للأوراق المالية مع إعلان إقامة منطقة التجارة العربية الكبرى في 1998/01/01.كل ذلك يدعو إلى تفعيل التعاون الإقتصادي العربي في مجال أسواق الأوراق المالية ويؤدي إلى دفع العمل المشترك نحو إقامة سوق عربية مشتركة وهو الهدف المنشود، ففي الحاضر الظروف مهيئة لقيام تعاون فعال في مجال أسواق الأوراق المالية، حيث تتوافر في الدول العربية هياكل البنية الأساسية التي تتولى مهام الإشراف والرقابة على التداول من خلال الوسطاء المنوط بهم تنفيذ العمليات الخاصة بسوق الأوراق المالية وتتبلور تلك الهياكل في شكل هيئات أسواق المال، البورصات والوسطاء وشركات المقاصة والتسويق والحفظ وصانعي السوق ووجود لغة تفاهم وإتصال، يضاف إلى ذلك توافر أرضية تشريعية وتنظيمية مشتركة حيث يوجد إتحاد للبورصات العربية وهيئات لأسواق المال العربية، وقد نجح إتحاد البورصات العربية في تحقيق تعاون مثمر بين ثلاثة أسواق للأوراق المالية العربية هي أسواق الكويت ومصر ولبنان[2].

ومما يزيد من تنامي الوعي بخدمات المقاصة والتسوية والحفظ وقد بدأت الشركات المتخصصة في تلك المجالات في الظهور في الكويت ومصر وغيرها، يضاف إلى ذلك التحسن النسبي في مناخ الإستثمار في معظم الدول العربية، بالإضافة إلى وجود تطورات مؤسسية وتشريعية إيجابية وفوق ذلك إتجاه الإستثمارات العربية البينية إلى التزايد النسبي بالرغم من التواضع الشديد لها.

ويدعم إتجاه التعاون العربي في مجال أسواق الأوراق المالية، المؤشر الخاص بإنتشار برامج الخصخصة في الدول العربية حيث هناك إجماع على توسيع الملكية الخاصة وطرح كميات متزايدة من الأسهم الخاصة بالمشروعات المخصصة للإكتتاب العام، بحيث يعتبر موردا يزود الأسواق المالية العربية بأعداد متزايدة من الأوراق المالية لسنوات مقبلة، وبالتالي تنشط تلك الأسواق وتجعلها أكثر كثافة، ونتيجة للتفاوت في الدخول بين الدول العربية يتوقع أن تشهد الأوراق المالية تدفقا متزايدا للأسواق العربية الغنية إلى الدول الأقل غنى، وهو ما يتيح فرص إستثمارية متزايدة ونشاطا أكثر لأسواق الأوراق المالية العربية.

ولعل من أهم العوامل التي تدفع إلى إقامة تعاون إقتصادي فعال في مجال أسواق الأوراق المالية العربية هي الضغوط التي أوجدتها منظمة التجارة العالمية، حيث ستجد الدول التي لم تقدم إلتزامات محددة أن شركاتها لن تحصل على المزايا

[1] عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص 199.

التي تحصل عليها الشركات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية الأعضاء في منظمة التجارة العالمية، وستواجه أسواق الأوراق المالية في هذه الدول منافسة قوية من طرف أسواق الأوراق المالية للدول العربية الأخرى، مما قد يجبرها على تقديم تنازلات، أما الدول التي قدمت تنازلات محددة لمنظمة التجارة العالمية عند تطبيق الإتفاقية بعد سنة 2004 فستواجه بمنافسة قوية من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة في عقر دارها.

ولعل أهم ما جاء في هذه الضغوط التي تخلقها منظمة التجارة العالمية أنها ستكون عنصرا هاما مساعدا في زيادة التعاون بين أسواق الأوراق المالية فيما بينها، ومن أهم البوادر الإيجابية في هذا الإتجاه هي إتفاقيات التعاون التي بدأت بين مصر والكويت ولبنان لتكون الثمرة الأولى والأساسية في قيام السوق المالية العربية المشتركة والتي ستساعد في الوصول إلى إقامة السوق العربية المشتركة المأمولة، ويتوقع أن تنظم إلى تلك الإتفاقية كل من البحرين وسلطنة عمان والمغرب وهو ما سيخلق سوقا عربية للأوراق المالية قادرة على جذب الإستثمارات الأجنبية من خارج الوطن العربي.

3.سبل تفعيل التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية

إن تفعيل التعاون المنشود بين أسواق الأوراق المالية العربية يتطلب توافر جملة من الإجراءات أهمها[1]:

-إحداث إصلاحات تشريعية تؤدي إلى إستكمال الأجهزة المؤسسية للسوق في كل دولة:

وذلك السماح للأجانب والعرب بصفة خاصة بتملك الأسهم والأوراق المالية الأخرى، وإجازة حرية انتقال رؤوس الأموال والقيم المنقولة وتعديل النظم المحاسبية بما يتوافق مع المعايير الدولية، وتوفير الحد الأدنى من الشفافية في البيانات التي تنشر بصفة دورية، وتوفير العلانية التامة للسوق ونشر الأسعار اليومية وكافة المعلومات الأخرى عن التداول.

-العمل على تأسيس شركات كبرى:

وذلك على مستوى الوطن العربي كله بدلا من تكرار تأسيسها على مستوى كل دولة على حدا وبصفة خاصة الشركات التي تعمل في مجال المقاصة والتسوية والحفظ، وفي مجال التأمين حيث المخاطر المحتملة وضمان تغطية إلتزامات الوسطاء ومجال تقييم وتصنيف الأوراق المالية وتقييم الملاءة المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية والشركات العاملة في سوق رأس المال وغيرها وكذلك تأسيس شركات ترويج الإصدارات الجديدة، وضمان تغطيتها على المستوى العربي، وشركات في مجال الإتصالات والمعلومات والإعلام والنشر عن حركة التعامل في جميع الأسواق العربية، ومجالات التدريب المتخصص في تنفيذ العمليات وإدارة المحافظ والسجلات، وكذلك إنشاء شركات الإستثمار في مجالات صناديق الإستثمار المالي، وكذلك شركات الإستثمار التي تعمل في مجال إدارة المحافظ والشركات العاملة في مجال إدارة السجلات على المستوى العربي وشركات رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى ذلك إقامة البنوك الكبرى ذات الفروع في جميع الأسواق العربية لتسهيل انتقال رؤوس الأموال بين هذه الأسواق.

[1]عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 203-204.

-تحتاج سوق الأوراق المالية العربية المنشودة لتحسين مركزها التنافسي بين الأسواق الدولية:

لأن إجمالي القيمة السوقية للأوراق المدرجة في جميع الأسواق العربية مازالت أقل من القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة بأسواق بعض الدول الفردية في أسيا وأمريكا اللاتينية وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق العربية بالمزيد من الأوراق من خلال برامج الخصخصة التي تستند إلى مخزون كبير من الأسهم التي يمكن أن تطرح للإكتتاب العام للجمهور والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لتتحول إلى شركات إكتتاب عام بتوفير حوافز جيدة لها.

ومن ناحية أخرى لابد أن تعمل الأسواق العربية على التواجد بشكل أفضل في سوق السندات الدولية لأن تواجدها لازال متواضعا في حين أن بعض الأسواق الصاعدة لها تواجد جيد في تلك السوق مثل: الهند، المكسيك وغيرها، كما أن تمثيل الأوراق المالية العربية في مؤشرات مؤسسة التمويل الدولية يعتبر على جانب كبير من الأهمية، والآمال معقودة في إطار تلك المقترحات أن تصبح أسواق الأوراق المالية العربية جاذبة للإستثمار الأجنبي وتدفق رؤوس الأموال العربية البينية من خلال سوق فعالة للأوراق المالية العربية، وفي هذا الإطار يمكن تعميق التعاون الإقتصادي العربي في إطار تعظيم المصلحة المشتركة لكل الأقطار العربية، وتصبح إقامة السوق العربية المشتركة للأوراق المالية هي الدعامة الأساسية لقيام السوق العربية المشتركة.

4.اقتراحات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وتطويرها

إن أبرز تلك التوصيات والإقتراحات تتمثل فيما يلي[1]:

-توجيه إهتمام أكبر بالسوق الأولية وذلك من خلال تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الإقتصاد الوطني، ومنحها مزايا ضريبية وجمركية، وضمان أسهمها بعد الإطمئنان إلى قيامها ونجاحها على عدد أكبر من المدخرين الأفراد من الموظفين من موظفين وفلاحين وطلاب...، ووضع حد أقصى للملكية، ووضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشرطات المساهمة إلى ملكية محدودة.

-العمل أن يكون لبنوك الإستثمار دور مميز، وأن تعتمد على المتخصصين في إيجاد فرص الإستثمار وإستغلالها وتوسيع قاعدة السوق الأولية للأوراق المالية المصدرة، والحيلولة دون التوسع في دور المصارف البنوك التجارية في تمويل المضاربين وزيادة الضغوط التضخمية على أسعار الأوراق المالية.

-تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في أسواق الأوراق المالية العربية وإستثناءها من التشريعات التي تحول دون ذلك.

-تهيئة المناخ الملائم للإستثمار وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الإستثمارية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظل أوضاع إستثمارية غير ملائمة.

-تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات الإستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة وصغار المدخرين.

[1] خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 259-262.

-تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات صانعي الأسواق تلعب الدور الهام في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الإستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص.

-ضرورة تشجيع الإتجاه نحو الإستثمار في الشركات المساهمة بما يحفز الشركات المساهمة المغلقة إلى التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم الشركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم وناتج تسييلها إلى الخارج.

-تطوير أعمال الوساطة (السمسرة) والإرتقاء بنوع الخدمات التي تقدمها للمستثمرين لاسيما المعلومات الحقيقية.

-ضرورة العمل المستمر على تعميق الوعي الإستثماري خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الإستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب ضرورة وتنمية الإعلام الإستثماري العربي من خلال البرامج الإعلامية المدروسة.

-الربط بين الأسواق العربية على أن يتم ذلك على مرحلتين، الأولى تشمل إصدار الأوراق المالية في إحدى الأسواق ليكتتب فيها مواطنو هذه السوق، ومواطنو الدول العربية الأخرى مع إمكانية قيد وتداول الأوراق المالية الصادرة من سوق عربية في الأسواق العربية الأخرى.

أما المرحلة الثانية فتشمل إنشاء سوق عربية إقليمية لتداول الأوراق المالية العربية، وهذا يتطلب توفير حد أدنى من التنسيق بين النظم القائمة بالأسواق المالية العربية المختلفة.

-إنشاء قاعدة بيانات عن الأسواق المالية العربية تتضمن الأوضاع القانونية والمؤسسية للسوق، كما تتضمن الأوضاع الإقتصادية الخاصة بنشاط السوق.

-إعادة النظر في التشريعات التي تحكم أسواق المال العربية وما يتصل بها، وإستكمال الأطر التشريعية والتنظيمية وخصوصا"القوانين الخاصة بالشركات المساهمة وحماية حقوق المساهمين ومراقبة سلوك الإدارة".

-خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة التي لا تفيد الإقتصاد الوطني، ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية، وكذلك الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لإستثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة.

-السماح بإصدار أسهم لحامله بما يساعد على إجتذاب رؤوس الأموال المهاجرة للخارج.

-في ضوء تزايد ظاهرة تحويل عدد من المشروعات الحكومية إلى القطاع الخاص"الخصخصة"، فإن هناك إحتمالات تشير إلى عدم الإقبال على الشركات المتعثرة ماليا، وفي سبيل ذلك قد يكون من الأفضل إنشاء شركات رأس المال المخاطر لإنقاذ الشركات المتعثرة ومن ثم يمكن طرح أسهمها للجمهور.

-توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العربية بهدف توفير لغة التفاهم المشترك من كافة المتعاملين في هذه الأسواق.

-تشجيع إقامة المشاريع العربية المشتركة وطرح أسهمها للجمهور وإزالة المعوقات التي تكثف نشاطها من خلال تهيئة الظروف المناسبة أمامها لكي تؤدي الدور المنوط بها، والتفكير في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية، يكون لها فروع في جميع الدول العربية، تقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة "السوق الأولية" أو لما هو معروض للبيع من أوراق مالية متداولة "السوق الثانوي"كما يمكن أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تكفل ضمان تسويق الإصدارات الجديدة، وكذلك أيضا تقوم بتقديم الخدمات الاستثمارية في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

خلاصة الفصل الثالث:

تعاني الأسواق المالية العربية من صغر أحجامها ومحدودية الأدوات المالية المتداولة مقارنة مع الأسواق المالية العالمية والأسواق الناشئة متمثلة في محدودية أحجام التداول والقيمة السوقية وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وضعف مجالات الإستثمار فيها،كما تعاني من قصور نسبي في القوانين التي تنظم عمليات الإصدار والتداول فيها.

إن الوقوف في وجه الأزمات التي تخلقها عمليات التحرير المالي والقيام بإصلاح ما تخرب يتطلب من الدول العربية إعادة النظر في القواعد والمعايير التي تقوم عليها هذه الأخيرة بجعلها أكثر وضوحا وأكبر عدالة بحيث أنه لا بد من السعي إلى تحقيق الإستقرار والسلامة والتنمية إلى وضع أفضل هذا كله يتوقف على التكامل بين جميع الأطراف لأن إصلاحها من صلاح الجميع.

ويعتبر الدور الذي لعبته المؤسسات المالية الدولية والعربية في الدفع نحو المزيد من التحرر المالي الدولي وإزالة القيود التشريعية والتنظيمية، وإنشاء المنظمة العالمية للتجارة والتوصل إلى إتفاقية تحرير الخدمات المالية وتحرير الأسواق المالية وتنامي التعاملات المالية والمصرفية الدولية.

كل هذه المتغيرات تعد بمثابة القوى الدافعة نحو تبني سياسات التحرير الإقتصادي والتحرير المالي للأسواق المالية العربية بحيث أصبحت تتبنى معظم الدول في برامجها الإصلاحية سياسات التحرير، كل هذه التطورات المشار إليها أعلاه تمثل تحديات حقيقية تفرض على الأسواق المالية العربية العمل على رفع كفاءتها وزيادة قدرتها التنافسية، حتى تستطيع تعظيم إيجابيات هذه التحديات والتقليل في نفس الوقت من حدة سلبيات الأزمات المالية وذلك بتبني إستراتيجيات عمل تمكنها من مواجهة تحديات التحرير المالي والحد من الأزمات المالية العالمية.

ورغم الجهود الحثيثة التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواقها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق ما جعل أغلبها يتسم بالضعف وصغر الحجم لذلك تعتبر عملية تنشيط وتطوير أسوق الأوراق المالية العربية تعد هدفا في غاية الأهمية.

تمهيد:

تعد الأسواق المالية في كل من مصر والأردن والجزائر من الأسواق الناشئة نظرا لتواجدها في دول في طريق النمو، إلا أن درجة تقدمها تعد متفاوتة فيما بينها وذلك راجع إلى عدة عوامل ومعطيات ستتم محاولة إيضاحها من خلال هذا الفصل الذي سنتطرق فيه الجوانب القانونية والتنظيمية للبورصات لكل من مصر الأردن والجزائر، إنطلاقا من عرض وتحليل السياسات الفاعلة فيها والتطرق إلى النشأة والتطور التاريخي لها ثم، نقوم بتحليل أدق لهذه الأسواق والإطار القانوني لها ومؤسسات سوق القيم المنقولة والمتدخلون فيها والهدف من هذا التحليل هو إبراز مدى التطور الذي تشهده هذه البورصات ومن ثمة إجراء مقارنة بين أداء بورصات كل من مصر الأردن والجزائر وتزامنت فترة الدراسة(2006-2015) مع الأزمة المالية العالمية التي سنحاول إبراز أثارها على بورصات الدول محل الدراسة وكذا سياسات وإجراءات المتبعة من طرف هذه الدول لتقليل حدتها وتجنب أثارها، وعرض لأدائها، ولتطور بعض المؤشرات الإقتصادية الكلية فيها، وتقييم أداء أسواق الأوراق المالية في الدول المذكورة، وكان ذلك على سبيل المقارنة وبإستخدام بعض المؤشرات الإحصائية والأدوات القياسية، لتوضيح حجم التباينات الموجودة بين الدول الثلاث فيما يخص المحددات المذكورة.

مع محاولة توضيح أهم السبل والطرق التي إعتمدتها السلطات في هذه الدول لتفعيل أسواقها المالية، إضافة إلى أهم المعوقات التي تقف أمامها معرقلة الجهود المبذولة لتنشيط هذه الأسواق، وعليه سوف يتم تحليل ودراسة كل سوق على حدة مع محاولة إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي ومعرفة ما إذا كانت هذه الدول قد عملت فعلا على تطوير أسواقها المالية أم لا، لهذا تم تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث رئيسية نتطرق من خلالها إلى أهم العوامل التي ساعدت البورصات الثلاث على البروز وكذا أهم المعوقات التي واجهتها وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: بورصة الأوراق المالية في مصر

المبحث الثاني: بورصة الأوراق المالية في الأردن

المبحث الثالث: بورصة الأوراق المالية في الجزائر

المبحث الرابع: المقارنة لأداء سوق الأوراق المالية في مصر، الأردن والجزائر والدروس المستفادة

المبحث الخامس: الرؤية المستقبلية لأسواق الأوراق المالية لدول مصر، الأردن والجزائر

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في مصر

يعتبر سوق مصر للأوراق المالية أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشاءها إلى سنة 1883، وإن المتتبع لتاريخ أسواق الأوراق المالية العربية في الدول العربية يلاحظ أن بوادر نشوء* مثل هذه الأسواق كانت موجودة قبل تاريخ تأسيسها الرسمي حيث أن معظم الدول إن لم نقل كلها كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينيات من القرن العشرين (مثل عمان سنة 1930)، وقد شهدت هذه الأسواق خلال هذه الفترات عدة قوانين تحاول كل مرة إعادة التنظيم لتتدارك النقائص التي كثيراً ما كانت تظهر أثناء الممارسة، وتتشكل البورصة المصرية من بورصتين، بورصة الإسكندرية التي تأسست في سنة 1883، وبورصة القاهرة التي تأسست سنة 1890، وتعتبر البورصتين مؤسسة واحدة بموقعين مختلفين حيث يتم التداول عن بعد من بورصة الإسكندرية وتستخدم البورصتين نفس نظام التداول، ونفس قاعدة البيانات، وتدار كلتاهما من نفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات التجارية.

المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور سوق الأوراق المالية المصرية

عرفتت مصر الأسواق المالية كأول دولة في الشرق الأوسط حيث يرجع إنشاء سوق الأوراق المالية في مصر في نهاية القرن 19، وهي تحتل المرتبة الأولى عربياً، بما لديها من تجارب في هذا الميدان بإعتبارها أقدم بورصة عربية وتعتبر أهم وأنشط هذه البورصات.

1.نشأة سوق الأوراق المالية بمصر

تعتبر بورصات الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، فمنذ أن تكونت أولى الشركات المساهمة المصرية سنة 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو في الطرق لشراء وبيع الأسهم، وإبتداء من سنة 1883 إلى سنة 1898 قامت عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع وشراء الأوراق المالية[1].فقد أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883، وأنشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة سنة 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية، ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية سنة1909 [2].وتتكون سوق مصر للأوراق المالية من سوقين: تقع إحداهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية، وتدار السوقين من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة[3].

---

* قد يظهر بعض الاختلاف في التواريخ باختلاف المراجع وهذا يعود لوجود فاصل زمني بين تاريخ التأسيس القانوني وتاريخ مباشرة التداول الفعلي.

[1]عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأوراق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 293.

[2]صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص43.

[3]معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 300.

2.الإطار التنظيمي للبورصة المصرية ومراحل تطورها

يضم سوق المال بمصر بورصتي القاهرة والإسكندرية حيث يتم التداول بهما بنفس الشروط والإجراءات، لذا فإنها تعتبر أقدم البورصات بالوطن العربي والشرق الأوسط وتعد خامس بورصة في العالم من حيث القدم إلا أن التداول بهاتين البورصتين كان يفتقر إلى عدم وجود قواعد تحدد إجراءات التداول والتعامل.

1.2.مراحل تطور البورصة المصرية

مرت بورصتا القاهرة والإسكندرية منذ نشأتهما بعدة مراحل نوجزها على النحو الأتي:

–المرحلة الأولى(مرحلة ما قبل التأميم): 1883-1958:

تميزت هذه المرحلة بتأسيس السوق، التي إتصفت بالمحدودية والضحالة في البداية، غير أنه سرعان ما بدأت في الإنتعاش مع صدور لائحة البورصة بموجب أمر عالي سنة 1907، غير أنه مع الحربيين العالميتين الأولى والثانية شهدت سوق الأوراق المالية المصرية ركودا حادا إستمر خلال سنين الحرب، ولم يعد لها الإنتعاش إلا بعد ذلك أين بدأ القطاع الخاص في الإنتعاش، وتزايد حاجة الشركات للأموال لجأت إلى تدبيرها من السوق المالية، كما ساهمت الحرب الكورية سنة 1951في تزايد نشاط السوق المالية المصرية، بسبب تزايد الطلب على القطن الذي أدى إلى إرتفاع أرباح الشركات ومن ثمار إرتفاع أسعار الأسهم، بالإضافة إلى ذلك فقد صدرت عدة قوانين بعد قيام الثورة سنة 1952، تشجيعا للقطاع الخاص بإنشاء شركات المساهمة وتحرير الموارد المالية أهمها:

–القانون رقم 326 لسنة1953، بشأن التعامل في الأوراق المالية، وبموجبه تم منح السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية؛

–القانون رقم 344 لسنة1956، تم بموجبه تحديد الإستثمار العقاري، بشكل أدى إلى تحرير الموارد المالية وتوجيهها للإستثمار في البورصة.

–المرحلة الثانية (مرحلة التأميم): 1959-1973:

شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية، وتتمثل أهمها فيما يلي[1]:

–صدور القانون رقم 07 في جانفي 1959، والذي تم بمقتضاه تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين بحيث لا تتجاوز 10%، مما أدى إلى إنكماش سوق التداول وضعف العائد، بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة؛

–إجراءات التأميم التي كرست التحول للاتجاه الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري، وذلك ابتداء من سنة 1960، بشأن تأميم كل من بنك مصر والبنك الأهلي، بصدور القانونين رقم 39 و40 في فيفري 1960، وقد

[1]عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره ، ص478 .

أعقب ذلك صدور عدة قوانين في يوليو سنة 1961 بتأميم الشركات، مما أدى إلى تأميم أكثر من 95 % من النشاط الإقتصادي، وقد صاحب هذه القوانين إجراءات المصادرة ونزع الملكية وفرض الحراسة، الأمر الذي أصاب السوق المالي المصري بالشلل، حيث إنخفض حجم التداول إلى 9.1 مليون جنيه بعد أن كان يقدر بـ 43.9 مليون جنيه سنة 1958.

-المرحلة الثالثة (مرحلة سياسة الإنفتاح الإقتصادي) 1974-1990 :

بدأت هذه المرحلة بسياسة الإنفتاح الإقتصادي، بصدور مجموعة من القوانين والقرارات بهدف تنمية سوق المال بمصر منها [1]:

-قانون رقم 43 لسنة 1974، بشأن إستثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق، ومنح هذا الأخير إعفاءات ضريبية تتراوح من 05 إلى 10 سنوات، وعدل هذا القانون بالقانون رقم 32 لسنة 1977، تم بموجبه إزالة العديد من القيود على سوق الصرف الأجنبي؛

-قرار وزير الإقتصاد والتعاون الدولي رقم 318 لسنة 1977، لتنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية في الأوراق المالية الأجنبية ؛

-القرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979 ، بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال ؛

-القانون رقم 121لسنة 1981 ، بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات ؛

-القانون رقم 159 لسنة1981، بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة.

-المرحلة الرابعة: (1994-1997)

تبلورت في هذه المرحلة السوق المصرية في صورتها الحالية، بفضل الجهود التي بذلت قصد الإصلاح الإقتصادي منذ سنة 1991 للوصول إلى خلق بيئة إقتصادية مستقرة، وذلك بتخليص الإقتصاد المصري من بعض الإختلالات، كإرتفاع معدلات التضخم، ومعالجة عجز الموازنة، هذا وقد صدر لتحقيق هذه الأهداف العديد من التشريعات أهمها[2]:

-قانون قطاع الأعمال العام رقم (203) لسنة1991، والذي عمل على حل مشاكل شركات القطاع العام والتحول إلى القطاع الخاص؛

-القانون رقم (08) لسنة1997، بشأن ضمانات وحوافز الإستثمار، مما أدى إلى تنشيط الطلب على الأموال القابلة للإقراض وعرض الأوراق المالية؛ ففي هذه المرحلة صدر قانون الخاص لسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق وإستحدث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية والإشتراك في

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية أسواق رأس المال-البورصات-البنوك- شركات الإستثمار، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006، ص69.

[2] عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص484 .

تأسيس شركات المقاصة والتسوية في للمعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصتا القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية من خلال شبكة المعلومات الإلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين[1].وتم ربط بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية بشبكة الحاسب الآلي، وتم توجيه سوق التداول تحت إشراف هيئة سوق المال ورقابتها مع الإعداد لربطهما بالبورصات العربية والعالمية[2].

2.2.الإطار التنظيمي لسوق مصر للأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرض إلى مجموعة من النقاط الأساسية لسوق مصر للأوراق المالية:

1.2.2.الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية بمصر

أن تصبح البورصة المصرية هي السوق المالية الرائدة في منطقة الشرق الأوسط ومنطقة شمال أفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذات العلاقة[3].

2.2.2.الأهداف

تهدف البورصة المصرية إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب من خلال تقديم أفضل بنية تكنولوجية وتوفير أحدث المنتجات والآليات مع الحرص على تحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.

3.2.2.نقاط القوة

تتمثل نقاط قوة البورصة المصرية فيما يلي:

–السوق الوحيد المرخص له بتداول الأوراق المالية.

–تنوع قطاعي مقارنة بأسواق المنطقة.

–بنية تكنولوجية متطورة.

–عدم وجود قيود على التداول.

4.2.2.نقاط الضعف

تتمثل نقاط ضعف البورصة المصرية فيما يلي:

–ضعف البنية التشريعية وعدم مرونتها لمواكبة التطورات في أسواق المال.

–الإنخفاض النسبي لرأس المال السوقي للشركات المقيدة.

–إنخفاض معدلات السيولة ونسب الإستثمار المحلى في البورصة.

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص 189.

[2] مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2009، ص 61.

[3] إستراتجية البورصة المصرية (2013-2017) ، ص 06، من الموقع : www.egx.com.eg ، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

–قلة الأدوات والآليات المالية المتاحة.

–ضعف سوقي السندات وخارج المقصورة.

5.2.2.الفرص

يمكن إجمالها فيما يلي:

–إنشاء شركات تمثل إقتصاد ذو أساس قوي ولديه فرص وإعادة النمو عند الإستقرار.

–إكتمال البناء المؤسسي للدولة والإستقرار سيجذب إستثمارات ضخمة.

–وجود قطاع كبير من الشركات المساهمة غير المقيدة في البورصة والتي يمكن إدراجها في البورصة.

6.2.2.التحديات

تعد سوق الأوراق المالية المصرية من أهم الأسواق المالية في إفريقيا، حيث أنه يحتل المرتبة الثانية في إفريقيا والشرق الأوسط بعد جنوب إفريقيا حسب التصنيف الذي أقرته مؤسسة التمويل الدولية من حيث الحجم، ومرت البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة بالعديد من التحديات الهامة نتيجة التطورات السياسية والإقتصادية التي مرت بها البلاد على المستوى المحلي والإقليمي والدولي، بدءا من الأزمات المالية على المستوى العالمي وتباطؤ أداء الإقتصاد العالمي وما ترتب عليه من تراجع في أحجام الإستثمارات وتأثيره الكبير على أداء الإقتصاد ومن ثم ثقة المستثمرين في السوق المحلية، ومن أهم هذه التحديات نجد ما يلي[1]:

–المخاطر السياسية والإقتصادية الحالية غير القابلة للتوقع.

–المنافسة من الأسواق المحيطة.

–الإحتياج المستمر إلى إستثمارات ضخمة للحفاظ على بنية تكنولوجية محدثة.

–القيود المفروضة على سعر الصرف وحرية إنتقال رؤوس الأموال.

–إنخفاض الثقافة المجتمعية وغياب دور الإعلام في توعية المجتمع.

[1]إستراتجية البورصة المصرية (2013-2017) ، ص 04، من الموقع : www.egx.com.eg، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة للبورصة المصرية وشروط الإدراج فيها

تقوم البورصة المصرية بتطوير قواعد القيد الخاصة بالشركات، وذلك لكي تفرق بين الشركات المقيدة التي تلتزم بممارسات وقواعد الشركات وغيرها من الشركات التي لا تلتزم بذلك، وسنوضح فيما يلي أهم المؤسسات العاملة في مجال تنشيط البورصة المصرية وشروط الإدراج فيها.

1.شروط الإدراج في البورصة المصرية

يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر ما يلي[1]:

–بالنسبة للأسهم:

ا.أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن خمسون ألف جنيه؛

ب.أن تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها، بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك الواحد؛

ت.أن تكون الأسهم قد طرحت في إكتتاب عام، وإلا فيجب تقديم 03 ميزانيات مرضية عن 03 سنوات متتالية سابقة لطلب القيد؛

ث.يتم الإكتتاب في أسهم الشركة بالكامل، ولا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربع تلك القيمة، على أن تقيد في جدول الأسعار المؤقت لحين سداد القيمة الكاملة.

–بالنسبة للسندات:

ا. لا يقيد في البورصة إلا سندات الشركات التي قيدت أسهمها في البورصة فعلا وإذا كانت الشركة أجنبية فيجب توافر الآتي:

* أن تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جداول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة؛
* أن لا تقل قيمة كل منها الإسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب؛
* أن تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية؛

ب.إذا كانت السندات صادرة عن الحكومة والهيئات العامة وأيضا الأوراق المالية التي تضمنها الحكومة سواء تناول هذا الضمان رأس المال أو الفوائد أو الأرباح، فتقبل للقيد بقرار وزير الإقتصاد.

2.الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية المصرية وهيكلها التنظيمي

تعد سوق الأوراق المالية المصرية من أهم الأسواق المالية في الدول العربية، ولقد نصَّ قانون رقم 95 لسنة 1992 على أن سوق الأوراق المالية المصرية تتشكل من عدة جهات ممثلة كما يلي:

[1]عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص ص130-131.

1.2.الهيئة العامة لسوق المال:

وهي تؤثر في سوقي الإصدار والتداول وتعمل على تطوير بورصة الأوراق المالية، وأيضا التنسيق بين قانون الشركات المساهمة وقانون الإستثمار وتوحيد الإشراف على المشروعات الإستثمارية، وتحقيق بعض الإصلاحات لبورصة الأوراق المالية.

وقد ورد بشأنها الباب الرابع من القانون رقم 95 لسنة 1992 بإصدار قانون سوق رأس المال، ومن أهم المهام الموكلة إليها ما جاءت به المادة 43 منه، ويمكن حصرها فيما يلي[1]:

–تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

–التنظيم والإشراف على دورات تدريبية للعاملين في سوق رأس المال أو الراغبين في العمل به.

–الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التي تعبر عنها.

–مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الإحتيال أو الإستغلال أو المضاربات الوهمية.

–إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.

2.2.الشركات المساهمة وشركات السمسرة:

وتشمل ما يلي:

–الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع، وتشترط اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 لصحة الإكتتاب سواء كان عاماً أو غير عام الشروط الآتية[2]:

ا.أن يكون كاملا بأن يغطي جميع أسهم الشركة التي تمثل رأس المال المصدر في شركات المساهمة أو الحصص والأسهم في شركات التوصية بالأسهم.

ب.أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الإكتتاب على شرط، بطل الشرط وصحة الإكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً إلى أجل بطل الأجل وكان الإكتتاب فورياً.

[1] صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول، "حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الإقتصادي"، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق، يومي 15 -16 تشرين الأول أكتوبر 2008، ص 47.

[2] قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة 1997، ص 34.

ت.أن يكون جدياً لا صورياً.

ث.ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الإسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة.

ح.أن تكون الأسهم التي تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة.

كما إشترطت على كل شركة طرحت أوراقاً مالية لها في إكتتاب عام أن تقدم على مسؤوليتها إلى الهيئة بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لإنتهاء تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة النشاط مصدقاً على ما ورد بهما من مراقب الحسابات،وذلك طبقاً للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقاً للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية[*].

–شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية:

إشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 في مادتها رقم 124 أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجبت عليها إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت في مادتها 120 قد حددت الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وقد وضع الحد الأدنى لرأس مال لشركات لضمان الجدية وحفاظاً على أموال المستثمرين وحمايتها، ويقتصر التعامل في بورصة الأوراق المالية على السماسرة، وقد يستعين السمسار بنوعين من المساعدين هما: المندوب الرئيسي والوسيط في البورصة.

3.2.شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

تعتبر شركة مصر للمقاصة والتسوية والإيداع المركزي الهيئة المركزية الوحيدة في مصر المخول لها القيام بعمليات المقاصة والتسوية لعمليات البيع والشراء التي تتم ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، وكذلك تتمثل مهمتها في تطبيق نظام القيد المركزي في مصر بما يتضمنه من تحقيق الحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحويل التعامل عليها إلي قيود دفترية ليسهل تداولها بين المساهمين.

4.2.هيئة الإستثمار وقطاع شركات الأموال:

حل قطاع شركات الأموال محل قطاع مصلحة الشركات سابقا، ويشرف على تنفيذ وتطبيق قانون الشركات رقم 159 لسنة1981، وقد إنتقلت تبعيته بموجب القرار415 لسنة 2001 إلى الهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة بعد أن كان تابعا لوزارة الإقتصاد والتجارة الخارجية، ويخول له سلطة رفض طلبات تأسيس شركات والتصديق على قرارات الجمعية العامة غير العادية بتصفية نشاط الشركة، وتقوم هيئة الإستثمار بالإشراف على الشركات المؤسسة وفقا للقانون رقم 8 لسنة 1997.

[*] وقد تم إضافة تعديل على هذه المادة بوجوب تقديم قوائم مالية كل ثلاثة أشهر لإحكام الرقابة على الشركات.

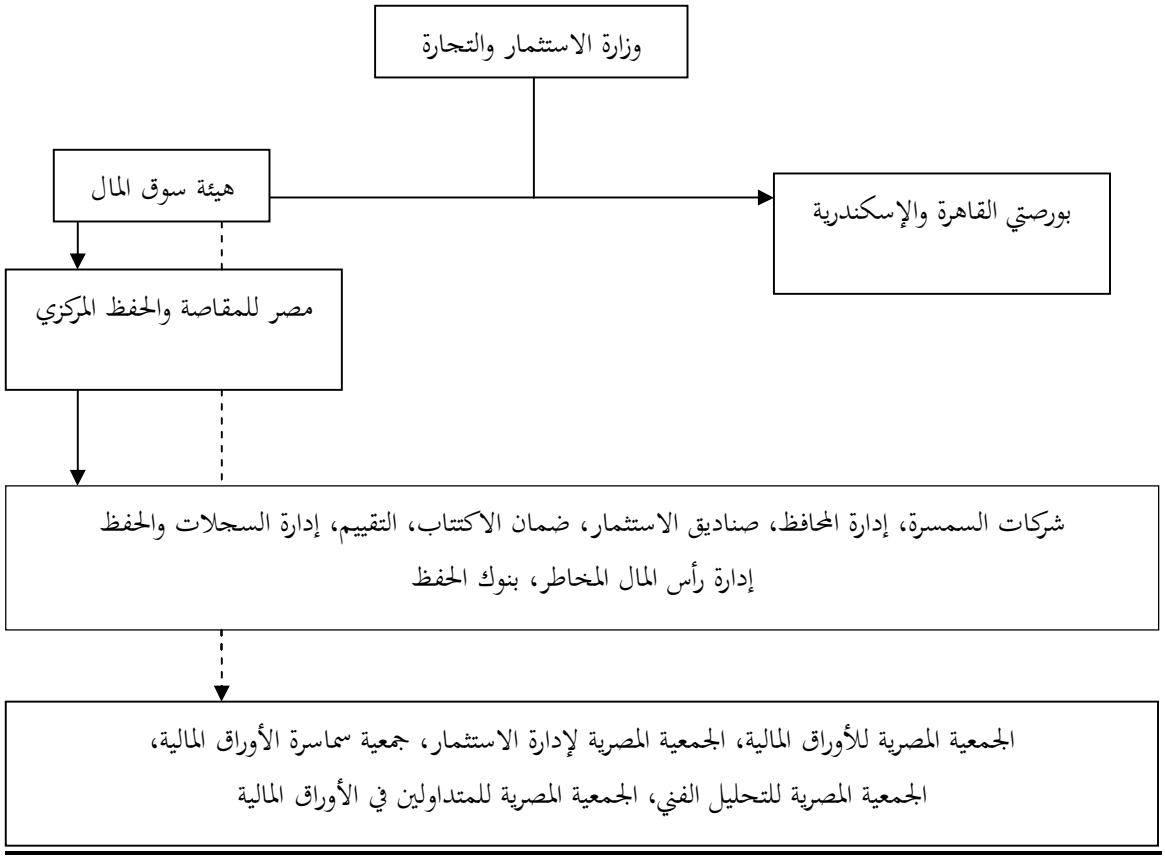
5.2.بعض المؤسسات الخاصة:

بالإضافة إلى الجهات الرقابية الحكومية وشبه الحكومية، يعمل بالسوق نوعان من المؤسسات الخاصة هما:

–النوع الأول: هو الهيئات غير الهادفة للربح أو ذاتية التنظيم والتي تساعد على إنضباط العمل في سوق المال وتضم كل من الجمعية المصرية للأوراق المالية والجمعية المصرية لإدارة الاستثمار وجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية.

–النوع الثاني: المؤسسات الخاصة الهادفة لتحقيق الربح، حيث يتعدد الممارسون الذين يهدفون إلى تحقيق الربح بسوق المال في مصر، فتوجد مكاتب للمراجعة والمحاسبة والمحاماة، وشركات التصنيف الإئتماني، وشركات التحليل المالي ونشر المعلومات، وشركات الوساطة في الأوراق المالية، وشركات الترويج وتغطية الإكتتاب وإدارة الأصول، ومكاتب المحاماة، وضمانا لجودة ودقة الإفصاح المالي قامت الهيئة باعتماد مجموعة من مراقبي الحسابات، ويوضح الشكل التالي الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية المصرية.

الشكل رقم (11): الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية بمصر



المصدر: وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (2001)، جانفي 2002، ص 24.

المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقييم سوق الأوراق المصرية خلال الفترة(2006-2015)

لدراسة أداء سواق الأوراق المالية المصرية، وتقييم أداءها سنتطرق إليه من خلال تحليل تغيرات المؤشرات الموالية:

المؤشر الأول: رأس المال السوقي(القيمة السوقية)

يعبر هذا المؤشر عن مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط أسعار إغلاقها في نهاية المدة، ويعتبر المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق، إذ كلما إرتفعت قيمة هذا المؤشر كلما دل ذلك على إرتفاع حجم السوق، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو إرتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاسا لإتساع حجم المعاملات المالية أو كلاهما معا.

أما معدل القيمة السوقية[*]: فيستخدم لقياس حجم السوق الكلي أي لقياس حجم العرض الكلي(أهمية القيمة السوقية للأسهم في الإقتصاد)، وهو يمثل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالية للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعد هذا المؤشر "مقياسا" مناسبا لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على مستوى الإقتصاد الكلي، على الرغم من أن عوامل مثل الضرائب قد تغير حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق المالية، وللتوصل إلى قياس معدل رأس المال السوقي للبورصة يتطلب مؤشرين هما:رأس المال السوقي (القيمة السوقية) والناتج المحلي الإجمالي.

المؤشر الثاني: حجم وقيمة التداول

يمثل حجم التداول قيمة الأسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال مدة معينة ويعد من المؤشرات التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق وإحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، حيث يعبر حجم التداول عن القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية غالبا ما تكون سنة فهو يعكس سيولة السوق.

المؤشر الثالث: عدد الشركات المدرجة

يقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، وأن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه إستخدام مؤشر القيمة السوقية (أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لتلك الشركات صغيرا)، ويؤدي إرتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى زيادة إتساع حجم السوق، وبالتالي إرتفاع حجم الإستثمارات في السوق ويرتبط ذلك بإرتفاع رأس مال الشركات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الإستثمارات من حيث الحجم والإتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة.

[*] يقاس معدل رأس المال السوقي من خلال قسمة القيمة السوقية لأسهم رأس مال الشركات المقيدة على الناتج المحلي الإجمالي (أي أن السندات لا تدخل في هذا التحليل).

المؤشر الرابع: معدل الدوران

يقصد بمؤشر السيولة للسوق المالية بمدى قدرة المستثمرين على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، ويمكن قياس هذا المؤشر من خلال: معدل الدوران حيث يسمح بدراسة مؤشر معدل الدوران كمؤشر للسيولة في السوق، الذي يقيس معدل دوران الأسهم، أي إجمالي الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة خلال فترة زمنية معينة.

1.رأس المال السوقي[*]

عرف رأس المال السوقي تطورا ملحوظا فقد نما بإستمرار خلال فترة الدراسة(2006-2015) فظل يرتفع بانتظام منذ سنة2006 ويرجع ذلك إلى إزدياد عدد الشركات المدرجة في السوق الأولية من جهة وإرتفاع أسعار الأسهم من جهة أخرى، وإرتفاع عدد أيام التعامل مما يعزز من حجم التعاملات ونشاط العرض والطلب داخل السوق، بالاضافة إلى إدخال نظام التداول الإلكتروني في البورصة وإعتماد الهيئة على مديرية تمويل وحوكمة الشركات في تحصيل البيانات مما زاد في ثقة المستثمرين في السوق وسهولة تنفيذ أوامرهم، وبالتالي إرتفاع معدل رأس المال السوقي إلى ما هو عليه، ويؤكد ما سبق على النشاط المتزايد لسوق رأس المال المصري وقدرته على جذب الإستثمارات المختلفة، ومن ثمَّ يمكن إستنتاج عدة دلائل توضح الأثر الإيجابي لإتساع حجم السوق لأنه يعمل على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، والجدول الموالي يوضح تطور معدل رأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية المصرية للفترة (2006-2015).

الجدول رقم (15): تطور معدل رأس المال السوقي في سوق الأوراق المالية المصرية للفترة (2006-2015)

السنوات	رأس المال السوقي (مليار جنيه*)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار جنيه)	معدل رأس المال السوقي(%)	رأس المال السوقي (مليون دولار)	سعر صرف الجنيه مقابل الدولار
2006	534	741.6	72	93498.85	5.7113
2007	768	893.02	86	138778.46	5.5340
2008	474	1053.3	45	85970.8	5.5135
2009	500	1219.5	41	91162.7	5.4847
2010	488	1220	40	84072.7	5.8045
2011	294	1547.3	19	48740.05	6.032
2012	376	1566.6	24	61649.450	6.099
2013	427	2033.3	21	61545.11	6.938
2014	500	2000	25	69900.74	7.153
2015	430	1954.5	22	54938.03	7.827

[*] تنظمن الإحصائيات والبيانات السوق الرسمي (بورصة القاهرة والإسكندرية) ولا تتضمن بيانات بورصة النيل (سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة) التي تأسست في 2010/06/03.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية بورصتي القاهرة والإسكندرية إصدارات مختلفة.
* رأس المال السوقي =عدد الأسهم المقيدةx سعر السوق في نهاية السنة

نلاحظ من الجدول(15) أن رأس المال السوقي قد نما بإستمرار خلال سنوات الدراسة (2006–2015) ويرجع ذلك إلى ازدياد عدد الشركات المدرجة في السوق الأولية من جهة وإرتفاع أسعار الأسهم من جهة أخرى، وارتفاع عدد أيام التعامل مما يعزز حجم التعاملات ونشاط العرض والطلب داخل السوق، حيث بلغ سنة 2006 نحو534 مليار جنيه بما يعادل 93498.85 مليون دولار ثم شهد ارتفاعا ملحوظا إلى مستوى قياسي متجاوزًا حاجز 768 مليار جنيه سنة 2007 ما يعادل 138778.46 مليون دولار وهو من أعلى المستويات التي تحققت في تاريخ البورصة المصرية مسجلا بذلك ارتفاعا بنحو44% عن نهاية 2006 وذلك بالرغم من تراجع عدد الشركات المقيدة في البورصة، وعرف انخفاضا سنة 2008 ليبلغ نحو474 مليار جنيه أي ما يعادل 85970.8 مليون دولار ليعرف بعد ذلك نوعا من التحسن خلال سنة 2009 إذ بلغ نحو 500 مليار جنيه بما قيمته91162.7 مليون دولار أي بإرتفاع قدره 5.4% عن سنة 2008، وبلغ رأس المال السوقي نحو 294 مليار جنيه في نهاية سنة 2011 أي ما قيمته 48740.05 مليون دولار بتراجع قدر بـ 40% عن نهاية سنة 2010، لكنه بعد ذلك عاود الارتفاع ليصل إلى 376 مليار جنيه سنة 2012 أي ما يعادل 61649.45 مليون دولا، ويرجع ذلك كنتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية (أزمة 2008 وتداعياتها) والتي سببت خسائر كبير ة للبورصة المصرية متمثلة في إنخفاض أسعار الأسهم نظًرا للتراجع الكبير الذي شهدته أسعار الأسهم خلال هذه الفترة، بالإضافة إلى إنخفاض عدد الشركات المدرجة، وهو السبب الذي ساهم في انخفاض رأس المال السوقي بالإضافة إلى الأحداث السياسية التي عرفتها مصر، لتعاود الارتفاع سنة 2013 وتبلغ 427 مليار جنيه بما قيمته 61545.11 مليون دولار، ومن جانب أخر ونتيجة للتطورات الإيجابية في أداء السوق فقد تجاوز رأس المال السوقي حاجز نصف تريليون جنيه خلال سنة 2014 ليبلغ أعلى مستوياته منذ 2009، وقد بلغ حجم رأس المال السوقي خلال 2014 ماقيمته500 مليار جنيه أي ما يعادل 69900.74 مليون دولار، هذا وقد إنخفض رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في البورصة المصرية ليصل إلى 430مليار جنيه بما قيمته54938.03 مليون دولار في نهاية سنة2015 (أي بانخفاض قدره 70مليار جنيه أي بنسبة16.27% عن سنة 2014).

أما بالنسبة معدل رأس المال السوقي (نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي)، والتي تعتبر من أهم المؤشرات التي لقياس كفاءة أداء الأسواق المالية، وتستخدم أيضا لإبراز حجم السوق من الإقتصاد، فمن خلال الجدول رقم (15) نلاحظ أن الإرتفاع المستمر لهذه النسبة ولكن دون أن تصل إلى أكثر من 100% أي أن يكون رأس المال السوقي أكبر من الناتج المحلي الإجمالي والذي يتواجد فقط في الأسواق المالية المتقدمة، غير أن حجم هذا السوق قد شهد اتساعا كبيرا، وأن هذا التطور عرف تذبذبا في الفترة محل الدراسة من حيث تطور معدل رأس المال

السوقي حيث كانت هذه النسبة سنة 2006 نحو72% لترتفع سنة 2008 مسجلة 86% حيث كانت أعلى قيمة لها في هذه السنة وهو ما يؤكد إزدياد اتساع هذه السوق، وإزدياد الإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية، وهو ما يؤكد الدور المتزايد لهذه السوق في التنمية الإقتصادية، ثم بدأت هذه النسبة في الإنخفاض والتذبذب وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية والأوضاع السياسية والإقتصادية التي عرفتها مصر لتصل إلى 19 % سنة 2011، وهي أدنى نسبة تعرفها السوق، وقد سجل رأس المال السوقي نحو 22% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2015، وهذا بسبب انخفاض أسعار الأسهم في السوق وإنخفاض عدد الشركات المدرجة في البورصة.

2.حجم وقيمة التداول

واكب إتساع السوق المالية نموا في حجم التداول في السوق، حيث إنعكس الأداء الإقتصادي الجيد وزيادة النقد لدى المتعاملين في السوق على زيادة قيمة التداول، ويشير اتجاه قيمة التداول في سوق رأس المال المصري إلى الإرتفاع بمعدلات متزايدة، حيث يشير تطور تداول الأسهم في سوق التداول المصرية إلى نمو متزايد خلال فترة الدراسة، ويبين الجدول الموالي تطور حجم وقيمة التداول للبورصة المصرية خلال الفترة (2006-2015).

الجدول رقم (16):تطور حجم وقيمة التداول للبورصة المصرية خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	قيمة إجمالي كمية التداول*	إجمالي حجم التداول**	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	قيمة الأسهم المتداولة مليون دولار	قيمة إجمالي التداول مليون دولار
2006	287	9.1	9013.2	48954	50251.25
2007	363	15.1	15752	64772	6559.45
2008	529.6	25.5	22151	87958	96055.13
2009	448.2	36.6	36654	81173	81718.23
2010	321	33	7123	12480	55301.92
2011	148	18.5	3648	4646	24535.84
2012	185	34	11211	6532	30332.8
2013	162	29	10270	5470	2334.96
2014	291	57	12915	8960	40682.23
2015	248	45	16861	6805	31685.2

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية إصدارات مختلفة.

–صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، أعداد مختلفة للسنوات(2006، 2015).

*كمية إجمالي التداول مليار جنيه حيث تشمل بيانات التداول الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار

** إجمالي حجم التداول مليار ورقة مالية

ويوضح الجدول (16) أن قيمة التعاملات في السوق المصرية قد شهدت تطورا ملحوظا في نشاط التعامل على الأوراق المالية حيث ارتفعت قيمة التداول من287 مليار جنيه سنة 2006 وهو ما يعادل50251.25 مليون

دولار كنتيجة لتطبيق نظام تداول الأوراق المالية عبر شبكة الإنترنت في 20 يوليو2006، ثم ارتفعت لتبلغ 363 مليار جنيه سنة2007 ما يعادل6559.45 مليون دولار (أي نسبة نمو بلغت 26.48% عن سنة 2006)، وإستطاعت البورصة المصرية أن تحافظ على إتجاهها التصاعدي محققة مستويات مرتفعة من إجماليات التداول، وقد جاءت هذه النتائج بفضل مجموعة من الإجراءات خلال هذه الفترة استهدفت دعم نشاط البورصة سواء تعلق الأمر بالهيكل التنظيمي أو بالسعي لتوفير أكبر قدر من الشفافية والإفصاح لطمأنة المستثمرين في الداخل والخارج، ومن بين هذه الإجراءات إدخال نظام التداول الإلكتروني وربط بورصتي القاهرة والإسكندرية إلكترونيا بالإضافة إلى إستحداث أدوات مالية جديدة من طرف الجهاز المصرفي وذلك تماشيا مع الإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية.

حيث شهدت سنة 2007 الإعلان عن تخفيض مدة تسوية التعاملات لكافة الأوراق المالية المقيدة إلى يومين (t+2) بالإضافة إلى رفع الحدود السعرية عن 151 شركة، مما ساعد على زيادة السيولة في السوق ومن ثم ارتفاع قيمة وحجم التداول[1]. ومن ناحية أخرى، فقد ارتفعت كمية التداول لتحقق 15.1 مليار ورقة مالية خلال سنة2007 بزيادة قدرها 66% مقارنة بسنة 2006 حيث كانت تمثل 9.1 مليار ورقة مالية، وخلال سنة 2008 حافظت البورصة على إجماليات تداول مرتفعة حيث تجاوزت قيمة التعاملات حاجز 529.6 مليار جنيه ما يعادل 96055.13 مليون دولار أي زيادة قدرها 45.89% مقارنة بسنة 2007، وذلك نتيجة لإستمرار تنفيذ برنامج الخصخصة، واستطاعت البورصة المصرية أن تحقق مستويات جيدة من إجماليات التداول خلال سنة 2009، حيث سجلت إجمالي قيمة تداول قدرها 448.2 مليار جنيه ما يعادل 81718.23 مليون دولار، ومن ناحية أخرى، فقد إرتفعت كمية التداول محققة 36.6 مليار ورقة مالية خلال سنة 2009 مقارنة بنحو 25.5 مليار ورقة مالية سنة 2008، أي بزيادة قدرها 43% وقد سجلت أحجام التعاملات في السوق إتجاهاتصاعدي ًا خلال سنة 2009 بالرغم من الأزمة العالمية، حيث قفزت كمية التداول إلى نحو 36.6 مليار ورقة بارتفاع بلغ 43% عن سنة2008، وإن كانت قيمة التعاملات قد انخفضت عن سنة 2007 بنحو15% لتسجل نحو 448.2 مليار جنيه وذلك بسبب انخفاض الأسعار.

وخلال سنة 2011 شهدت البورصة المصرية إنخفاضًا ملحوظًا في أحجام التعاملات حيث حققت قيمة تداول قدرها 148 مليار جنيه بقيمة 24535.84 مليون دولار مقارنة بنحو 321 مليار جنيه سنة 2010 ومايعادل5503.92 مليون دولار، ولصحة المقارنة يجب الأخذ في الإعتبار أن البورصة المصرية قد توقفت عن العمل بعد الثورة المصرية لمدة 55 يوم تقريب ً ا.* ومن جهة أخرى سجلت كمية التداول سنة 2011 والذي يعتبر واحد من أدنى مستويات البورصة على مدار عدة سنوات، حيث سجلت تراجعًا مماثلا لتصل إلى نحو 18.5مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 33 مليار ورقة مالية سنة 2010، وبعد ذلك بدأت بالانخفاض بشكل ملحوظ حتى

[1] التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2007 ، ص2.

*تم إيقاف التداول في البورصة المصرية من 2011/01/30الى غاية 2011/03/22 وهذا بسب الأحداث السياسية التي عرفتها مصر.

وصلت إلى أدنى مستوياتها في نهاية سنة2011، وفي سنة 2012 فإن أداء البورصة قد تحسن مقارنة بسنة 2011، فعلى مستوى أحجام التداول فقد ارتفعت إلى نحو 34 مليار ورقة مالية وهو رقم لم يتحقق حتى في السنوات الأخيرة في مرحلة ما قبل الثورة، بينما سجلت قيمة التداول نحو 185 مليار جنيه ما يعادل 3034.96 مليون دولار مقارنة بنحو 148 مليار جنيه في سنة 2011 وهو ما يعادل 24535.84 مليون دولار، وفي سنة 2014 قفزت قفزت أحجام التداول خلال العام إلى نحو 57 مليار ورقة مالية وهو أعلى مستوى تحقق للبورصة المصرية على مر تاريخها، وهو ضعف الرقم المتحقق في 2013، والأهم أنه للمرة الأولى يزيد عن ضعف كميات التداول المحققة قبل الأزمة العالمية وهي أعلى مستويات حققتها البورصة سابقا، وإن كانت قيمة التداولات لم ترقى إلى نفس المستوى التاريخي الذي بلغته أحجام التداولات، حيث سجلت قيمة التداول ما يزيد عن 291 مليار جنيه وهو ما يعادل 40682.23مليون دولار ولكن مع ذلك يظل أعلى مستوى لقيم التعاملات مقارنة بـ162مليار جنيه في 2013 أي ما يعادل 2334.96 مليون دولار، وفي سنة 2015 حققت كمية التداول ما يزيد عن 248 مليار جنيه بقيمة31685.2 مليون دولار كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 45 مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 57 مليار ورقة مالية في سنة 2014 أي بإنخفاض قدره 12 مليار ورقة مالية أي انخفاض بنحو 21% مقارنة بالسنة السابقة.

وأسهمت حركة التحديث التي قامت بها البورصة المصرية خلال سنة 2014 فيما يلي:

–المساهمة الفعالة للبورصة المصرية في تحسن مناخ الإستثمار: وخاصة فيما يتعلق بتعديلات قواعد القيد في تحسين تقييم مناخ الإستثمار في مصر ورفع أداء السوق المالية.

–تطورات هيكيلة في منظومة حماية المستثمرين حيث تم البدء بإطلاق قواعد جديدة للقيد والإفصاح تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين وتطبيق أوسع لقواعد الحوكمة، وشهد سنة 2014 تحرك إستراتيجي لإدارة البورصة في عدد من الأزمات التي واجهت السوق بمطالبة الشركات المقيدة بتقديم إفصاح إضافي عن أوضاعها المالية والتشغيلية لإعطاء صورة أفضل للمستثمرين عن أوضاع الشركات[1].

– تعميق للبنية التشريعية والتنظيمية: من خلال التطورات التشريعية والتنظيمية التي إستهدفت تطوير وتحسين منظومة التداول في البورصة المصرية، حيث بدأ العام بإصدار قواعد جديدة للقيد والإفصاح تستهدف تحقيق حماية أكبر للمستثمرين وتطبيق أوسع لقواعد الحوكمة بالإضافة إلى زيادة قدرة البورصة على إستقطاب الشركات الواعدة، بالإضافة إلى تحقيق مرونة أكبر للشركات في القرارات الخاصة بزيادات رؤوس الأموال، لتصل الموافقات على بعض الحالات لزيادات رؤوس الأموال إلى 24 ساعة فقط.

[1]التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2014، ص11.

–تنفيذ عدد من التطورات الهيكلية بهدف تحسين منظومة التداول، حيث تم إدخال نظام الصفقات ذات الحجم الكبير Block Trading والذي بلغت تعاملاته خلال سنة 2014 ما يقرب من 5.5 مليار جنيه.

–إعتماد القواعد الخاصة بصانعي السوق Market Maker وصناديق المؤشرات ETFs .

–تمديد ساعات التداول إلى أربع ساعات ونصف بدلاً من أربع ساعات لإستيعاب الزيادة في أحجام التداول.

3.عدد الشركات المدرجة

الجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (2006-2015)

جدول رقم (17): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (2006–2015)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المدرجة	595	435	373	306	212	213	213	212	214	221

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية إصدارات مختلفة.

نلاحظ من خلال الجدول رقم(17): أن عدد الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية بلغ سنة 2006 744شركة مدرجة ثم إنخفض عددها في نهاية 2007 ليصل إلى 435 شركة بانخفاض قدره 309 شركة بنسبة انخفاض قدرها 71.03%، ومن جانب أخر، فقد تراجع عدد الشركات المدرجة في البورصة المصرية إلى 373 شركة بنهاية 2008 مقارنة بعدد 435 في نهاية 2007، وذلك نتيجة لإستمرار التطبيق الحازم لقواعد القيد والإفصاح فقد واصلت إدارة البورصة التطبيق الصارم والمحكم لقواعد القيد وتفعيل لمبادئ حوكمة الشركات بهدف شطب الشركات التي لا تتوافق مع معايير القيد والإفصاح، هذا وقد واصل عدد الشركات المدرجة التراجع لينخفض إلى 306شركة في نهاية سنة2009، نتيجة استمرار التطبيق الحازم لقواعد القيد والإفصاح وحوكمة الشركات، لتواصل عدد الشركات المدرجة بالانخفاض لتصل إلى 212شركة بنهاية سنة 2013، حيث شهدت سنة 2014 ارتفاع في عدد الشركات المقيدة الجديدة حيث وصلت إلى214 شركة، ثم استمرت في الإرتفاع إلى 221 شركة سنة 2015 بارتفاع قدره 7 شركات مقارنة عن سنة 2014، ويرجع ذلك إلى برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي وبرامج الخصخصة ونتيجة لمجهودات الترويج بالإضافة إلى القرار الهام من إدارة البورصة بتخفيض مستندات القيد إلى النصف للتسهيل دخول الشركات الراغبة في الإدراج، وقد انعكس ذلك في زيادة عدد الشركات المدرجة، وفي عمق السوق من خلال استمرار جهود جذب شركات جديدة للإدراج.

4.معدل دوران الأسهم

الجدول التالي يوضح تطور معدل دوران الأسهم في سوق التداول المصري خلال الفترة (2006-2015)

الجدول رقم(18):تطور معدل الدوران في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
معدل الدوران(%)*	48.7	38.7	70.3	49.9	41	32	29	21	38	27

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية إصدارات مختلفة.

*معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة/ رأس المال السوقي في نهاية السنة

يلاحظ من خلال الجدول (18) أن معدل الدوران في الفترة (2006-2015) عموما ظل يتذبذب بين الإرتفاع والإنخفاض بالرغم من الإرتفاع المستمر لرأس المال السوقي وذلك نظرا لتركز التداول على بعض أسهم الشركات الرائدة والقوية، مما يفسر بطء التداول، أضف إلى ذلك وجود نسبة كبيرة من الشركات المغلقة أي العائلية والتي يقتصر إقتناء وتداول أسهمها على عدد محدود من المستثمرين، حيث بلغ معدل الدوران في سنة 2006 نحو 48.7% وإنخفض سنة 2007 إلى 38.7%، ولكن بعد ذلك إرتفع المؤشر ليصل إلى 70.3% سنة 2008، وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية التي أثرت على حجم التداولات في بورصة المصرية خاصة بسبب كثرة المبيعات بين المستثمرين الأجانب، ويرجع هذا إلى إرتفاع قيمة التداول في السوق سنة 2008 في إطار مواكبة البورصة المصرية للمعايير العالمية فقد تم تخفيض زمن التسوية لجميع الأوراق المالية إلى يومين فقط بعد يوم التداول (T+2) ، وهو من أفضل المعدلات المطبقة على مستوى بورصات العالم، حيث أسهم ذلك في زيادة معدلات الدوران والسيولة في السوق بشكل ملحوظ[1]، هذا وقد إرتفع معدل الدوران للأسهم المقيدة في السوق الرئيسية بشكل ملحوظ خلال سنة 2014 ليسجل 38% وهو الأعلى منذ سنة 2010 مما يعكس عودة السيولة بقوة للسوق المصرية، وعموما تميز معدل الدوران خلال الفترة (2009-2015) بالانخفاض والتذبذب، مسجلا 27% سنة 2015.

وشهدت سنة 2015 تطورات إيجابية في إطار تحسين منظومة التداول، ومن أهمها:

–تم للمرة الأولى في السوق المصري تداول صناديق المؤشرات على المؤشر الرئيسي للبورصة، كما تم بدء العمل للمرة الأولى بنظام صانع السوق.

–تخفيض زمن التسوية والمقاصة في السوق المصري إلى (T+1)، وهو المطلب الذي طالما نادى به المستثمرون لزيادة معدلات الدوران في السوق[2].

[1]التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2007، ص 2.

[2]التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2015، ص15.

المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية سوق الأوراق المالية في مصر

سوف نتطرق لهذا المطلب من خلال العناصر التالية:

1.تداعيات الأزمة المالية العالمية على بورصة مصر وإجراءات مواجهتها

–مثل العام 2008 عاما عصيبا على الإقتصاد العالمي حيث شهدت دول العالم سنة 2008 أزمة حادة في الغذاء واجهت الإقتصاديات النامية والمتطورة على حد سواء، واختتم العالم سنة 2008 بأزمة مالية تعتبر واحدة من أسوأ الأزمات المالية في التاريخ الإقتصادي الحديث، حيث تكبدت خلالها أسواق المال العالمية خسائر بلغت تريليونات الدولارات خلال فترة أسابيع معدودة.

حيث أسهمت الإصلاحات الإقتصادية التي قامت بها الحكومة المصرية على مدار الأربعة سنوات الأخيرة في تقوية روافد الإقتصاد المصري وجعله أكثر مرونة وقدرة على مواجهة تبعات الأزمة الإقتصادية، حيث نجحت في تحقيق معدلات نمو تجاوزت حاجز7% خلال العامين الأخيرين فضلا عن الوضع القوي لميزان المدفوعات المدعوم بنمو الصادرات وعوائد السياحة بالإضافة إلى الطفرة التي شهدتها تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر والتي سجلت أكبر مستوى تدفقات في شمال أفريقيا، الأمر الذي سوف يساعد على تقوية دور الإقتصاد المصري في مواجهة تداعيات الأزمة العالمية[1].من جانب أخر فإن الجهاز المصرفي المصري لم يتأثر بمخاطر الرهن العقاري والإستثمار في العقارات حيث كانت الحكومة المصرية قد إتخذت ضوابط هامة في وقت سابق لتنظيم عملية الإئتمان العقاري، بالاضافة إلى أن القطاع المصرفي المصري يتميز بإرتفاع في حجم السيولة وإنخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الودائع وإنخفاض نسبة الديون المعدومة، وذلك بخلاف الوضع في الدول التي تعرضت للأزمة، وتم القيام بالعديد من الإجراءات الحكومية لإحتواء أثار الأزمة المالية من أهمها مايلي[2]:

–إتخذت الحكومة المصرية حزمة من الإجراءات التي تستهدف تنشيط الإقتصاد المصري والحفاظ على معدلات نمو وتشغيل مقبولة، والحفاظ على معدلات نمو في حدود5% من خلال الإستمرار في تشجيع الإستثمارات والإستفادة من الحجم السكاني الكبير الذي تتمتع به مصر ومستويات الطلب العالية لديهم والتي ستساعد في الحفاظ على الطلب المحليقويا خلال فترة الأزمة، ومن جانب أخر فإن الأزمة العالمية قد أسهمت في إنخفاض الأسعار العالمية وبالتالي تراجع حجم الضغوط التضخمية التي واجهت السوق المصرية خلال السنوات الماضية ويساعد في تشجيع الطلب المحلي.

–تركيز الحكومة في فترة الأزمة على دعم الصادرات المصرية وزيادة تنافسيتها بالإضافة إلى العمل على توفير التمويل اللازم لقطاع الشركات المتوسطة والصغيرة التي يمكن أن تلعب دورا محوريا في مواجهة الأزمة العالمية، وفي هذا السياق

[1] التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2008، ص 1.

[2] التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2008، ص 2.

فقد قرر البنك المركزي المصري إعفاء البنوك من نسبة 14% من الإحتياطي على قروضها للشركات الصغيرة والمتوسطة وذلك لدفع هذه المشروعات للإستمرار في التنمية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية.

–قامت الحكومة بتخصيص 15 مليار جنيه لزيادة الإنفاق العام والمشاركة في تحمل عبء الرسوم الجمركية على المواد الوسيطة والسلع الرأسمالية فيما يساعد على تخفيض تكلفة الإنتاج وتنشيط الإقتصاد المصري.

2.معوقات البورصة المصرية:

بالرغم من المزايا التي يمتلكها السوق المصري إلا أن هناك العديد من المعوقات الهيكلية التي تعاني منها البورصة المصرية، ومن تلك المعوقات نذكر ما يلي[1]:

–ضعف البنية التشريعية والتنظيمية وعدم مرونتها لمواكبة تطورات سوق المال وعدم وجود قدرٍ كافٍ من الإستقلالية الذاتية للبورصة في إتخاذ القرارات.

–ضعف العمق الخاص بالسوق فيما يتعلق بالأدوات المالية والآليات الحديثة.

–الإنخفاض النسبي لرأس المال السوقي للشركات المقيدة.

–ضعف معدلات السيولة نتيجة إنخفاض درجة مشاركة الأفراد والمؤسسات نسبياً.

–ضعف سوق بورصة النيل وعدم تحقيقه للهدف المرجو منه وهو دعم قطاع الشركات المتوسطة والصغيرة.

–المشاكل المتعلقة بسوق خارج المقصورة. ومن المشاكل التي لها تأثير مباشر يمس سوق الأوراق المالية نذكر[2]:

ا.ضيق حجم السوق، وذلك بسبب محدودية عرض أدوات الإستثمار المالي ومحدودية الطلب عليها.

ب.ضعف آليات السوق: كنقص مؤسسات الوساطة المتخصصة في التسويق والتوزيع للأوراق وتغطية الإصدارات وتوفير الإستشارات وتوجيه الإستثمارات ودعم الشركات المتعثرة.

ت.تضارب السياسات والنظم التي تحكم السوق: فمثلا قد تعمل السياسة المالية من خلال أدواتها لتنشيط حركة تداول الأوراق المالية نجد أن السياسات النقدية تعمل على تشجيع الإيداعات بالبنوك من خلال زيادة سعر الفائدة على الودائع في البنوك وصناديق الإدخار، ورفع سعر الفائدة قد يجعل أدوات سوق البنوك أكثر ربحية من أدوات سوق رأس المال.

ث.تعدد الأجهزة التي تشرف على سوق المال وعدم التنسيق بينها.

[1] إستراتجية البورصة المصرية (2013-2017) ، ص 03، من الموقع : www.egx.com.eg، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

[2] عبد اللطيف مصيطفى، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية(غير منشورة)، تخصص نقود، ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، 2007 /2008، ص 352.

3.الإجراءات المتبعة من طرف إدارة البورصة المصرية لمجابهة تحديات الأزمة المالية

تأثر الإقتصاد المصري بالأزمة المالية العالمية نتيجة انخفاض التجارة والطلب العالمي، وأسهمت الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الحكومة المصرية على مدار الأربعة سنوات الأخيرة في تقوية روافد الاقتصاد المصري وجعله أكثر مرونة وقدرة على مواجهة تبعات الأزمة الاقتصادية، حيث نجح في تحقيق معدلات نمو تجاوزت حاجز 7% خلال العامين الأخيرين فضلا عن الوضع القوى لميزان المدفوعات المدعوم بنمو الصادرات وعوائد السياحة بالإضافة إلى الطفرة التي شهدتها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والتي سجلت أكبر مستوي تدفقات في شمال أفريقيا، الأمر الذي ساعد على تقوية دور الاقتصاد المصري في مواجهة تداعيات الأزمة العالمية، وقامت البورصة المصرية بالعديد من الإجراءات سنة 2008 للحد من التقلبات الحادة والاضطرابات التي عرفتها البورصة، نذكر منها اهمها كمايلي[1]:

–إلتزمت إدارة البورصة المصرية بالمعايير العالمية لأسواق المال في عدم التدخلإداريً ا في تحديد أسعار الأسهم لما أثبته ذلك التدخل من ضرر بالغ على كل الأسواق التي تم التدخل فيها إداريا، وحتى تجارب بعض البورصات بإيقاف التداول أدت إلى نتائج عكسية على مستويات الأسعار وعلى ثقة المستثمرين.

–التحرك بفاعلية أكثر على محاور تساعد على بناء الثقة في السوق حيث أقر مجلس إدارة البورصة قرًارا بعدم السماح بإدخال أوامر تداول على الشركات التي تتداول بدون حدود سعرية بأسعار تزيد أو تقل عن20% من سعر الفتح، وهو ما كان له عظيم الأثر في الحد من التراجعات الحادة وغير المبررة.

–تدشين نظام التداول الجديد ساعد على بدء نظام الجلسة الإستكشافية وهي آلية شديدة الأهمية نظًرا لدورها في الحد من التذبذبات والتقلبات الحادة في أسعار الأسهم ومساعدة أطراف السوق في تحديد أفضل الأسعار التي تحقق أكبر قدر من السيولة وتعبر عن التوجه الحقيقي للسوق.

–تكثيف حملات الترويج داخليوخارجيً ا لمخاطبة المستثمرين الأفراد والمؤسسات المحليين منهم والأجانب لتوضيح المزايا والفرص التي تتوافر في السوق المصرية خاصة مع المستويات المتدنية للأسعار، ووجود العديد من التقارير من المؤسسات الدولية التي تؤكد على أن مصر من أقل الدول تأًثرا بالأزمة المالية.

كما شهدت سنة 2008 أيضا خطوة إستراتيجية هامة للبورصة المصرية تمثلت في تدشين واحد من أحدث أنظمة التداول في العالم، منها السماح بتداول أدوات مالية أكثر تقدما كالأدوات المالية المهيكلة، الصكوك، والخيارات، " ETFs" وصناديق المؤشرات والمستقبليات، ومختلف المشتقات، كما يسمح بتجاوز عدد العمليات المنفذة ضعفي الحد الأقصى المعمول بحاليً ا، وبسرعة تنفيذ كبيرة.

[1]التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2008، ص6.

4.محاور تفعيل سوق الأوراق المالية في مصر

يمكن صياغة عدد من المحاور التي من شأنها أن تعمل على تنمية وإزدهار سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وتفعيل دورها في تنمية الإدخار بصفة خاصة سنتطرق إليها فيما يلي.

1.4.الإجراءات المتخذة لتفعيل أداء البورصة المصرية

تشمل الإجراءات المتخذة لتفعيل أداء البورصة المصرية على عدة محاور، ومن أهمها نذكر مايلي[1]:

–التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال، وإتباع سياسة إقتصادية مشجعة على الإدخار؛

–تنمية الوعي بأهمية الإدخار والإستثمار في الأوراق المالية ؛

–تنشيط العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ؛

–إستحداث وتنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق ؛

–العمل على تعدد جهات إصدار الأوراق المالية وضبط إيقاع التعامل بالسوق غير المنظم ؛

– تعزيز الإشراف والرقابة على السوق وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق ؛

–تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ؛

–العمل على تنمية إستثمارات الأجانب بسوق الأوراق المالية المصرية ؛

–العمل على تشجيع التعاون الإقليمي ؛

2.4.الجهود المستقبلية للبورصة المصرية:

ما حققته البورصة المصرية خلال السنوات القليلة الماضية يدفع لبذل مزيداً من الجهد للمحافظة على هذا النجاح في السنوات التالية وذلك وفقاً لخطة البورصة الإستراتيجية (2013 -2017) وبما يضمن إستمرار إحتلال البورصة المصرية للمكانة التي تستحقها إقليمياً ودولياً، وستتركز جهود البورصة فيمايلي[2]:

–إستمرار تطوير وتعميق البنية التشريعية والتنظيمية للسوق بما يهدف لتحقيق أكبر حماية للمستثمرين.

–إستمرار العمل على تعميق مشاركة البورصة في النمو الإقتصادي وتسهيل عمليات التكوين الرأسمالي.

–الحفاظ على التقدم التكنولوجي للبورصة المصرية ومواكبة أحدث التطورات العالمية.

–المزيد من الحوكمة والإدارة المؤسسية للبورصة المصرية مع الإستمرار في الإستثمار في البنية البشرية.

–توظيف علاقات البورصة الدولية والإقليمية لخدمة مصالح السياسة الخارجية والإقتصاد الوطني.

–الترويج الداخلي والخارجي ليس فقط للبورصة المصرية ولكن لمناخ الإستثمار في مصر بصفة عامة.

–التوسع في الدور المجتمعي للبورصة المصرية وقيادة تحالفات لتعزيز العمل الجماعي.

---

[1] حسين عبد المطلب لأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، بحث مقدم إلى الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مجلة مصر المعاصرة، ص 6.

[2] التقرير السنوي للبورصة المصرية لسنة 2014، ص19

المبحث الثاني: بورصة عمان

تعد بورصة عمان من بين البورصات الناشئة التي تشهد تطوراً نوعياً من حيث المستوى التنظيمي والتقني وإستخدام التكنولوجيا المتطورة في المعاملات المالية ووجود رغبة سياسية من سلطات الدولة الأردنية في بناء سوق مالية عربية ذات مستوى عالمي يساهم في إستقطاب رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج وتشجيع المستثمرين الأجانب على الإستثمار في هذه السوق، وبالتالي ضمان مساهمتها في بناء الإقتصاد الأردني.

المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور بورصة عمان

يعتبر سوق عمان المالي سوقاً ماليا متقدما ومتميزاً تشريعياً وتقنياً على المستوى الإقليمي والعالمي ومرتقياً إلى أحدث المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة إلى الإستثمار، وتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية.

1.نشأة سوق عمان المالي

تعود أول عمليات التداول بأسهم الشركات الأردنية إلى سنة 1930 وقد تزامن ذلك مع إنشاء أولى شركات المساهمة في الأردن(البنك العربي 1930) ، شركة مصانع الإسمنت الأردنية (1951) ، وكان التداول حينها يتم في سوق غير منظمة تقيمه بعض المكاتب غير المتخصصة، وتفاديا للمشاكل الناتجة عن التعامل في مثل هذه المكاتب تقرر إنشاء سوق عمان المالي، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظم بواسطة بعض شركات الوساطة، حتى صدور القانون رقم(31) لسنة 1976 الذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظم وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد، وظل سوق عمان المالي يلبي إحتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينيات من القرن الماضي الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن سنة 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة[1].وكان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 نقطة تحول في سوق الأوراق المالية الأردني حيث تقر ر فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق راس المال عن الدور التنفيذي وظهرت بذلك 3 مؤسسات جديدة هي كما يلي:

ا.هيئة الأوراق المالية تتولى الدور الرقابي والتشريعي؛ (Jordan Securities Commission)

ب. مركز إيداع الأوراق المالية ؛(Sécurities Depository Center)

ج.بورصة عمان (Amman Stock Exchange).

[1]الخصيب صبري، تقرير حول أداء بورصة عمان، خلال العامين 2005/2004 والنصف الأول لعامي 2005/2006، غرفة تجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، تموز 2006، ص3.

وبورصة عمان هي مؤسسة مستقلة إداريا وماليا، تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة[1].

وترتكز مهمتها العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في الأردن، وقد جاء القانون رقم (76) لسنة 2002 ليسمح بإنشاء أسواق أخرى لتداول الأوراق المالية ويعيد هيكلة وتنظيم السوق المالي الأردني.

2.مراحل تطور سوق الأوراق المالية في الأردن

مر سوق المال في الأردن بمراحل إمتدت منذ عقد الثلاثينيات من القرن الماضي، وهي كما يلي:

–المرحلة الأولى (1930-1960):

وهي مرحلة السوق غير المنظمة حيث بدأت بإنشاء الشركات المساهمة في الأردن والتداول بأسهمها، منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وذلك في عقد الثلاثينيات من القرن الماضي، حيث تم تأسيس البنك العربي سنة 1930، ثم شركة التبغ والسجائر في سنة 1931، ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية سنة 1938، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية سنة 1951، وتجدر الإشارة هنا أنه رغم إنشاء هذه الشركات، إلا أنه لم يتم تنظيم قانون لتداول أسهمها، الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة.

–المرحلة الثانية (1960-1974):

توجت هذه المرحلة بأول إصداراته لسندات القرض وذلك سنة 1961، وأهم ما تم في هذه المرحلة هو إصدار قانون الدين العام في سنة 1966، والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية والإجتماعية، كما شهدت هذه المرحلة إنتشار بعض الشركات المالية.

–المرحلة الثالثة (1975-1978):

في هذه المرحلة بدأت الجهات المختصة، وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال سنتي 1975 و 1976 بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة تبين منها أن حجم الإقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه السوق، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم 31 لسنة1976، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان، وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/13، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01.

[1] من الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

2.الإطار التنظيمي لسوق عمان للأوراق المالية

وفي هذا الإطار سنتطرق إلى مجموعة من النقاط الأساسية لسوق عمان للأوراق المالية:

–الرؤية المستقبلية لسوق عمان للأوراق المالية

سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي والعالمي ومرتقيا إلى أحدث المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة للإستثمار.

–الرسالة

توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية.

–الأهداف

تهدف بورصة عمان بشكل رئيس إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل، من خلال مايلي[1]:

ا.خلق بيئة إستثمارية جاذبة وآمنة.

ب.تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة.

ت.تطبيق أحدث المعايير العالمية.

ث.نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.

ج.زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.

ح.الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

ويقوم سوق عمان المالي من خلال التشريعات والقوانين التي تحكم أعماله بدور مزدوج يجمع بين سوق تداول الأوراق المالية والهيأة المنظمة للتداول بتلك الأوراق المالية، إذ يقوم بأعمال الإشراف والمراقبة والتدقيق على سير عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها، فضلا عن تنظيم عملية إصدار الأوراق المالية ومراقبتها.

–النظرة المستقبلية

قامت بورصة عمان خلال سنة 2015 بإقرار خطة إستراتيجية للسنوات(2016- 2018) وتضمنت الخطة عدد من الأهداف الإستراتيجية والمبادرات والمشاريع التي تنسجم مع أهداف البورصة، وذلك للمحافظة على الإنجازات التي تحققت لغاية الآن وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي وتحقيق رسالة ورؤية البورصة، وتشمل هذه الخطة على عدد كبير من المشاريع من أهمها:

ا.تطبيق نظام تداول إلكتروني جديد.

[1]من الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

ب.تطبيق نظام للرقابة على تداول الأوراق المالية.

ت.تطبيق نظامي إفصاحي إلكتروني للشركات المدرجة وشركات الوساطة بإستخدام نظام XBRL.

ث.عمل لقاءات تعريفية لحث الشركات على إصدار أوراق مالية جديدة مثل الصكوك والسندات.

ج.حث الشركات العائلية على التحول إلى شركات مساهمة عامة والإدراج في السوق.

ح.إحتساب مؤشر جديد لبورصة عمان بالتعاون مع مؤسسة دولية متخصصة.

خ.العمل على رفع تصنيف بورصة عمان لسوق ناشئ.

د.تطوير تطبيقات عامة لبورصة عمان على الأجهزة الذكية.

ذ.القيام بحملات لتوعية المجتمع المحلي والتعريف بسوق رأس المال والفرص الإستثمارية المتاحة.

ر.القيام بعمل عروض ترويجية للشركات الأردنية Road Show.

ز.تعزيز التعاون مع البورصات المناظرة.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة عمان وشروط الإدراج فيها

سنتطرق في هذا المطلب إلى الهيئات المنظمة لبورصة عمان وكذا شروط الإدراج فيها كما يلي:

1.الإدراج في بورصة عمان

يتم تداول أنواع مختلفة من الأوراق المالية في بورصة عمان، ويشترط لقيد الأوراق المالية بالبورصة ما يلي:

1.1.شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان

ويشترط الإدراج في بورصة عمان الشروط التالية [1]:

–تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بنسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج.

–أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها بشكل فعلي وبشكل مستمر.

–أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج الأسهم في السوق.

–أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن75% من رأس المال المدفوع.

–أن تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل.

قبل إدراج أي ورقة مالية في بورصة عمان إلا بعد تحقق ما يلي:

تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة ؛إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية ؛ عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية ؛ وجود لجنة تدقيق لدى المصدر، بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.

[1] صالح مفتاح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص ص188-189.

2.1.الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان المالي

لقد حددت أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق عمان المالي بموجب قانون الأوراق المالية الأردني رقم(76) لسنة 2002 [*]، وتشمل الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان ما يلي[1]:

-أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول

-سندات القرض الصادرة عن الشركات.

-الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

-إيصالات إيداع الأوراق المالية.

-الأسهم والوحدات الإستثمارية في صناديق الإستثمار المشترك.

-سندات خيار المساهمة.

-العقود أنية التسوية والعقود أجلة التسوية.

-عقود خيار البيع وعقود خيار الشراء.

-أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود أعلاه.

2.الهيئات المنظمة لبورصة عمان وهيكلها التنظيمي

تأسست بورصة عمان للأوراق المالية بواسطة تشريعات وتشريعات نصت على قيامها كسوق مستقل لشراء وبيع الأوراق المالية ووفقا لقانون وأحكام القانون الأردني، تحكمه عدة جهات، كما للوسطاء دور كبير في توجيه المستثمرين وإدارة مشاريعهم الإستثمارية.

1.2.الهيئات المنظمة

تتشكل بورصة عمان من: الهيئة العامة، مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.

1.1.2.الهيئة العامة

تتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسوم الإنتساب للبورصة ورسوم الإشتراك السنوية فيها، ويكون لكل عضو صوت واحد في إجتماعات الهيئة العامة التي تجمع الهيئة العامة إجتماعان عاديان في كل سنة على أن لا يتجاوز نهاية شهر أفريل من كل سنة.

وتجتمع الهيئة العامة إجتماعا غير عادي عند الحاجة للنظر في أمور معينة بدعوة من مجلس الإدارة أو بناء على طلب خطي موقع من أكثرية أعضائها، وعلى مجلس الإدارة دعوة الهيئة العامة لذلك الإجتماع خلال ثلاثة

[*] انظر في ذلك المادة(03) من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم(76)لسنة2002.

[1] دليل المستثمر بورصة الأردن من الموقع: http://www.exchange.jo/sites/default/files/Brochure_Arabic.pdf: ص ص 4-5 تاريخ الاطلاع 2016/06/04.

أسابيع من تاريخ تسلم الطلب، وتكون صلاحيات الهيئة العامة في إجتماعاتها النظر في الأمور المتعلقة بالبورصة ومناقشتها وإتخاذ القرارات المناسبة بشأنها، بما في ذلك ما يلي[1]:

–مناقشة تقرير مجلس الإدارة عن أعمال البورصة وخطتها المستقبلية.

–الإستماع إلى تقرير مدقي حسابات البورصة عن ميزانيتها وحساباتها الختامية وأوضاعها المالية.

–مناقشة الميزانية السنوية وحسابات الإيرادات والمصاريف والتدفقات النقدية للسنة المالية المنتهية والموافقة عليها.

–إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقا لأحكام هذا النظام.

–دراسة أي موضوع أخر أدرجه أعضاء مجلس الإدارة في جدول أعمال الجلسة.

–أي أمور أخرى يقترحها احد الأعضاء وتقرر بأغلبية الأعضاء الحاضرين في الإجتماع.

2.1.2.مجلس الإدارة

يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أشخاص، أربعة أعضاء يمثلون الوسطاء، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والإقتصادية يعينهم المجلس، تكون مدة عضوية أعضاء مجلس الإدارة المنتخبين ثلاث سنوات، ولا يجوز إنتخابهم لأكثر من دورتين متتاليتين، وينتخب مجلس الإدارة في أول جلسة يعقدها رئيسا لها ونائبان للرئيس من بين الأعضاء المعينين من قبل المجلس[2].

3.1.2.المدير التنفيذي

يتم إختيار المدير التنفيذي من بين الأشخاص ذوي الكفاءة والخبرة في المجالات الإقتصادية والمالية، على أن تتوفر فيه الشروط التالية:

–أن يكون أردني الجنسية.

–أن يكون متمتعا بالأهلية الكاملة.

–أن يكون لديه خبرة لا تقل عن خمسة عشرة سنة في المجالات المالية والإقتصادية.

–أن يكون حاصلا على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى.

–أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف أو الثقة وأن لا تكون خدمته في أي وظيفة أي عمل قد إنتهت أو إنقطعت صلته بأي منها لأسباب ماسة بالشرف أو الثقة.

[1] المادة(14) من النظام الداخلي لبورصة عمان.

[2] المادة(17) من النظام الداخلي لبورصة عمان.

ويتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة، ويكون مسؤولا أمام مجلس الإدارة عن ذلك والمهام المتمثلة فيما يلي[1]:

ا.متابعة تنفيذ أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، والأنظمة الداخلية والتعليمات الصادرة عن البورصة.

ب.تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة.

ت.الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة بما في ذلك إلغاء أو تعديل أي عملية جرت خلافا للقانون أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها.

ث.التوقيع على كافة الوثائق والمراسلات لتسيير أمور البورصة.

ج.تعيين الموظفين في البورصة وفقا لأحكام نظام موظفي البورصة.

ح.متابعة حسن سير الأعمال في البورصة وحسن أداء موظفيها وجهازها الإداري.

خ.تحضير مشروع موازنة البورصة وتقديمه إلى مجلس الإدارة قبل الثلاثين من شهر تشرين الثاني من كل سنة.

د.تقديم الحسابات ربع السنوية إلى مجلس الإدارة.

ذ.تقديم الميزانية والحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية إلى مجلس الإدارة قبل نهاية شهر شباط من العام اللاحق.

ر.ممارسة جميع الصلاحيات والأعمال الأخرى التي يعهد مجلس الإدارة بها إليه.

ز.تزويد الهيئة بنسخ من قرارات الهيئة العامة ومجلس الإدارة.

ويتولى نائب المدير التنفيذي صلاحيات المدير التنفيذي في حالة غياب أو شغور مركزه للمدير التنفيذي تفويض أي من صلاحياته لأي موظف رئيسي في البورصة بموافقة مجلس الإدارة، على أن يكون التفويض محددا وخطيا.

3.الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الأردن

تنقسم بورصة عمان إلى قسمين هما: السوق الأولي أو سوق الإصدار الأول، وهو السوق الذي يتم فيه تصريف الإصدارات الجديدة الواردة للبورصة، والسوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءً وفقا لأحكام وقوانين وأنظمة وتعليمات منصوص عليها في النظام الداخلي.

1.3.أقسام السوق الثانوي

يقسم السوق الثانوي في بورصة عمان إلى أربعة أقسام هي كما يلي:

1.1.3.السوق الثاني: يتطلب إدراج أسهم شركة ما في السوق الثاني تقديم البيانات التالية:

ا.تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن:

-نبذة عن تأسيس الشركة، أهدافها وعلاقاتها بالشركات الأخرى ؛

[1] المادة(27)الفقرة أ،ب،ج من النظام الداخلي لبورصة عمان.

–وصف للأوراق المالية المصدرة ؛

–تقييم لأداء الشركة مدعم بالأرقام؛

–الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة ؛

–الخطة المستقبلية للسنوات الثلاثة القادمة؛

–أسماء الأشخاص الذين يملكون (5 %) أو أكثر من أسهم الشركة ؛

–كشف بأسماء مجلس الإدارة ورتب الإدارة التنفيذية ؛

–كشف بأسماء مساهمي الشركة وعدد أسهم كل منهم والمساهمين غير الأردنيين ؛

ب.عقد التأسيس والنظام الأساسي ؛

ت.التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية (إن وجد)؛

ث.الدراسة المالية للفترة من نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج إن وجد؛ بعد إستيفاء كل هذه الشروط تقرر إدارة البورصة وهيئة الأوراق المالية إدراج الأوراق المالية لهذه الشركة للتداول في السوق الثاني.

2.1.3.السوق الأول: يتم فيه تداول الأسهم التي تتوفر فيها الشروط التالية:

–أن يكون قد مضى عام على الأقل على إدراجها في السوق الثاني؛

–أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100% ؛

–أن تكون الشركة قد حققت أرباح في سنتين متتاليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج؛

–أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم ؛

–أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن (20 %) من عدد أيام التداول الكلي؛

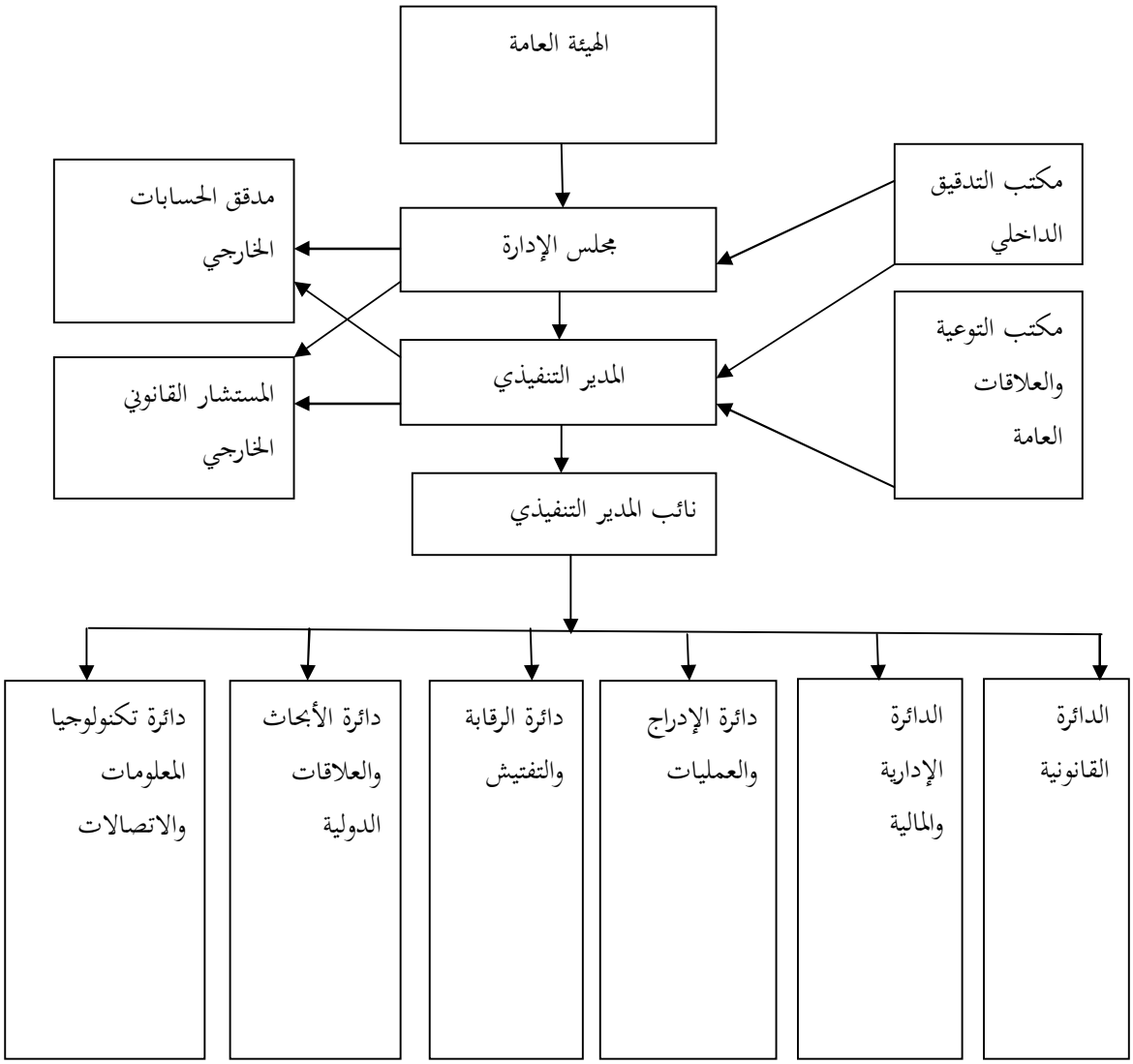
وتنتقل الشركة من السوق الأول إلى الثاني إذا إنتفى أحد الشروط السابقة حسب المادة(08) من تعليمات إدراج الأوراق المالية المادة(72، قانون الأوراق المالية رقم (76 ، 2002).

3.1.3.سوق السندات: وهو جزء من السوق الثانوية حيث يتم التعامل بالسندات الحكومية وسندات القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات الخاصة.

4.1.3.التحويلات خارج القاعة: تعتبر جزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله إجراء التحويلات الإرثية العائلية.

والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في الأردن.

الشكل رقم (12): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: دليل الاستثمار في بورصة عمان

المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقييم أداء بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)

عرفت بورصة عمان تطورا كبيرا في أداءها حيث شهدت كل المؤشرات الرئيسية إرتفاعا ملحوظا غير أنها مرت بمراحل إنخفاض متأثرة بعوامل خارجية خلال فترة الدراسة وسوف نعرض أهم المؤشرات في سوق عمان المالي في الفترة (2006-2015) فيما يلي:

1.رأس المال السوقي(القيمة السوقية)

شهدت بورصة عمان تطورات كبيرة على مستوى نمو رأس المال السوقي خلال فترة الدراسة، ويوضح الجدول رقم(19) تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015).

الجدول رقم (19): تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة عمان خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	رأس المال السوقي (مليون دينار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليون دينار)	معدل رأس المال السوقي(%)	رأس المال السوقي (مليون دولار)	سعر صرف الدينار مقابل الدولار
2006	21078.2	9011.6	233.9	29729.47	0.7090
2007	29214.2	10108.7	289	41216.42	0.7088
2008	25406.3	11724.18	216.7	35844.10	0.7088
2009	22526.9	15058.08	149.6	31826.64	0.7078
2010	21858.2	17814.3	122.7	30903.71	0.7073
2011	19272.8	18766.1	102.7	27489.37	0.7011
2012	19141.5	220472.2	93.5	26959.85	0.710
2013	18233.5	21968.1	83	25753.53	0.708
2014	18082.6	237575.9	75.8	25504.37	0.709
2015	17984.7	25438.04	70.7	25366.3	0.709

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان إصدارات مختلفة.

يلاحظ من الجدول (19) تطور معدل رأس المال السوقي الذي يعكس حجم هذا السوق، ويتضح من خلال هذا الجدول أن حجم هذا السوق قد شهد اتساعا كبيرا، غير أن هذا التطور عرف تذبذبا في الفترة محل الدراسة حيث أن رأس المال السوقي قد نما باستمرار في سنوات الدراسة (2006–2015) فسجل 21078.2 مليون دينار سنة 2006 ما يعادل 29729.47مليون دولار ليرتفع سنة 2007 مسجلا 29214.2 مليون دينار ما يعادل 41216.42 مليون دولار أي زيادة بنسبة 38.6 % مقارنة بسنة 2006، وذلك كمحصلة لارتفاع أسعار الأسهم وازدياد عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها، ليسجل رأس المال السوقي انخفاضا تدريجيا خلال الفترة(2008-2015) كمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم، حيث انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة مسجلة سنة 2008نحو 25406.3 مليون دينار أي ما يعادل 35844.10مليون دولار بانخفاض بنسبة 13.1% مقارنة بسنة 2007، فقد بلغ رأس المال السوقي سنة 2010 إلى حوالي 21858.2 مليون دينار ما يعادل 30903.71 مليون دولار مقارنة مع 22526.9 سنة 2009 بما يعادل 31826.64 مليون دولار (أي بانخفاض قدره 667.6 مليون دينار أي بنسبه 3 %) ، وابتداء من سنة 2010، ومع تواصل الانخفاض التدريجي والمتواصل لرأس المال السوقي لبورصة عمان حيث بلغ سنة 2011 نحو19272.8 مليون دينار بمايعادل27489.37 مليون دولار لتستمر خلال السنوات الموالية في الانخفاض لتصل إلى سنة 2015 في حدود 17984.7 مليون دينار وهو ما يعادل 25366.3 مليون دولار ويعتبر أدنى رقم تسجله البورصة خلال فترة الدراسة.

وبالنسبة لمعدل رأس المال السوقي: يتبين من خلال الجدول رقم(18) أن معدل رأس المال السوقي بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي ظل ينخفض منذ سنة 2008 بعد أن بلغ 233.9 % من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2006،

و289% خلال سنة 2007، ليشكل 2008 ما نسبته 216.7 % أي بإنخفاض نسبته 72.3% مقارنة بسنة 2007، لتسجل نهاية سنة 2010 ما نسبته 122.7%، وتعتبر هذه النسبة من النسب الجيدة على المستوى العالمي، وهذا يعكس الأهمية النسبية لبورصة عمان في الإقتصاد الوطني، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم لسنة2011، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية سنة 2011 بنسبة 11.8% لتشكل ما نسبته 102.7% من الناتج المحلي الإجمالي، وكمحصلة لإنخفاض أسعار الأسهم سنة 2012، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية سنة 2012 بنسبة 0.7% لتشكل ما نسبته 93.5% من الناتج المحلي الإجمالي، وكنتيجة لتغيرات أسعار الأسهم لسنة2013، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية سنة 2013 بنسبة 4.7 % لتشكل ما نسبته 83% من الناتج المحلي الإجمالي ويُعزى سبب إنخفاض رأس المال السوقي للبورصة إلى تراجع أسعار أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الإستخراجية والتعدينية، وفي سنة 2014 وبسبب تغيرات أسعار الأسهم، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 0.8% لتشكل ما نسبته 75.8% من الناتج المحلي الإجمالي، وفي سنة 2015، ولنفس السبب، انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة بنسبة 0.5% لتشكل ما نسبته 70.7% من الناتج المحلي الإجمالي.

2.حجم وقيمة التداول

يلخص الجدول التالي أحجام وقيمة التداول في السوق الثانوية خلال الفترة (2006-2015).

الجدول رقم (20): قيمة التداول في السوق الثانوية (2006-2015)*

الوحدة: بالدينار الأردني

السنوات	الأسهم	السندات	التحويلات المستثناة من التداول*	المجموع
*2006	14209870592	1868010	835949861	15047688463
2007	12348101910	3799874	790977039	13142878823
2008	20318014547	605819	618062011	20936682377
2009	9665312327	2529800	218015354	9885857482
2010	6689987155	140175	142316104	6832443434
2011	2850252628	555039	321638265	3172445932
2012	1978813878	0	43254773	2022068651
2013	3027255187	2039728	109144025	3138438940
2014	2263404594	20000	83913516	2347338110
2015	3417079026	850800	87007625	3504937451

*تشمل التحويلات عمليات التحويلات المستثناة من التداول والتي نفذت من خلال مركز إيداع الأوراق المالية كلا من التحويلات الإرثية والعائلية (أصول وفروع) وتحويلات الشركات المساهمة العامة المستثناة من التداول.

*حجم التداول يشمل حقوق الاكتتاب

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2015، ص 78.

والجدول التالي يلخص أحجام التداول الأوراق المالية أسهم وسندات في بورصة عمان خلال الفترة(2006-2015).

الجدول رقم(21): أحجام وقيمة التداول في بورصة عمان خلال الفترة(2006-2015)

السنوات	إجمالي قيمة التداول بالدينار الأردني	إجمالي قيمة التداول بالمليون دولار	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة إجمالي الأسهم المتداولة بالمليون دولار
2006	15047688463	21223.82	4104285135	20042.13
2007	13142878823	18542.43	4479369609	17421.13
2008	20936682377	29538.20	5442267689	28665.4
2009	9885857482	13967.02	6022471335	13655.42
2010	6832443434	9659.89	6988858431	9458.5
2011	3172445932	4524.95	4072337760	4065.4
2012	2022068651	2847.98	2384058415	2787.06
2013	3138438940	4432.82	2705796950	4275.8
2014	2347338110	3310.77	2321802789	3192.4
2015	3504937451	4943.49	2585816584	4819.5

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2015.

يلاحظ من خلال الجدولين (20)و(21) أنه على الرغم من الاضطرابات الحادة التي شهدتها معظم الأسواق المالية سنة 2006 إلا أن بورصة عمان حافظت على مستوى متماسك من الأداء كما حققت أرقام قياسية في بعض مؤشرات الأداء كعدد الأسهم المتداولة وعدد العقود التي تم تنفيذها الأمر الذي يدل على الطلب المتزايد على الإستثمار في بورصة عمان على الرغم من حالة عدم الإستقرار التي شهدتها المنطقة.

فخلال سنة 2006 شهدت مؤشرات تطور أداء سوق التداول المتمثلة في بالسوقين الأول والثاني والتحويلات المستثناة من التداول وسوق السندات وسوق صناديق الإستثمار المشترك نمو كبيرا حيث بلغت حجم التداول 15047.68 مليون دينار وهو ما يعادل 21223.82 مليون دولار وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة 94.4% من حجم التداول، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة ليبلغ 4104.3 مليون سهم وهو أعلى مستوى منذ تأسيس السوق، وانخفضت قيمة التداول سنة2007 إلى 13142.87 مليون دينار ما يعادل 18542.4مليون دولار، بانخفاض بنسبته 12.7% عن سنة 2006، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة (السوقين الأول والثاني) ما نسبته 94% من قيم التعامل في السوق الثانوية أي ما يعادل 29214.2 مليون دينار، وبلغ حجم التداول خلال سنة 2008 مبلغ 20936.68 مليون دينار وهو ما يعادل 29538.20 مليون دولار، كما بلغت

قيمة التداول سنة 2013 ما قيمته3138.43 مليون دينار مايعادل4432.8 مليون دولار مقارنة مع 2022.06 مليون دينار سنة 2012 وهو مايعادل2847.9مليون دولار، أي بارتفاع نسبته 55.2%، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 96.5 % من قيم التعامل في السوق الثانوية، كما بلغت قيمة التداول 2347.33 مليون دينار خلال سنة 2014 وهو ما يعادل 3310.7 مليون دولار مقارنة مع 3138.43 مليون دينار وما يعادلها بـ 4432.8سنة 2013، بإنخفاض نسبته 25.2%، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 96.4% من قيم التعامل في السوق الثانوية، بلغت قيم التداول سنة 2015 حوالي 3504.93 مليون دينار أي ما يعادل 4943.5 مليون دولار، بارتفاع نسبته49.3% عن سنة 2014، وقد شكلت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة ما نسبته 97.5% من قيم التعامل في السوق الثانوية، فعلى الرغم من الإصلاحات الأخيرة والتقدم التكنولوجي وقيام بورصة عمان بتحديث بنيتها التحتية التقنية، وتعزيز نشر المعلومات، وقد أطلقت خدمة التداول عبر الإنترنت في سنة 2010، إلا أن بورصة عمان تعاني من مشاكل سيولة متقطعة وإنخفاض نشاط التداول، وتبقى البورصة عرضة لتحركات المضاربة، هذا وقد نمت القيمة السوقية لبورصة عمان وتقلصت بسرعة وبشكل متكرر ابتداء من سنة2008 بفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية.

3.عدد الشركات المدرجة

سوف نعرض تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (2006-2015) من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (22): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2006–2015)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المدرجة	227	245	262	272	277	247	243	240	236	228

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان إصدارات مختلفة.

نلاحظ من الجدول رقم(22) أن عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان في ارتفاع مستمر ابتداء من سنة 2006، حيث وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان بنهاية 2006 إلى 227 شركة مدرجة مما يدل على زيادة اتساع السوق وتنوع فرص الإستثمار فيها؛ ثم تواصل الارتفاع إلى 245 شركة مدرجة نهاية سنة 2007 حيث شهدت سنة 2007تأسيس عدد كبير من الشركات، فعلى الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد تمكنت بورصة عمان خلال سنة 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية فقد شهدت سنة 2008 تأسيس عدد من الشركات المساهمة العامة مما أدى إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان لتصل 277 شركة مدرجة بنهاية 2010، وفي سنة 2011 انخفض عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان ليبلغ 247 وجاء هذا الإنخفاض بشكل رئيسي نتيجة لإلغاء إدراج

30 شركة مدرجة وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، وفي سنة 2012 بلغ عدد الشركات المدرجة 243 والذي انخفض لنفس السبب، وما يجدر ذكره أن بورصة عمان طبقت تعليمات جديدة للإدراج إبتداء من 2012/10/01، تم بموجبها إعادة توزيع الشركات على ثلاثة أسواق هي أولي ثانوي وسوق ثالث إبتداء من 2012/11/01، حيث تم إلغاء إدراج 5 شركات سنة 2012، وذلك وفقا لأحكام تعليمات إدراج الأوراق المالية النافذة، وفي سنة 2013 بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 240 شركة، حيث أنه تم إلغاء إدراج 5 شركات خلال سنة 2013، وفي سنة 2014 بلغ عدد الشركات المدرجة 236 شركة، بسبب إدراج أسهم 3شركات وإلغاء إدراج أسهم 7 شركات خلال 2014، وفي سنة 2015 إنخفض عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 228 شركة، وذلك دائما لنفس السبب.

4.معدل دوران الأسهم

نستعرض من خلال الجدول التالي تطور معدل دوران الأسهم في سوق التداول المصري خلال الفترة (2006-2015)

الجدول رقم (23): يوضح تطور معدل دوران الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2006–2015)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
معدل الدوران(%)	101.1	91.2	91.5	91.3	102.2	58.2	33.9	38	32.8	37.3

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان إصدارات مختلفة.

يلاحظ من خلال الجدول رقم(23) أن معدل الدوران في سوق التداول الأردنية يتميز بالإنخفاض والتذبذب، فإذا أخذنا على سبيل المثال معدل الدوران في سنة 2006 فقد بلغ 101.1% ليعود للانخفاض سنة 2007 مسجلا91.2%، كما يلاحظ من خلال الجدول أن معدل الدوران ظل يتطور مع تطور نشاط السوق حيث أنه ظل ينخفض في الفترة (2007-2009) أين إنتقل إلى 91.5 % سنة 2008 وبلغ 91.3% سنة 2009، ليعود إلى الإرتفاع مسجلا 102.2% سنة 2010، وهي أعلى نسبة تسجلها بورصة عمان خلال مدة نشاطها، ثم أخذ في الإنخفاض والتذبذب إبتداء من سنة 2011 أين سجل 58.2 % ليصل إلى 37.3% سنة 2015، (أي بإنخفاض قدره63.5% مقارنة بسنة 2010) .

وهذا يدل على أن معدل الدوران يقدم صورة تدل عن تزايد حجم السيولة في سوق التداول مع تزايد في حجم نشاط التداول.

المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية بورصة عمان

سوف نتطرق لهذا المطلب من خلال العناصر التالية:

1.تداعيات الأزمة المالية العالمية على بورصة عمان

وعلى الرغم من ظلال الأزمة المالية الدولية والإقليمية فقد حافظت البورصة على التوازن النسبي بفضل التشريعات الناظمة والاستباقية في سوق رأس المال، كضوابط الإفصاح وتبني الرقابة والمعايير المحاسبية. وكون هذه البورصة مرآة تعكس أداء الاقتصاد الوطني الحقيقي ومن الطبيعي تأثرها بالظروف المحيطة والتي هي بشكل عام خارجة عن سيطرة الهيئة، فقد استمر التأثر بالظروف الاقتصادية والمالية المحلية والخارجية وتداعيات الأزمة المالية العالمية والأوضاع في أسواق المال الإقليمية وتراجع السيولة الموجهة للاستثمار في الأوراق المالية والائتمان المقدم من البنوك لغاية الاستثمار بما في ذلك الاستثمار في الأوراق المالية، مما أدى إلى تراجع الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية وازدياد التفضيل النقدي والتوجه للاستثمارات السائلة وقليلة المخاطر[1].

وتشير البيانات الإحصائية لسنة 2008 إلى أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسعار الحرة قد إنخفض بنسبة 25%، وعلى الرغم من هذا التراجع إلا أن بورصة عمان تعتبر من البورصات العربية الأقل تأثرا بالأزمة المالية حيث تراجعت قيمة الأسهم في معظم البورصات العربية والدولية بنسب أعلى من بورصة عمان[2].

2.الإجراءات المتخذة لمواجهة الأزمة ولمواجهة أثر الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الأردني:

لمواجهة اثر الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الأردني تم إتخاذ العديد من الإجراءات أهمها[3]:

–تم تشكيل لجنة عليا برئاسة رئيس الوزراء وعضوية عدد من الجهات من ضمنها هيئة الأوراق المالية، وتم تشكيل لجان فنية تضم في عضويتها بورصة عمان، كما قامت الحكومة الأردنية بضمان ودائع البنوك حتى نهاية سنة 2009.

–قام البنك المركزي الأردني بتخفيض سعر الفائدة وتخفيض نسبة الإحتياطي الإلزامي للبنوك.

–بالنسبة لمؤسسات سوق رأس المال فقد إتخذت عدد من الإجراءات من أهمها تعزيز إجراءات الرقابة على التمويل بالهامش لشركات الوساطة العاملة في البورصة وإجراءات مراقبة الملاءة المالية لهذه الشركات إضافة إلى حث الشركات على الإفصاح عن أثر الأزمة المالية عليها.

–تم عقد لقاءات مع المستثمرين والوسطاء لتدارس آثار الأزمة على البورصة وسبل تخفيفها.

[1]التقرير السنوي لبورصة عمان ص .10

[2]التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، ص 10.

[3]التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، ص 10.

3.معوقات بورصة عمان

تعاني بورصة عمان من بعض المشاكل والمعوقات يمكن إيجازها فيما يلي:

–تعاني بورصة عمان من مشاكل سيولة متقطعة وإنخفاض نشاط التداول، وتبقى البورصة عرضة لتحركات المضاربة هذا وقد نمت القيمة السوقية لبورصة عمان وتقلصت بسرعة وبشكل متكرر منذ2003، وإرتفع مؤشر أسعار بورصة عمان بنسبة 5.5 %، من 1958 نقطة في 2012 إلى 2066 في نهاية سنة 2013، وتزايد حجم التداول بنسبة 9 % إلى 2.6 مليار سهم من 2.4 مليار سهم في 2012 وإنخفض عدد الشركات المدرجة إلى 240 شركة في نهاية سنة 2013 مقارنة بـ 243 في نهاية 2012 وبلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة عمان 25.7 مليار دولار بما يعادل 83 % من الناتج المحلي الإجمالي.

–لا يزال سوق سندات الشركات متخلف ويطغى عليه الإقراض المباشر التقليدي، ويرجع ذلك أساسا إلى غياب الآليات المناسبة لخلق ديون الشركات، ومع ذلك، هناك عدد قليل من البنوك تقوم بإدخال منتجات جديدة وتسهل إصدار سندات الشركات، حيث ضمنت الحكومة الأردنية 1.4 مليار دولار من سندات الشركات والسندات في سنة 2013 لتمويل الأنشطة المتصلة بشركة الكهرباء الوطنية والمؤسسة العامة للإسكان والتطوير الحضري.

–بسبب اللوائح الصارمة على الإقراض، وخاصة الإقراض العقاري، ومحدودية الإندماج مع الأسواق المالية العالمية، كانت البنوك الأردنية متأهبة بشكل معقول للصدمات الدولية، ولا تزال مؤشرات القطاع المصرفي قوية، إذ تستمر البنوك في كونها كيانات مربحة وذات رؤوس أموال كبيرة، ولا تزال الودائع هي قاعدة التمويل الرئيسية.

4.محاور تفعيل بورصة عمان

نظًرا لأهمية دور سوق رأس المال في تحقيق النمو الإقتصادي وتعزيز القدرة التنافسية للإقتصاد الأردني بإعتباره وعاء ضروري لبناء الإدخارات الوطنية وقاعدة لحفز الإستثمارات المحلية وجذب الإستثمارات الأجنبية، فقد تم إتخاذ خطوات هامة بإتجاه تطوير سوق رأس المال في المملكة إلى جانب الخطوات التي إتخذها البنك المركزي ضمن هذا السياق، والتي تمت الإشارة إليها فيما سبق، وذلك بهدف النهوض بدور سوق رأس المال الأردني وتفعيله لخدمة أنشطة الإقتصاد الأردني، ويمكن إيجاز أبرز هذه الخطوات بما يلي:

1.4.الإطار التشريعي:

في الإطار التشريعي لسوق رأس المال الأردني، تم إصدار قانون الأوراق المالية الجديد لسنة 1997، والذي يهدف إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني من خلال إيجاد الهيكل المؤسسي له وإستكمال البنية التحتية له بما

يتفق والمعايير الدولية تحقيقًا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، وتتمثل أبرز ملامح التطوير الذي تضمنه هذا القانون بما يلي[1]:

–إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة تتمتع بالإستقلال المالي والإداري لتحل محل سوق عمان المالي وهي هيئة الأوراق المالية بإعتبارها "هيئة رقابة وتنظيم وأمان"، وسوق الأوراق المالية (بورصة عمان) بإعتبارها "وعاء إدخاري وإستثماري وأدوات تنمية"، ومركز إيداع الأوراق المالية بإعتباره" حافظ أمين للملكية وتسويتها".

–فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي، حيث ستتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، في حين تتولى سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي واللذان سيقوم القطاع الأهلي بإدارتهما.

2.4.قانون الأوراق المالية:

وفي إطار تفعيل قانون الأوراق المالية، فقد تم تشكيل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المناط به تطبيق القانون، وقد باشر المجلس أعماله بتنفيذ الأحكام الإنتقالية من قانون الأوراق المالية إعتبارا من بداية شهر أيلول من سنة 1997وقد قامت الهيئة بإصدار العديد من التعليمات الرامية إلى تفعيل قانون الأوراق المالية، ومن أبرزها[2]:

–تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها والتي دخلت حيز التنفيذ الفعلي إبتداء من1997/10/16، وقد شملت هذه التعليمات الأطر القانونية والإجرائية لإصدار الأوراق المالية مع التركيز على محوري الشفافية والإفصاح.

–تعليمات الإفصاح والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق التي دخلت حيز التنفيذ إبتداء من1998/09/01، وقد جاءت هذه التعليمات بهدف تعزيز الثقة الفعلي إعتبارا لدى المستثمرين والمدخرين وتحقيقا لمبدأ الشفافية وتأثيرها الإيجابي على المستثمرين.

–تعليمات ترخيص أعمال شركات الخدمات المالية ومعتمدي المهن المالية التي دخلت حيز التطبيق الفعلي إعتبارا من 1999/02/15، وقد ركزت التعليمات على وضع قواعد وشروط محددة لجميع شركات الخدمات المالية التي تعمل في سوق رأس المال وإلزام هذه الشركات بتقديم الكفالات المناسبة التي تضمن وفاءها بشروط الملاءة المالية لشركات الوساطة، وذلك زيادة في حماية المستثمر من أية مخاطر قد يتعرض لها جراء تعامله مع هذه الشركات.

–تعليمات نظام رسوم هيئة الأوراق المالية التي دخلت حيز التنفيذ الفعلي إبتداء 1999/07/15، وقد راعت هذه التعليمات تخفيض الرسوم بحديها الأدنى والأعلى عما كان معمول به سابقا، وذلك بهدف تخفيض كلفة الإستثمار في الأوراق المالية.

–تعليمات فتح باب الترخيص لشركات وساطة جديدة التي دخلت حيز التطبيق 1998/11/22.

---

[1] إسماعيل زغلول، محمد الهزايمة، سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد 05، ابوظبي، يومي 07/05 اكتوبر1999، ص ص 194.

[2] إسماعيل زغلول، محمد الهزايمة، سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني، مرجع سبق ذكره، ص 194.

وقد جاءت هذه التعليمات كخطوة إتجاه تقوية قاعدة شركات الوساطة بما يتناسب مع متطلبات المرحلة القادمة من خلال زيادة كفاية رؤوس أموالها.

–تعليمات صناديق الإستثمار وشركات الإستثمار المشترك التي دخلت حيز التنفيذ الفعلي إبتداء من 1999/05/01، وقد إشتملت هذه التعليمات على أسس إدارة هذه الصناديق والشركات وشروط ترخيصها.

–حيث التطبيق الفعلي للقانون، فقد باشرت سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) أعمالها إبتداء 1999/03/11 بموجب النظام الداخلي الجديد الذي عمان أقرته هيئة الأوراق المالية لهذه الغاية.

3.4.سوق رأس المال:

وفي إطار تطوير عمل سوق رأس المال، فقد تم الإنتهاء من إعداد مشروع التداول الإلكتروني لكل من البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية الذي يهدف إلى تطبيق النظام الإلكتروني وفقا للمعايير الدولية وبما يحقق السرعة والدقة في التطبيق حفظًا للحقوقوتوفير ً ا للجهد والوقت، وقد تم تجهيز موقع البورصة بكافة الإحتياجات ووسائل الإتصالات اللازمة لذلك، إضافة إلى القيام بتدريب الوسطاء الماليين على التداول الإلكتروني[1].

4.4.الأدوات المالية:

وفي إطار تنويع الأدوات المالية، فقد أسهمت السياسة المالية من جانبها في تطوير سوق رأس المال الأردني، وذلك من خلال إستئناف وزارة المالية إصدار سندات الخزينة، وتوجه عدد من الشركات المساهمة العامة للحصول على التمويل من خلال إصدارات أدوات الدين في سوق رأس المال بعد إزالة العوائق القانونية، الأمر الذي من شأنه أن يساهم في تفعيل وتنشيط سوق رأس المال الأردني[2].

[1]إسماعيل زغلول، محمد الهزايمة، سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني، مرجع سبق ذكره، ص 195.

[2]إسماعيل زغلول، محمد الهزايمة، سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني، مرجع سبق ذكره، ص 195.

المبحث الثالث: بورصة الجزائر

إن التحولات الإقتصادية ومتطلبات الإقتصاد الواسعة والتطور الإقتصادي الذي مرت به الجزائر، جعل الحاجة ملحة إلى رؤوس أموال ضخمة وكبيرة لتأمين مختلف الفعاليات الإقتصادية وضرورة قيام سوق مالية فعالة للأوراق المالية، ومن أجل ذلك حتم على السلطات المعنية أخذ كل التدابير من تشريعات وقوانين وتوفير الإمكانيات المادية والبشرية من أجل إستحداث بورصة الجزائر وذلك نظرا للدور الذي تلعبه على مستوى الإقتصاد الوطني.

المطلب الأول: الملامح الأساسية لتطور بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينيات القرن الماضي جاءت لمسايرة إقتصاد السوق وإرساء معالمه وتبلورت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر في ظل برنامج الإصلاح الإقتصادي الذي أعلن عنه سنة 1987، أما التحضير الفعلي لإنشاء بورصة الجزائر كان إبتداء من سنة 1990.

1.نشأة بورصة الجزائر للأوراق المالية

تندرج فكرة إنشاء بورصة القيم المتداولة بالجزائر ضمن إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيز التطبيق سنة 1988، حيث صدرت في سنة 1988 عدة قوانين إقتصادية عن إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة، والتي لا يمكن تصورها دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها أسهم هذه الشركات، وتم تأسيس بورصة الجزائر نظرا للأزمة الإقتصادية التي كانت تعيشها الجزائر والخلل في التسيير بسبب هيمنة القطاع العام وتذبذب وتيرة النمو الإقتصادي والتبعية للخارج، وعرفت الجزائر تحولات هامة بغرض معالجة وتدارك تلك الوضعية فسارعت بالإصلاحات لتحرير الإقتصاد وتهيئة المحيط، ورغبة منها في ربح الوقت رأت السلطات العمومية أنه من المفيد توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام إقتصاد السوق، وهذا ما حدث فعلا وذلك بإنشاء بورصة الجزائر إذ أن البورصة تعتبر أداة فعالة ومكان لإلتقاء قوى الإستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الإقتصاد وتنشيطه إذ يتم إعطاؤه قوة دفع أكبر وشمولية أعم وأوسع، وتعتبر من بين الإصلاحات التي قامت بها الجزائر بعد فشل النظام الإشتراكي فإنشاء سوق أوراق مالية تتولى مهمة تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات من شأنها المساهمة في تحقيق عملية التنمية، ويتحقق ذلك من خلال أدوات تمويلية فعالة معلنة بذلك تبنيها نظام إقتصاد السوق.

2.الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر ومراحل تطورها

إن إنشاء بورصة الجزائر يدخل ضمن الإصلاحات الإقتصادية التي تفصل بين مرحلتين أساسيتين من التحول الإقتصادي(من الاقتصاد المخطط نحو الاقتصاد الحر) شرع فعليا في تأسيس بورصة الجزائر في بداية التسعينات، ومرت عملية إعداد بورصة على عدة مراحل.

1.2.مراحل تطور بورصة الجزائر

بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000.

حيث تعرفها المادة(01) منه كما يلي: " تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص للآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم". وقد مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية نوجزها كما يلي:

1.1.2.المرحلة الأولى (1990-1992):

تميزت بإنشاء عقد موثق لشركة القيم المنقولة SVM*وإصدار ثلاث مراسيم تتعلق بالبورصة:

–المرسوم التنفيذي رقم: 91-169 في 28 ماي 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

–المرسوم التنفيذي رقم: 91-170 في 28 ماي 1991 حدد 10 أنواع من القيم المنقولة أشكالها، وشروط إصدارها وطرق ذلك تداولها وتحويلها.

–المرسوم التنفيذي رقم: 91-171 في 28 ماي 1991 يتعلق بلجنة البورصة.

2.1.2.المرحلة الثانية (1992-1993): واجهت شركة القيم المنقولة صعوبات تتعلق بمهمتها ووظيفتها، وقد تم رفع رأسمالها من 230000 دج إلى 9320000 دج، وصدر:

–المرسوم رقم: 93-08 لـ 93/04/25 المكمل للقانون التجاري حيث حددت فيه مختلف أنواع القيم القيم المنقولة التي يمكن إصدارها.

–المرسوم رقم: 93-10 لـ93/05/03 حدد المحاور الكبرى لسير القيم المنقولة في الجزائر، الوساطة هي: لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة * COSOB، ولجنة تسيير بورصة القيمSGBV.

3.1.2.المرحلة الثالثة (1993-1996): حيث تم إصدار مرسوم تشريعي:

–المرسوم رقم: 94-175 لـ94/06/13 كأداة جديدة لتنظيم وتمويل الإقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال وتمويل الإستثمار وبرامج التنمية.

4.1.2.المرحلة الرابعة (1996-1999): مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وكان الافتتاح الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر يوم الأربعاء 17 ديسمبر 1997 ولها مكان مادي " مقر " بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة، وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.

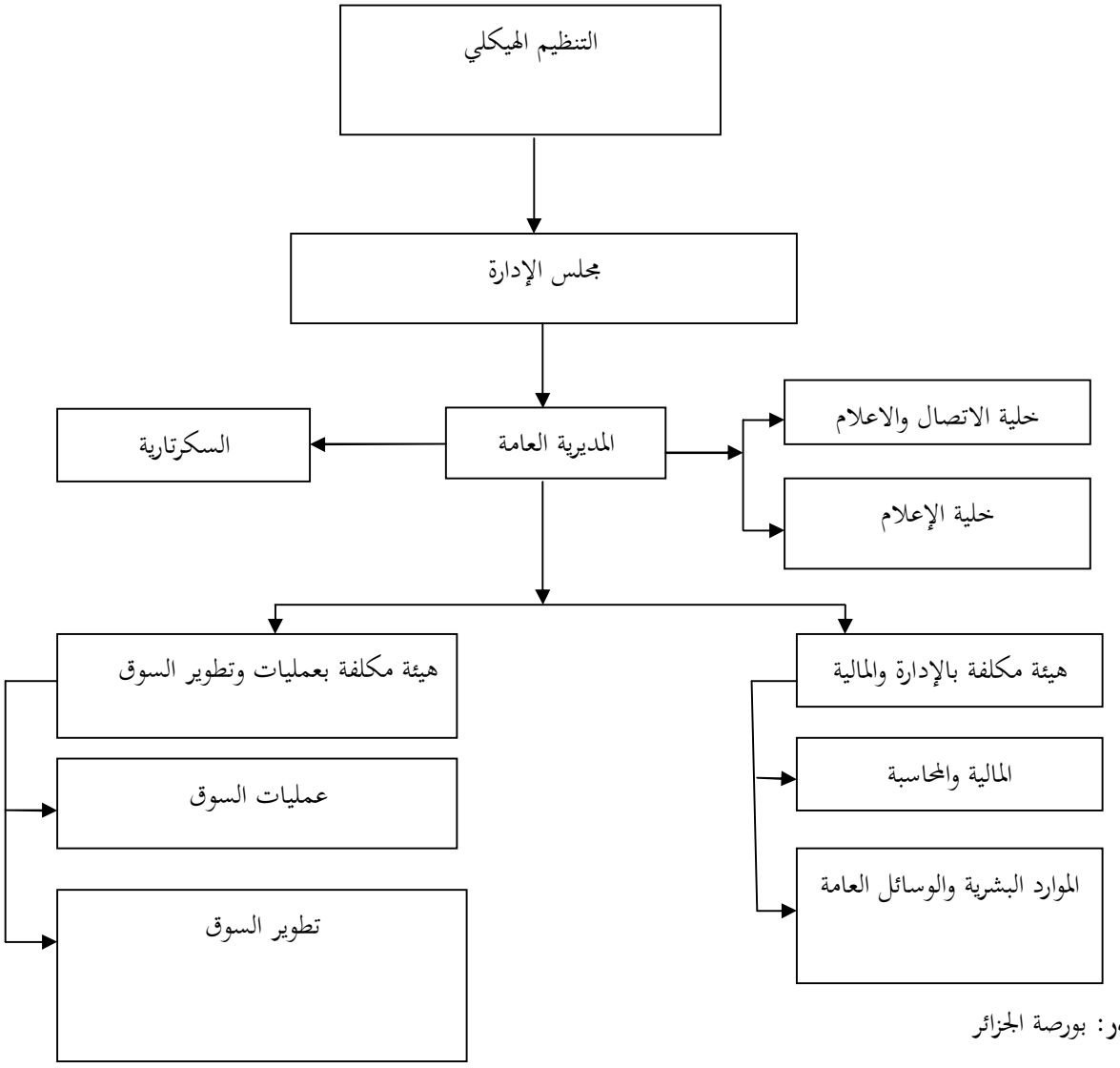
*SVM : société des valeurs mobiliers.
*COSOB: Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

2.2.الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

بعد الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخولها حيز التطبيق سنة 1988 والمتمثلة خصوصا في صدور قانون إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، الذي قسم رأسمال المؤسسات العمومية الإجتماعي إلى عدد من الأسهم والتي وزعت مابين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم، ولأنه لا يمكن تصور نظام شركات مساهمة دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم، ومن كان الضروري تفعيل إنشاء بورصة الأوراق المالية لتحقيق الأهداف المسطرة لها.

والشكل رقم(13) يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر.

الشكل رقم(13): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: بورصة الجزائر

3.دوافع إنشاء بورصة الجزائر والأهداف المرجو منها

لقد ظهرت الحاجة الماسة لإنشاء السوق المالية بالجزائر لكونها تشكل وسيلة لتكملة وتنويع مصادر التمويل، خاصة في المرحلة الإنتقالية التي كان يعيشها الإقتصاد الجزائري، ويرتكز قيام مثل هذه السوق على عدة دوافع حيث تشكل وسيلة لتكملة وتنويع مصادر التمويل، حيث تعتبر البورصة إطارا مناسبا لمباشرة عمليات الخصخصة، ويرتكز قيام بورصة الجزائر على عدة دوافع من أهمها ما يلي:

–تمويل نمو المؤسسة: حيث تسمح البورصة للمؤسسات الخاصة والعمومية وكذلك الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل إستثماراتها من خلال النداء العام للإدخار، وهذا لتغطية قصور الجهاز المصرفي.

–تكريس مبدأ الإنتقال من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية: وذلك بتنويع مصادر تمويل الإقتصاد، إذ أن عرض المنتجات المالية يخفف من الضغط الثقيل الذي يتحمله الجهاز المصرفي، والمتمثل في منح القروض بمختلف أنواعها، وبالتالي إتاحة فرصة لتطوير وتنمية لنظام المالية في الجزائر يعتبر مصدرا دائما للتمويل غير التضخمي من خلال تسهيل عملية إنتقال رؤوس الأموال بين المقرضين والمقترضين بصفة فعالة.

–ترقية الإدخار والإستثمار: إذ أن الإستثمار في الأوراق المالية له مزايا كبيرة للمدخرين أهمها: إمكانية تحويل الورقة المالية إلى سيولة بشكل سريع وفي أي وقت، لذا فإن وجود سوق للأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلى ترقية الإدخار الطويل الجل وتوجيهه نحو الإستثمارات المنتجة، إذ تعتبر أفضل إختيار وبديل بالنسبة للمدخرين.

–تمويل عجز ميزانية الدولة: وهذا في الحالات التي تعرف فيها ميزانية الدولة عجزا في ميزانيتها مما يدفعها إلى إصدار سندات يتم تداولها في الأسواق المالية.

–السماح للإقتصاد الوطني للإندماج في الإقتصاد العالمي في إطار العولمة.

–السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من اجل إعادة التمويل.

–الإستفادة من التطورات المالية والإقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي، عن طريق إرتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الإستثمارات الأجنبية، وجلب التكنولوجيا وما يصاحبها من ظهور وإنشاء أدوات مالية وإستثمارية بصورة مستمرة وتوسيع قاعدة عرض الأدوات المالية التي تتيح خيارات من المخاطر والأرباح، الأمر الذي يزيد من القدرة على تجميع المدخرات، ومن ثم زيادة الإستثمارات.

–توفر البورصة مؤشرا يوميا عن ظروف الإستثمار وإتجاهاته وهو مؤشر يعكس قوة الإقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الإقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الإستثمارية[1].

[1]M, Dif, « Mise en place du marché financier en Algérie », Media Banque, Revue interne de la banque d'Algérie, N30, juillet 1997, p 17.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها

سنتطرق في هذا المطلب إلى الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وشروط الإدراج فيها كما يلي:

1.الإدراج في بورصة الجزائر

لا يمكن لأي شركة الإنضمام والدخول للبورصة إلا بعد إستيفائها لمتطلبات وشروط قبول الأوراق المالية والمتمثلة في:

1.1.شروط قبول الإدراج في بورصة الجزائر:

يجب أن تكون الشركة منظمةً قانونياً على شكل شركة ذات أسهم(SPA) ؛

–أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)؛

–أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول ؛

أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة ؛

–أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط ؛

–يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج ؛

إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة.

–وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة ؛

– ضمان التكّفل بعمليات تحويل السندات ؛

–تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة ؛

–العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات.

–الطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

–ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للإكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

2.1.الأوراق المالية المدرجة في بورصة الجزائر

لقد حدد المشرع الجزائري بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي[1]:

–الأسهم:

لقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع الآتية من الأسهم هي:

ا.الأسهم العادية.

ب.أسهم التمتع.

ت.الأسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح.

ث.الأسهم ذات الأذونات للإكتتاب في أسهم.

ج.السهم الخصوصي، حيث يتم إدخال هذا النوع من الأسهم في الجزائر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-133 المحدد لشروط وكيفيات وممارسة السهم الخصوصي، والذي جاء في إطار تنظيم عملية خصخصة المؤسسات العمومية.

–السندات:

من أهم أنواع السندات التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

ا.سندات عادية.

ب.سندات المشركة.

ت.سندات ذات معدل ثابت.

ث.سندات ذات المعدل المتغير.

–أوراق مالية أخرى: من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاءبها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

ا.شهادات الإستثمار.

ب.سندات المساهمة.

ت.سندات ذات قسيمة الإكتتاب في الأسهم.

2.الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر وهيكلها التنظيمي

حتى يمكن التفاوض حول الأوراق المالية ومبادلتها طبقا لقاعدة العرض والطلب وبالتالي ضمان وظيفتها في النشاط الإقتصادي، ولإرساء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر لجأت الدولة إلى سن العديد من القوانين والمراسيم الموجهة لتنظيم عمليات البورصة والهياكل والمؤسسات المشرفة على سيرها وأحكام وشروط المتدخلين فيها، وتتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائر ثلاث عناصر أساسية أسندت لها وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر بما يلي:

[1]Prospectus D’information, Les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004, p: 3.

1.2.شركة تسيير بورصة القيم SGBV*

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة إختصاراً SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الإحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

–المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

ا.**البنوك الوطنية:** بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط CNEP Banqe.

ب.**شركات التأمين الوطنية:** الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمينCAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمينCCR ، الشركة الجزائرية للتأمينSAA ، الشركة الجزائرية للتأميناتCAAT ، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

ت.**البنك الخاص:** يونيون بنك UB

–المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: يشمل ما يلي:

بنك التنمية المحلية (BDL) ، البنك الخارجي الجزائري (BEA) ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) ، القرض الشعبي الجزائري (CPA) ، البنك الوطني الجزائري (BNA) ، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط بنك (CNEP).

1.1.2.مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93/ 10 الصادر سنة 1993، وتتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية[1]:

ا.التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة ؛

ب.التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير ؛

ت.نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB).

*SGBV: La société de gestion de la bourse des valeurs.

[1]Guide de fonctionnement de la bourse ,édition MLP, Alger 2004, p04.

3.المتدخلون في سوق البورصة

يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات.

1.3.لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة *COSOB:

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/ 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ونصبت في فيفري 1996، وتعتبر أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة وتشكل السلطة الإدارية والمالية، وتتكون اللجنة من رئيس دائم يعين بموجب مرسوم تنفيذي من وزير المالية وستة أعضاء غير دائمين يعينون لمدة نيابية تدوم 4 سنوات وبموجب قرار يصدره وزير المالية يتكون الأعضاء غير الدائمين من:

–قاضي مقترح من طرف وزير العدل.

–ممثل لأشخاص معنويين للقيم المنقولة.

–شخصان يتم إختيارهما بالنظر إلى رصيد خبرتهما في الشؤون المالية والبنكية والبورصية.

وتمتلك اللجنة تحت تصرفها أمانة مجهزة بمصالح إدارية وتقنية تعمل تحت تصرف رئيس اللجنة كما أنها تمتاز بسلطات تسمح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه، وتحافظ على الشفافية المالية وتنظم سوقها كما تعمل على التنظيم القانوني للبورصة كالقانون العام للبورصة والقانون الذي يحدد شروط إعتماد الوسطاء الماليين.

1.1.3.مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولاسيما من خلال الحرص على:

–حماية المستثمرين في القيم المنقولة ؛

–السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

2.3.المؤتمن المركزي:

تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003ويُعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

– فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة بإسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين

–مركز حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين ؛

–إنجاز المعاملات على السندات لفائدةالشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...) ؛

–الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)؛

–نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

*COSOB: La commission d'organisation et surveillance des opérations.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (إستلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق..).

3.3.الوسطاء في عمليات البورصة الوسطاء في عمليات البورصة IOB

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الإعتماد، ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الإعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:*

ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على إعتماد اللجنة، ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والإحتياط–بنك CNEP-Banqu، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنك الخاص بي أن بي باريبا الجزائر BNP Paribas El dajazair.

1.3.3.مهام الوسطاء:

يكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الإستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993، وهي:

–توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة ؛

–التداول في السوق لحساب زبائنهم ؛

–تسيير حافظة السندات بموجب تفويض ؛

–نشاط البيع والشراء كطرف مقابل ؛

–عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه ؛

–وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

4.أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية للبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

1.4.سوق سندات رأس المال: تتكون سوق سندات رأس المال من ما يلي:

–السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى ؛

*انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة (2).

–سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة: وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012، المعدّل والمتّمم للنّظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلّق بالنّظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012).

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

2.4.سوق سندات الدين:

تتكون سوق سندات الدين من:

–سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة.

–سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية.

وتأسست هذه السوق في سنة 2008وتحصي حالياً 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري.

ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

المطلب الثالث: مؤشرات تحليلية لتقيم بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

سنحاول في هذا الجزء تحليل وتقييم أداء بورصة الجزائر، ولفعل ذلك فقد إخترنا تتبع نفس المراحل التي درسنا بها بورصتي مصر والأردن.

1.رأس المال السوقي

ظل رأس المال السوقي شبه مستقر خلال الفترة (2006-2010) حيث كان يقدر بـ 6.71 مليار دج سنة 2006 مايعادل95.7 مليون دولار لينخفض بعد ذلك في سنة 2007 ليصبح يساوي 6.46 مليار دج أي ما يعادل 96.56 مليون دولار وذلك بالرغم من إنضمام شركتي سونلغاز وإتصالات الجزائر خلال نفس السنة إلى البورصة، ويرجع سبب هذا الإنخفاض بالأساس إلى إنسحاب سند الرياض–سطيف، وبالتالي فإن مبلغ الإنخفاض في رسملة البورصة قدر بـ 0.25 مليار دج أي بنسبة 3.87% مقارنة بسنة 2006، ويعكس إنخفاض مؤشر رأس المال السوقي للبورصة في الجزائر الى ركود البورصة الجزائرية، فبإستثناء الإرتفاع المسجل سنة 2011 نتيجة إدراج قيم الأوراسي سجلت باقي السنوات إنخفاضات متتالية حيث وصلت سنة 2011 إلى 14.96 مليار دج ما يعادل199.39 مليون دولار ويأتي هذا بعد الإصدار الجديد لأسهم شركة التأمين "أليانس"، لتعود للإنخفاض سنة 2013 لتصل إلى 13مليار دج ما يعادل 163.88مليون دولار بانخفاض قدره 1.96 مليار دج أي بنسبة 15.7% بالمقارنة مع سنة

2011 بسبب إنخفاض قيمة فئات معينة من الأوراق المالية، وفي 2015، قدرت قيمة رأس المال السوقي نحو 15.43 مليار دينار وما يعادل 164.67 مليون دولار، أي بزيادة قدرها 4.33% مقارنة مع السنة المالية 2014 حيث كانت القيمة السوقية تقدر بـ 14.79 مليار دج، أي ماقيمته168.17 مليون دولار ، ويوضح الجدول الموالي تطور معدل رأس المال السوقي في الجزائر خلال الفترة (2006-2015).

الجدول رقم(24): تطور معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006–2015)

السنوات	رأس المال السوقي(مليار دج)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دج)*	معدل رأس المال السوقي (%)	رأس المال السوقي مليون دولار	سعر صرف الدينار مقابل الدولار
2006	6.71	8514.84	0.08	95.7	70.110
2007	6.46	9366.6	0.07	96.56	66.895
2008	6.5	11090	0.06	92.16	70.522
2009	6.55	10034.3	0.06	91.08	71.914
2010	7.9	11991.56	0.06	106.08	74.470
2011	14.97	14526.6	0.1	199.39	75.076
2012	13.02	16115.43	0.08	164.93	78.939
2013	13	16569.27	0.07	163.88	79.323
2014	14.79	17730.7	0.08	168.17	87.947
2015	15.43	18225.5	0.084	164.67	93.700

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات التقارير السنوية لبورصة الجزائر

-الموقع:http://data.albankaldawli.org/country/algeria?view=chart : اطلع عليه بتاريخ2017/03/18.

-إحصائيات الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق الجارية بالعملة المحلية: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنوات(2010-2015)

وبالنسبة لمعدل رأس المال السوقي: يتبين من خلال الجدول رقم (24) أن معدل رأس المال السوقي بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ظل ينخفض منذ سنة 2006 أين كان يقدر بـ 0.08% ، وذلك نظرا لقلة المؤسسات المقيدة بالبورصة والمشاكل التي عرفتها شركة الرياض–سطيف والتي أدت بها إلى الإنسحاب من البورصة في سنة 2006 أي سحب ما قيمته 05 مليار دج من مبلغ رأس المال السوقي، فالقيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي تمثل نسبة ضئيلة جدا حيث بعد أن بلغت 0.08% سنة 2006 انخفضت النسبة إلى 0.07 % سنة2007، وبلغت 0.06% سنة 2008، وهو ما يبين أن حجم السوق المالية صغير جدا وفي تراجع مستمر، وتبقى أعلى نسبة حققتها البورصة هي 0.1% سنة 2011 ، وهي تعتبر أعلى نسبة تحققها منذ بداية نشاط البورصة، ليعود للانخفاض خلال سنوات 2012و2013 و2014 و2015 ليصل على التوالي إلى، 0.08 % و0.07% و0.08% و0.084%.

فمعدل رسملة البورصة(رأس المال السوقي) خلال الفترة المدروسة يكاد يكون مهملا وهو ما يعكس ضيق حجم سوق بورصة الجزائر ويعد منخفضا إذا ما قورن بأسواق ناشئة أخرى حيث أن هذه القيمة تعتبرالمهملة تقريبا لهذا المؤشر وتعني أن وزن البورصة في الإقتصاد الوطني ليس له تمثيل يعكس مدى قدرة السوق المالية على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للإستثمار وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المدرجة في البورصة، ويعكس إنخفاض هذا المؤشر في بورصة الجزائر ضعف الإعتماد على التمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية، وقد تجد البورصة الجزائرية ما يبرر هذه النسبة الضئيلة إلى حداثتها في النظام المالي الجزائري، حيث لم تتجاوز هذه النسبة الواحد في المائة، وبالتالي يمكن القول أن حجم سوق التداول في الجزائر لا يزال متواضعا جدا إذا ما قارناه بالناتج المحلي الإجمالي، ويعد دور البورصة في تمويل الإقتصاد دورا ضعيفا جدا بمقارنة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة تتراوح بين 0.06 % و0.1%، وهذه النسبة تشير إلى عدم وجود ثقافة بورصية متصلة بسلوك المستثمرين في الجزائر ولا يمكن رفع هذه النسبة إلا بإدخال أصول مالية جديدة وتنمية الثقافة البورصية لدى المدخرين وتشجيعهم على إستثمار أموالهم في البورصة.

2.حجم وقيمة التداول

يشير هذا المؤشر إلى حجم وقيمة التعاملات في سوق الأوراق المالية، حيث إنطلق التداول في بورصة الجزائر في سبتمبر 1999 حيث تم تسجيل 16 جلسة من جلسات التسعير على أوراق الشركات المدرجة، ويوضح الجدول التالي حجم وقيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم (25): تطور حجم التداول لبورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	إجمالي قيمة التداول بالمليار دج	إجمالي حجم التداول*
2006	0.14	76010
2007	0.96	130443
2008	0.9	184110
2009	0.89	143563
2010	0.67	117729
2011	0.32	252954
2012	0.67	167827
2013	0.10	127589
2014	0.14	101950
2015	1.25	2213901

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات لجنة مراقبة عمليات البورصة من الموقع:

http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc ، اطلع عليه بتاريخ: 2016/08/28.

*إجمالي حجم التداول ورقة مالية

من خلال الجدول رقم (25) يتبين لنا أن نشاط البورصة في الجزائر قد شهد خلال الفترة (2006-2015) ركودا كبيرا يرجع بالأساس إلى قلة الأوراق المالية في السوق إضافة إلى عدم توفير السيولة اللازمة التي تسمح بتنشيط البورصة والرفع من حجم التداول إذ يشهد سوق التداول ضعفا شديدا في النشاط، حيث أن الإقبال على التداول كان ضعيفا مما جعل القائمين على السوق ببرمجة حصة واحدة للتداول كل أسبوع وذلك بعد تعليق الحصة الثانية منذ سنة 2002، إلا أن نشاط التداول بدأ يعرف تحركا ملحوظا ابتداء من سنة 2006 مما أدى إلى استئناف الجلسة الثانية من التسعير وذلك منذ 2006/05/17، وبذلك صارت بورصة الجزائر تقوم بجلستين أسبوعيا يومي الإثنين والأربعاء.ويوضح الجدول الموالي حجم وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

الجدول رقم(26): حجم وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

السنوات	إجمالي قيمة التداول بالمليار دينار جزائري	إجمالي قيمة التداول بالمليون دولار	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	قيمة إجمالي الأسهم المتداولة بالمليون دولار
2006	0.14	2.13	63561	0.33
2007	0.96	14.35	35794	0.21
2008	0.9	12.82	52103	0.30
2009	0.89	12.46	34700	0.19
2010	0.67	8.99	27420	0.16
2011	0.32	4.27	231997	2.46
2012	0.67	8.52	49471	0.45
2013	0.10	1.27	120681	0.61
2014	0.14	1.69	90111	0.47
2015	1.25	13.44	2213143	13.36

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات لجنة مراقبة عمليات البورصة من الموقع:
http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc_creance، من الموقع اطلع عليه بتاريخ: 28 /2016/08.

نلاحظ من الجدول رقم (26) إنخفاض قيمة إجمالي التداول حيث بلغت سنة 2006حوالي0.14 مليار دينار أي ما يعادل 2.13 مليون دولار لتسجل ارتفاعا لتصل إلى 0.96 مليار دينار سنة 2007 أي ما يعادل 14.35مليون دولار لتعاود الإنخفاض سنة 2008 مسجلة 0.9 مليار دينار أي ما يعادل 12.82 مليون دولار وبإنخفاض قدره 6.26% عن سنة 2007 لتعرف بعد ذلك انخفاضات متتالية لتصل سنة 2014بـ 0.14 مليار دينار وما يعادل 1.69 مليون دولار لتعود إلى الارتفاع الطفيف سنة 2015 مسجلة 1.25مليار دينار أي ما يعادل 13.44مليون دولار، وهو ما يعني أن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ليس له تمثيل، خاصة إذا ما قورنت قيمة هذا المؤشر مع ما هو مسجل في بورصة كل من مصر والأردن، ويعزى هذا العدد المحدود من الأوراق المالية المدرجة في البورصة

والتأخر المسجل في تجسيد عمليات الخصخصة التي من شأنها أن تضاعف من عدد الأوراق المدرجة في البورصة، وكذلك قلة عدد أيام التعامل في السنة وفي كل يوم من هذه الأيام لا تتجاوز الساعة الواحدة، وقد سجلت باقي المؤشرات الأخرى انخفاضات مستمرة وتبقى نتائجها ضعيفة، وقدم أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة فضلاً عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ بداية نشاطها.

3.عدد الشركات المدرجة

ويوضح الجدول التالي تطور عدد المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر:

الجدول رقم (27):تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الشركات المدرجة	2	2	2	2	2	3	3	4	4	4

المصدر:من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة مراقبة عمليات البورصة.

بالنظر إلى الجدول رقم (27) نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة بنهاية سنة 2006 وصل إلى شركتين فقط، بعد ما كان مقتصرا على ثلاثة شركات في بداية السنة وهي مؤسسة الأوراسي، شركة الرياض سطيف، شركة صيدال، مع تسجيل إنسحاب سند رأس مال شركة الرياض–سطيف بتاريخ 2006/05/30، ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه الانخفاض الكبير في عدد الشركات المدرجة في البورصة، وهو العدد الذي بقي مقتصرا على شركتين إثنين خلال الفترة(2007 -2010)، والتي طرحت أسهمها في البورصة، وتتمثل هذه الشركات في مؤسسة تسيير نزل الأوراسي ومؤسسة صيدال، إلا أن هذا العدد إرتفع خلال سنة 2011 إلى ثلاثة شركات بإنضمام شركة "اليانس" لتأمينات، إلا أن عدد الشركات المقيدة سرعان ما ارتفع إلى أربعة شركات بإنضمام شركة "أن–سي ا–روبية"، كما إستمر عدد الشركات المدرجة في البورصة في الثبات إلى غاية 2015، حيث هناك 4 عدة شركات مدرجة في بورصة الجزائر، وهي:

–مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني.

–مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة.

–أليسانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات.

– أن–سي ا–روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية.

وهو عدد غير كاف ولا يعبر إطلاقا عن حجم السوق ولا عن النشاط الإقتصادي، وقلة عدد الشركات منذ بداية النشاط يبين ضعف مسار الخصخصة وتعثره، ولما لذلك من إنعكاسات سلبية على البوصة ودورها التمويلي.

4.معدل دوران الأسهم

والجدول التالي يوضح تطور معدل دوران الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2015)

الجدول رقم(28):تطور معدل دوران الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006–2015)

السنوات / البيان	رأس المال السوقي(مليار دج)	إجمالي قيمة الأسهم التداول (مليار دج)	معدل الدوران (%)
2006	6.71	0.023	0.34
2007	6.46	0.014	0.21
2008	6.5	0.021	0.32
2009	6.55	0.013	0.19
2010	7.9	0.011	0.13
2011	14.97	0.185	1.20
2012	13.02	0.036	0.27
2013	13	0.049	0.37
2014	14.79	0.041	0.24
2015	15.43	0.125	0.81

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر إصدارات مختلفة.

يلاحظ من خلال الجدول (28) أن معدل الدوران في سوق التداول الجزائرية يتميز بالضعف الشديد حيث أنه كان يساوي 0.34% سنة 2006 لينخفض سنة 2007 ليسجل 0.21 %، أي بإنخفاض قدره 38.23% مقارنة بسنة 2006، ليسجل بعد ذلك إرتفاعا ملحوظا في سنة 2008 أين بلغ 0.32%، أي بإرتفاع قدره 52.38 % مقارنة بسنة 2007، وذلك نظرا لدخول سندي دين جديدين إلى البورصة خلال هذه السنة كما سبق الذكر ثم إرتفع سنة 2011 ليبلغ 1.20%، ليعود إلى الإنخفاض التدريجي ليصل سنة 2015 إلى 0.81% ، إلا أن هذا المعدل يظل ضئيلا جدا مقارنة بمعدل دوران الأسهم في بورصات الدول الناشئة على غرار مصر والأردن، وإنخفاض هذا المعدل يعني إنخفاض درجة سيولة السوق وأن القدرة على بيع الأوراق المالية وشراءها لا يتم بسهولة، وإلى بطء عملية تداول الأسهم، ويرجع ذلك إلى وجود عدد قليل من البائعين والمشترين في السوق حيث لا تتم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة وإلى محدودية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

وباستقراء بعض هذه المؤشرات التي تعكس حالة بورصة الجزائر بشكل عام يتضح ما يلي:

–القيمة السوقية للبورصة لم تتجاوز 1 مليار دولار خلال فترة الدراسة وهو مؤشر بعيد عن البورصات العالمية.

–عدد الأسهم المتداولة قليل جدا وهو مؤشر ضعيف.

–إنخفاض قدرة بورصة الجزائرعلى استقطاب المدخرات الوطنية والأجنبية وإستثمارها.

–دور بورصة الجزائر ضعيف وهي عاجزة عن أداء دور فَعال في الإقتصاد الوطني، وأن مساهمتها في تمويل التنمية الإقتصادية تبقى متواضعة جدا في الجزائر، وذلك بعد مضي 18سنة من إنطلاق نشاط بورصة الجزائر.

-الإنخفاض الكبير في حجم وقيمة التداولات.

-صغر الحجم النسبي للسوق.

-هناك إمكانية للتوظيف والإستثمار وتحقيق عوائد مجزية.

- ضعف في الوعي الإستثماري وعدم وجود ثقافة بورصية لدى صغار المدخرين والمستثمرين على حد سواء.

-قلة عدد أيام التعامل(يومين في الأسبوع) وفي كل يوم من هذه الأيام لا تتجاوز مدة التداول الساعة الواحدة، وقد سجلت باقي المؤشرات الأخرى إنخفاضات مستمرة وتبقى نتائجها ضعيفة.

المطلب الرابع: محاور تفعيل وتنمية بورصة الجزائر

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى العناصر الآتية:

-تداعيات الأزمة المالية العالمية على بورصة الجزائر وإجراءات مواجهتها.

-معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر.

-أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية بالجزائر.

1.تداعيات الأزمة المالية العالمية على بورصة الجزائر وإجراءات مواجهتها

تتميز الجزائر بكونها دولة نفطية وبأنها دولة مصدرة للعمالة وإقتصادها ليس مندمجا ماليا في الإقتصاد العالمي كما أنها إستطاعت من خلال الوفرة النفطية من التخلص من الديون الخارجية، وتحولت إلى إستقطاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاع النفط بالإضافة إلى بناء مخزون معتبر من الإحتياطي من العملة يسمح لها بدعم ميزان المدفوعات فيها[1]. لقد بقيت أثار الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري محدودة نسبيا بفعل الوضعية المالية المريحة التي كانت تتمتع بها من خلال عدة عوامل مثل توفرها على احتياطات صرف كبيرة قدرت سنة 2008 بـ143.1مليار دولار وسياسة الحذر المتبعة في توظيف ها والإبتعاد عن المخاطرة، وقيامها بتوظيف جزء من الإحتياطات في شراء سندات الخزينة بنسبة 90% في الأسواق المالية (سندات الخزينة الأمريكية)، بالإضافة إلى سياسة السداد المسبق للديون التي باشرتها منذ سنة 2004 إلى غاية سنة2006 حيث تم تسديد 16.7 مليار دولار خلال هذه الفترة وهذا ما كان له إنعكاسات إيجابية على السيولة المالية في الجزائر وهو الأمر الذي سمح لها بتجنب أثار الأزمة المالية.

وتأثر الإقتصاد الجزائري كغيره من الإقتصاديات العالمية، ولكن بنسبة أقل بالأزمة المالية العالمية، مقارنة بالدول الأخرى وذلك للأسباب التالية:

-عدم وجود إرتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها.

[1]بلقاسم العباس، تبعات الأزمة الاقتصادية على الدول العربية والنامية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد102، السنة العاشرة، افريل2011، ص 13.

–عدم إنفتاح الإقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الإقتصاد العالمي، ذلك أن الإقتصاد الجزائري يعتمد على تصدير المحروقات وذلك ما يجعله في مأمن من الأزمة المالية.

–عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر.

–إعتماد الدولة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي 37 دولار للبرميل وهو سعر يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي إنعكاسات في حالة إنخفاض أسعار البترول.

–إنخفاض أسعار البترول بسبب الركود والكساد العالمي وإنخفاض الطلب على البترول وبالتالي تراجعت قيمة الإيرادات في الجزائر لإعتمادها على تصدير المحروقات.

–بذلت الجزائر في إستراتيجيتها من أجل النمو مجهودات جبارة طيلة العشرية الحالية من أجل جذب الإستثمار الأجنبي إلا أنه مع انتشار الأزمة المالية وانحصار رؤوس الأموال فقد جمد معظم المستثمرين الكبار من إنتشارهم في الخارج وبالتالي ستعرف معظم المشاريع المشتركة جمودا لم تعرف مدته بعد.

–الجزء الأكبر من مداخيل الجزائر الموجهة للتنمية الإقتصادية تتأتى من قطاع المحروقات، لكن مع الإنخفاض الشديد في أسعار البترول ستتعثر مخططات التنمية على المدى المتوسط والطويل خاصة إذا طالت مدة الأزمة[1].

2.اجراءت معالجة الأزمة من طرف بورصة الجزائر

إن أسواق رؤوس الأموال قد أصبحت فعلا أسواقا عالمية، وإن تاريخ الأزمات يجعلنا ندرك أن المشاكل الحالية يجب أن تعالج عن طريق التعاون في إطار دولي ومتعدد الأطراف ومتجدد، من خلال ما يلي[2]:

–يجب أن يتم تغليب نظرة عالمية جديدة تتخطى حدود الأقطار، والعمل من أجل ظهور إطار قانوني جديد يسمح بالتوازن بين البحث عن الخطر، وبالتالي عن الربح من جهة، وبين البحث عن الأمان لكون الإستقرار له قيمة، من جهة أخرى؛ وهو ما يتطلب من القائمين على الضبط يجب أن يعالجو في الوقت الراهن في عملية ضبط المقاييس، والإعتراف المتبادل، والتعاون العملي، ومواجهة نتائج عشرية من التطور المذهل في الأسواق الناشئة، والعصرنة المتوالية، وإعادة تنظيم البنى التحتية للسوق، وإبتكار منتجات بالتوازي مع النمو السريع للنشاطات الدولية التي تتجاوز حدود الأقطار وتدفق رؤوس الأموال.

–إن إستقرار المنظومة المالية يجب أن يأخذ في الحسبان المعطيات الجديدة للأسواق المالية الدولية التي تتميز بكون الدول الناشئة في الجنوب (آسيا وأمريكا الجنوبية، وبلدان الخليج، وغيرها) قد أصبح لديها فائض مالي وبالتالي صارت مقرضة لرؤوس الأموال في الوقت الذي صارت فيه بلدان الشمال المتطورة مقترضة ومدينة.

[1] الداوي الشيخ المؤتمر الدولي: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

[2] لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها(COSOB)، التقرير السنوي 2008، ص 19.

–إن المنظومة المالية العالمية المتجددة يجب أن تتحقق من خلال عودة البنوك إلى القيام بدورها الأول المتمثل في تمويل الإقتصاد وليس دور المضاربة، وضبط الحدود لكي تتفادى حدوث الإختلال، وإشراك البلدان الناشئة والبلدان النامية في الإختيارات والقرارات ومتابعة التنفيذ.

3.معوقات وأسباب ضعف أداء سوق الأوراق المالية بالجزائر

يعترض تطوير بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات سنتناول أهمها في النقاط الآتية:

–المعوقات القانونية والتشريعية: تتمثل في عدم ملائمة التشريعات القانونية السارية المفعول سواء بالنسبة للمؤسسات الإنتاجية أو المصرفية، وفي عدم الثبات وعدم ملائمة التشريعات والقوانين السارية المفعول بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية والمصرفية والمنظمة لعمل البورصة، وما يلاحظ أيضا على البيئة التشريعية ببورصة الجزائر هو عدم وضوح القوانين وقصورها في لجوانب التالية:

ا.القوانين المتعلقة بشروط دخول المستثمرين الأجانب في سوق رؤوس الأموال الجزائر.

ب.القوانين المتعلقة بتحويل توزيعات الأرباح والفوائد المتحصل عليها والناتجة عن الإستثمار في الأوراق المالية.

ت.القوانين المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في البورصة.

–المعوقات الإقتصادية: وتعتبر من أهم المعوقات لبورصة الجزائر، ويتبين ذلك من خلال ما يلي:

ا.ضعف البنية الإقتصادية من حيث كمية الإنتاج والنوعية والمنافسة.

ب.أغلب الشركات ملك الدولة حيث لازالت حتى الآن العديد من المؤسسات العمومية الجزائرية تعاني من عجوزات مالية وقد تمت لفترات طويلة، الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت إختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية.

ت.إنخفاض معدلات النمو الإقتصادي في معظم القطاعات وهيمنة قطاع المحروقات الذي يشكل الركيزة الأولى للإقتصاد الجزائري.

ث.توجه العديد من المستثمرين نحو المشاريع الإستثمارية غير المالية: كالبناء، الأشغال العمومية، الري، الخدمات، الفلاحة...، وهي التي باتت تشكل بديل أحسن أو أكثر ضمانا من سوق البورصة.

ج.إرتفاع العبء الضريبي على المؤسسات المصرحة بنشاطها وضعف الحوافز الجبائية أو غياب التحفيزات الممنوحة للشركات المقيدة في البورصة الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى التهرب الضريبي أو البحث عن بدائل إستثمارية أخرى عادة ما تكون السوق الموازية.

ح.إرتفاع معدل التضخم(حيث بلغ 4.8%سنة 2015) وعدم إرتفاع عائد الأسهم، وضعف الإدخار لدى الأفراد بسبب غلاء المعيشة وعدم تدفق رأس المال الأجنبي الذي يعود إلى إنعدام الثقة وتدهور الوضع الإقتصادي بسبب الظروف الخاصة التي تعيشها البلاد، وضعف المنافسة في السوق المالية لقلة الشركات المصدرة بسبب تعثر مسار الخصخصة.

خ.ضيق السوق وتقلبات الأسعار: يظهر ضيق السوق الأوراق المالية في الجزائر من خلال محدودية العرض ونقص الطلب على الأوراق المالية، مما أدى إلى تقليص الفرص الإستثمارية ونقص كبير في أحجام التداول، وقلة المؤسسات المدرجة في البورصة والمسيطر عليها من طرف القطاع العام حيث يمثل القطاع العام للمؤسسات الإقتصادية قرابة 80 %من مجموع إستثمارات المؤسسات الجزائرية.

د.إقتصار دخول المؤسسات إلى البورصة على مؤسسات عمومية وفتح رأسمالها في حدود نسبة 20% من رأسمالها الإجتماعي، وعدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر وإنخفاض معدل العائد الذي تحققه الشركات المدرجة في البورصة بسبب ضعف النتائج والأرباح التي تحققها، مما يبين غياب كلي للقطاع الخاص الذي يمكن له أن يساهم بشكل فعال في تفعيل بورصة الجزائر.

ذ.تقاعس متخذي القرار في الدولة بشأن الإسراع في إتمام برنامج خصخصة المؤسسات العمومية، وغياب الإستثمار الأجنبي في مجال الأوراق المالية، الشيء الذي أدى إلى عدم تطوير سوق الأوراق المالية، ومن ثم الإستفادة من تجارب الأسواق المتقدمة.

ر.غياب البيانات عن أداء الشركات سواء المنظمة في البورصة أو غيرها وهو ما يعرقل عمل البورصة إذ لا يمكن تطوير البورصة في حالة غياب الإفصاح المالي والشفافية عن أداء الشركات، حيث تم حذف بيانات بورصة الجزائر من التقارير السنوية والتقرير الإقتصادي الموحد لصندوق النقد العربي سنة إبتداء من سنة 2010.

ز.عدم وجود سوق كفئة، وسيطرة السوق الموازية حيث أن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن، وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الإستثمار في الأسواق المالية.

س.غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي... الخ، وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة، وفي حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعمليها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.

–المعوقات السياسية والأمنية: الخوف من التغيير وتجلى ذلك في التردد الذي يبديه صانعو القرار في الأجهزة العليا للدولة في مجال الخصخصة كإستبعادهم للأسهم من أنشطة بورصة الجزائر وتفضيل السندات، فكان للأوضاع الأمنية المتدهورة وغير المستقرة التي مرت بها الجزائر لا يمكن بها ضمان فعالية السوق في تحقيق التنمية، حتى أن هذه الأوضاع كانت سببا لإمتناع العديد من المستثمرين الأجانب عن الإستثمار في الجزائر.

–العامل الديني: لقد كان لهذا العامل أهمية بالغة في عزوف شريحة واسعة من المجتمع عن المعاملات في البورصة المشبوهة كالسندات والتعامل في المشتقات المالية، نظرا لخوفهم من تعارض الإستثمار فيها وأحكام الشريعة الإسلامية، مما أدى إلى إمتناع العديد من العائلات من توظيف مدخراتهم في السندات.

–المعوقات الإدارية والتنظيمية:

طول مدة الإجراءات البيروقراطية وتعقيداتها حتما تؤدي إلى إحجام المستثمرين من إقامة مشروعات إستثمارية والإستثمار في الأوراق المالية المعروضة للتداول في البورصة بالإضافة إلى وجود بيروقراطية من حيث تعقيد الإجراءات وعدم المرونة في التعامل والسرعة والتفاعل المطلوبين، وإن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكوينيا ماليا وإقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها وإتخاذ القرارات المناسبة، وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو إعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي.

ويعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال[1].

–المعوقات الإعلامية:

ضعف الجهاز الإعلامي مع شبه غياب الإعلام الإقتصادي المتخصص الذي يهدف إلى تشجيع ثقافة الإدخار والتعريف بالشركات والنهوض بالإستثمار وغياب شبه كلي للمجلات المتخصصة في قطاع المال والأعمال للتعريف بالفرص المتاحة للإستثمار في القطاع المالي من أجل نشر ثقافة بورصية في الجزائر.

وعليه فإن نظام المعلومات لسوق الأوراق المالية في الجزائر يعاني من قصور في المجالات الآتية[2]:

–عدم وجود دراسات وإحصائيات دقيقة عن تطور أسعار الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

–عدم وجود سماسرة وصناع السوق يتعاملون في مجال بيع وشراء الأوراق المالية.

–عدم وجود رقابة وإفصاح مالي دقيق عن شركات المساهمة وقصور في مهنة تدقيق الحسابات.

–عدم وجود إطارات مدربة لموظفي البورصة للعمل كوسطاء سماسرة في هذا المجال.

–البطء الكبير في تسوية الصفقات، حيث يستغرق إلغاء الصفقة 30 يوما، بينما المعايير المعمول بها دوليا لا تتعدى ثلاث أيام.

–عدم وجود أسعار معلنة وواضحة عن الأسهم المتعامل فيها بين المواطنين، إضافة إلى غياب الإعلام المتخصص في مواضيع سوق الأوراق المالية.

---

[1] أحسين عثماني، سعاد شعابنية، "النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"، الملتقى الوطني حول: "حوكمة الشركات كأداة للحد من الفساد المالي والإداري" ، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي06 /07 ماي 2012، ص 14.

[2] محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي" ، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي: حول التكامل الاقتصادي العربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 8 /9 ماي 2004، ص 612.

4.محاور تفعيل بورصة الجزائر:

تتسم بورصة الجزائر بالهشاشة وبضعف أداءها ودورها في تمويل الإقتصاد الوطني، ولكي يتم تحسين أداءها وفعاليتها لابد من توافر مجموعة من الشروط والمتطلبات، والتي يمكن صياغتها فيما يلي[1]:

–ضرورة تسوية الإقتصاد: يعتبر توفير المحيط الإقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لا بد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية والمنافسة، وأيضا لا بد من توفير المناخ الإستثماري المناسب من منح الحوافز الضريبية والشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الإستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون إقتصاد السوق شرطا رئيسي لقيام ببورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر.

–الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد: لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم يوجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الإدخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، لا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع رغم أن مؤشرات التضخم منخفضة حاليا في الجزائر إلا أن ذلك لم يساهم في تنشيط البورصة.

–الإنفتاح الكبير على الجمهور والتنويع في الأدوات المالية: تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية وتتميز بتنويع الأدوات المالية التي تعد عامل جدب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن: العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الإستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنويع الأدوات المالية على هده البورصات عدم توظيف الإدخار في شكل سندات إما لإنخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

–الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة: تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذ كانت جملة المعلومات المفيدة لتقيم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بدلك بإتخاذ قرارات الإدخار والإستثمار تبعا لهده الأسعار.

–توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الإقتصادي والمالي لأن مرودية المؤسسات المسجلة في قيد الشروط اللازمة لجذب الإدخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

–حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم وإستثماراتهم المالية: إن الحصول على عوائد معقولة لقاء توظيف وإستثمار الأموال في البورصة يعد شرطا أساسيا لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين،

[1] انظر في ذلك: محمد براق، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، المجلد11، العدد21،2001 ، ص ص87 -120.

ووجود شركات مساهمة ناجحة.

–تكييف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الإقتصادية: من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسساتي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكييف على الدوام مع التغيرات الحاصلة وذلك بمدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات مهما كانت طبيعتها، فإن متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الإقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسة للسير جيدا وترقيتها.

–وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي والإستقرار القانوني: يعتبر الإستقرار السياسي أهم عامل لإجتذاب رؤوس الأموال الفائضة بدل المدخرين وحسن توجيهها كما أن وجود هذا الإستقرار يسمح بتطوير البورصات وترقيتها، أما بخصوص إستقرار القوانين ووجود جهاز تشريعي مرن فإن إستقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفاعلية في ترقية ونمو سوق البورصة، وتوفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الإقتصادية في تطورها وبإستطاعته التكييف والإنسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الإقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناءا على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهدف السوق.

–وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الإدخار، وتوفير الفرص الإستثمارية في صورة مشاريع والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مال يعمل على تعبئة الإدخار وترقية وحسن توجيهه.

–إن إزدهار السوق المالية في الجزائر يجب أن يندرج ضمن التيار الواسع لعصرنة الإقتصاد الوطني الذي يجسد الإرادة الثابتة لدى السلطات العمومية في تشجيع الإستثمار المباشر من طرف السوق[1].

[1] لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB)، التقرير السنوي 2008، ص 2.

المبحث الرابع: المقارنة لأداء سوق الأوراق المالية في مصر، الأردن والجزائر

تعتبر كل دول من (مصر والأردن والجزائر)كنماذج من الدول النامية ذات المكانة السياسية والإقتصادية على الصعيد العربي والدولي والتي حاولت تكييف سياساتها الإقتصادية من أجل دفع عجلة النمو الإقتصادي فيها، ورغم بعض الخصائص التي تميز كل دولة على حدة، إلا أن هناك العديد من أوجه التشابه والتقارب وخاصة في كون الدول الثلاثة تحاول تحقيق الإقلاع الإقتصادي والتخلص من الإرث التنموي السابق الذي تميز في جوانبه المختلفة بالإخفاق والقصور، حيث تعهدت دول مصر والأردن والجزائر ببناء الإطار المؤسسي اللازم لإصلاح ونمو مستدام يولد إقتصاد سوق قوي وتشجيع الإستثمار الخاص، وعبرت البلدان الثلاثة عن إلتزامها بالإصلاح، ويشير تطور أسواق رأس المال ودلالات أدائها المستمر بالتحسن إلى الموثوقية بالآلية التي تم من خلالها إدخال وتطبيق وتعزيز ومراقبة مبادئ الحوكمة بشكل أفضل.

حيث اشتمل التحليل الكمي المقارن على مقارنة أداء بورصة مصر للأوراق المالية مع أداء بورصة عمان مع أداء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، حيث أخذ بعين الاعتبار أن تمثل عينة المقارنة لما لذلك من أثر في استخراج نسب أكثر منطقية، فالبيئة الاستثمارية السائدة في كل دولة تختلف إلى حدٍ ما عن البيئة الاستثمارية السائدة في الدولة الأخرى، ومن أجل مقارنة أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر، الأردن والجزائر خلال الفترة (2006-2015) نظرا لضعف النشاط في بورصة الجزائر خلال الفترة التي سبقت سنة 2006، حيث سنعمل على تحليل سوق التداول وذلك بالإعتماد على مختلف المؤشرات التي تمت دراستها عن كل سوق على حده، ويمكن التقسيم بين فترتين هامتين عايشتهما أسواق الأوراق المالية العربية الفترة الممتدة من(2006-2010) وهي السابقة لأزمة الرهن العقاري 2008 والفترة الممتدة من(2010-2015) وهي الفترة اللاحقة للأزمة، واعتبرت سنة 2010 محورا في الفترتين لكونها تجمع بين سمات الإستقرار الإقتصادي في البورصات العربية وسمات عدم الإستقرار الإقتصادي إبتداء من سنة 2010، وإقتصرت المقارنة على هاتين الفترتين في مؤشرات بورصة الأسهم وبورصة السندات بسبب توافر المعلومات في هذه الفترة، ومن أجل مقارنة أداء سوق الأوراق المالية في كل من مصر، الأردن والجزائر خلال الفترة (2006-2015)، وتشير الجداول(15،16،...،28) إلى تطور المؤشرات الرئيسية لأداء الأسواق المالية في كل من مصر، الأردن والجزائر للفترة (2006-2015)، حيث سنقوم بتحليل سوق التداول وذلك بالإعتماد على مختلف المؤشرات التي تمت دراستها عن كل سوق على حده ثم نقوم بالمقارنة، وفيما يلي إستعراض لهذه مؤشرات الأسواق المالية كما يلي:

المطلب الأول: رأس المال السوقي(القيمة السوقية)

تعبر القيمة السوقية عن إجمالي قيمة رأس مال السوق كمجموع لأسعار الأسهم المكتتب بها في الشركات المدرجة بأسواق المال في نهاية المدة المحددة للتداول (يوم، شهر، سنة)، ومن خلال القيمة السوقية يمكن تحديد الحجم الكلي

للسوق المالية أو الحيز الذي يشغله السوق في النشاط الإقتصادي للبلد وبالتالي يعكس درجة تطور الإستثمار بالأوراق المالية في ذلك البلد.

فبالنسبة لحجم رأس المال السوقي يتبين من الجداول (15)، (19)، (24) أن هناك تفاوتا كبيرا بين الأسواق الثلاثة من حيث الحجم حيث بلغت قيمة رأس المال السوقي للبورصة المصرية سنة 2006 حوالي 93498.85 مليون دولار وأخذت بالإرتفاع التدريجي لتصل إلى 138778.46 مليون دولار سنة 2007، مسجلة إرتفاعا بـ44% مقارنة بسنة 2006 ثم عرفت إنخفاضات متوالية لتصل سنة 2008 إلى 85970.8 مليون دولار نتيجة الأزمة المالية العالمية، إلا أنها الإرتفاع التدريجي إلى أن وصلت إلى 54938.03 مليون دولار سنة 2015.

أما القيمة السوقية لبورصة عمان فقد بلغت 29729.47 مليون دولار سنة 2006 وأخذت بالإرتفاع التدريجي مسجلة 41216.42 مليون دولار سنة 2007 أي بإرتفاع قدره 38.6% مقارنة بسنة 2006 ثم إنخفضت بعدسنة2007 لتبلغ سنة 2008نحو 35844.10 مليون دولار، ويرجع هذا إلى إنخفاض في أسعار الأسهم نتيجة ضعف إقبال الجمهور لتواصل الإنخفاض لتصل إلى 25366.3 مليون دولار سنة 2015.

وبلغت قيمة رأس المال السوقي لبورصة الجزائر إلى95.7 مليون دولار سنة 2006 وأخذت بالإرتفاع سنة 2007 مسجلة نحو 96.56 مليون دولار أي بإرتفاع قدره 0.86 مليون دولار مقارنة بسنة 2006 ثم أخذت بالإرتفاع والإنخفاض المتذبذب إلى إن وصلت إلى أعلى مستوياتها سنة 2011 إذ بلغت 199.39 مليون دولار أي تعادل ضعفي سنة 2006، ومرة أخرى عادت بالإنخفاض لتصل مستوى بلغ 164.67 مليون دولار سنة 2015.

ومما سبق يتبين أن البورصة المصرية تمثل الصدارة من حيث متوسط القيمة السوقية بنحو(79025.7 مليون دولار) تليه بورصة عمان(30059.4 مليون دولار) ثم بورصة الجزائر(134.26 مليون دولار)، فالبنسة لرأس المال السوقي للبورصة المصرية فقد حققت الأخرى تطوراً ملموساً يرجع أساسا إلى إتساع حجم الإستثمارات الأجنبية التي إستقطبتها بورصتي القاهرة والإسكندرية إضافة إلى إستخدام نظام التداول الإلكتروني سنة 2010، أما بالنسبة للبورصة الأردنية فيرجع أسسا إلى إرتفاع أسعار الأسهم المتداولة على إثر النمو والإنتعاش الإقتصادي، ويشير تطور رسملة بورصة الجزائر إلى إرتفاع عدد الشركات المدرجة والتي أصبحت 4 شركات بعدما لم تكن تتجاوز شركتين مدرجتين نفقط.

وبالنسبة لمعدل رأس المال السوقي: الذي يحدد هذا المؤشر الأهمية النسبية للسوق المالية في الإقتصاد الوطني لمعرفة الدور الذي تقوم به السوق المالية في النشاط الإقتصادي، فقد سجل معدل رأس المال السوقي في البورصة المصرية سنة 2006 نحو 87 % بعدها اخذ بالإنخفاض وبالتذبذب بين خلال الفترة (2006-2011) ليصل إلى 19 % سنة 2011 مسجلا أدنى قيمه له خلال فترة الدراسة ليعود في التحسن التدريجي مسجلا 22 % سنة 2015.

أما معدل رأس المال السوقي في بورصة الأردن فقد بلغ سنة 2006 نحو 233.8% وأخذ بالإرتفاع سنة 2007 مسجلا 289%، وبعد ذلك شهد عدة انخفاضات متتالية حيث بلغ سنة 2008نحو261.7% ثم عاود الإرتفاع

التدريجي ليصل إلى أدنى معدل بلغ 70.7% سنة 2015، وبلغ معدل رأس المال السوقي في بورصة الجزائر سنة 2006نحو 0.08% ، وأخذ بالإنخفاض والإستقرار في حدود 0.06% خلال الفترة(2008-2010)، إلى أن عرف إرتفاعا قدر بـ 0.1% سنة وهو أعلى معدل تحققه البورصة خلال فترة الدراسة ثم تعود للإنخفاض التدريجي لتستقر عند 0.08 % سنة 2015.

وبإستعراض متوسط معدل القيمة السوقية خلال مدة الدراسة نلاحظ إن معدل القيمة السوقية يشغل حيزاً بلغ في مصر 41% من الناتج الداخلي الإجمالي، في حين أن هذه النسبة وصلت إلى 143.76% من القيمة ذاتها في الأردن، بينما في الجزائر وصلت النسبة إلى 0.07 %، حيث يكاد هذا المعدل أنيكون مهملاً ، إذ لم تتجاوز هذه النسبة حدود الواحد في المئة خلال فترة الدراسة أو حتى منذ بدء التداول سنة 1999.

وكخلاصة لذلك: فقد شهد مؤشر رأس المال السوقي(رسملة البورصة) في د ول الدراسة تراجعًا محسوسًا منذ سنة 2008 ويفسر إنخفاض هذا المؤشر إلى تراجع معدلات النمو الإقتصادي مقابل إرتفاع سعر الدولار الأمريكي وتداعيات الأزمة المالية كما تطرقنا إليه سابقا، ويشير هذا المؤشر إلى أن مساهمة أسواق رأس المال في النمو الإقتصادي في الأردن لا بأس بها في حين أن الفعالية التنموية للأسواق في مصر متواضعة لا تتناسب وحجم الدور التنموي الذي يجب إن تضطلع به لتنشيط إقتصادياتها، بينما تبقى هذه النسبة ضعيفة جدا في الجزائر وتكاد تكون معدومة لعدم وجود بورصة متطورة في الجزائر يمكن أن تساهم في تطوير الإقتصاد الوطني.

وبما أن مؤشر معدل رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الخام يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للإستثمار وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، فبالنسبة للأردن خلال(2006-2015) فإن هذه النسبة وصلت إلى 289% سنة 2007، فإن نتائج هذا المؤشر في بورصتي مصر والجزائر توضح إبتعادهما عن المعدلات العالمية حيث يفوق هذا المعدل 100% في العديد من الأسواق الناشئة الأخرى مثل هونج كونج وسنغافورة، كما يشير إلى أن رأس المال السوقي ينمو بمعدل يفوق معدل الناتج الداخلي الخام في مصر والأردن والعكس بالنسبة للجزائر، إلا أنها أكثر فاعلية في الأردن ومتوسطة في مصر وضعيفة في الجزائر، مما يشير إلى إنعكاس للأهمية النسبية للقيمة السوقية في هذه الدول، وبشكل عام تتصف الأسواق العربية بمحدودية فاعليتها في نمو وتطوير إقتصادياتها الوطنية مقارنة بالأسواق المتطورة.

ويعكس إنخفاض هذا المؤشر في الدول محل الدراسة على مدى إعتمادها الكبير على التمويل عن طريق القروض مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأوراق المالية، فمن الضروري على القائمين على الأسواق المالية في الدول العربية السعي إلى زيادة رسملة البورصة من خلال تسهيل عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

المطلب الثاني: حجم وقيمة التداول

فبالنسبة لحجم وقيمة التداول فيتبين من الجداول (16)، (21)، (25)، (26) أن هناك تفاوتا كبيرا بين الأسواق الثلاثة، حيث بلغ حجم التداول في مصر حوالي 50251.25 مليون دولار سنة 2006 وأخذ بالتذبذب خلال مدة الدراسة، ماعدا سنة 2013 إذ هبط حجم التداول ليبلغ 2334.96مليون دولار أي انخفاض بنسبة 95.35 % سنة 2006، ويرجع ذلك إلى تأثر البورصة المصرية بتداعيات بأزمة المالية العالمية، بعد ذلك أخذ حجم التداول بالإرتفاع التدريجي إلى أن وصل أعلى قيمة بلغت 96055.13 مليون دولار سنة 2008، ويستقر عند 31685.2 مليون دولار سنة 2015.

ويأتي حجم التداول في سوق المال الأردنية بالمرتبة الثانية من بين الأقطار المدروسة إذ بلغ 21223.8 مليون دولار سنة 2006 وأخذ بالإرتفاع حتى وصل إلى أعلى قيمة بلغت 29538.2 مليون دولار سنة 2008 إلا انه إنخفض سنة 2012 مسجلا 2847.9 مليون دولار، ثم أخذ بالتذبذب إلى إن وصل إلى 4943.5 مليون دولار سنة 2015، وهذا يدل على أن حجم التداول لا يتناسب مع عدد الشركات ومع عدد الأسهم المتداولة، مما يشير إلى ضعف عملية التداول التي تتطلب أساليب ميسرة.

أما بالنسبة لحجم التداول في بورصة الجزائر فبلغ 2.13 مليون دولار سنة 2006 وأخذ بالإرتفاع التدريجي حيث وصل سنة 2007 إلى 14.35مليون دولار إلا أنه أخذ بالإنخفاض بعد سنة 2008، ليصل إلى 1.27 مليون دولار سنة 2013، ثم عاود الإرتفاع ليصل أعلى قيمة بلغت 13.44 مليون دولار سنة 2015.

ومن خلال الإطلاع على متوسط حجم التداول الإجمالي للأسواق الثلاثة خلال المدة المدروسة تبين أن مصر تأتي بالمقدمة بـ 36968.53 مليون دولار تليها الأردن 11299.1 مليون دولار ثم الجزائر بحوالي 8 مليون دولار على التوالي، وأن حجم التداول في السوق المصرية يعادل 3 مرات من السوق الأردني و4621 مرة من السوق الجزائري، مما يشير إلى ضخامة وفاعلية السوق المصرية مقارنة بالأسواق الأخرى، وبشكل عام حققت البورصة المصرية وبورصة عمان تقدما كبيرا في نمو حجم التداول، ويرجع هذا التطور في حجم وقيمة التداول في الأسواق محل الدراسة إلى الأسباب التالية:

–النجاح التي حققته الشركات المساهمة المدرجة في أسواق الدول المدروسة وتحقيقها مستويات أرباح شجعت العديد من الشركات من دخول الأسواق المالية وزيادة التعاملات المالية.

–ساهمت برامج الإصلاح الإقتصادي في خصخصة الكثير من مشاريع القطاع العام وطرح أسهم تلك المشاريع بأقل من قيمتها الحقيقية، مما أدى إلى إزدياد الطلب على تلك الأسهم مما رفع حجم التداول بمعدلات كبيرة.

–الإصلاحات التشريعية والضريبية لأسواق المال والتسهيلات الإئتمانية الممنوحة من قبل البنوك التجارية خاصة بعد إرتفاع أسعار النفط، الذي يعد حافزا لزيادة حجم التعاملات ورفع أسعار الأسهم.

–تطوير طرق وأساليب الاستثمار نتيجة مباشرة الإصلاحات على أنظمة التداول الإلكترونية والقواعد والتشريعات الملائمة بما يتوافق مع المعايير المحاسبية الدولية والإفصاح والشفافية، مما أدى إلى التوسع في حجم الإصدارات الأولية وارتفاع قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات جيدة.

وكغيرها من البورصات العالمية، شهدت قيمة التداول في بورصات مصر، الأردن والجزائر إنخفاضات وتذبذبات متتالية إبتداء من سنة 2008 متأثرة بالظروف الإقتصادية العالمية والأزمة المالية العالمية، وبإجراء مقارنة بين البورصات الثلاثة، نجد أن بورصة المصرية تعتبر الأكثر نشاطًا حيث سجلت قيمة التداول بها 31685.2 مليون دولار سنة 2015، حيث هذه قيمة تشكل ستة أضعاف قيمة التداول في بورصة الأردن، و ما يعادل 2357 مرة بورصة الجزائر خلال نفس السنة.

أما بالنسبة لحجم التداول فيما يخص عدد الأسهم المتداولة: فقد بلغ عدد الأسهم المتداولة في أسواق المال العربية المدروسة سنة 2006 لكل من مصر حوالي 9013.20 مليون سهم و 4104.28 مليون سهم في الأردن و 63561 سهم في الجزائر، وأخذ عدد الأسهم المتداولة بالإرتفاع التدريجي بنفس ترتيب تلك الأقطار إذ وصل سنة 2015 في مصر الى16861 مليون سهم وإلى 2585.81 مليون سهم في الأردن، و 2.21 مليون سهم في الجزائر.

ومن حيث متوسط عدد الأسهم الذي يعكس الترتيب السابق نفسه فبلغ 14559.82 مليون سهم في مصر، و4110.7 مليون سهم في الأردن، و 0.29 مليون سهم في الجزائر، أي أن السوق المصري يعادل ثلاثة أضعاف السوق الأردني، و5026 مرة من السوق الجزائري من حيث عدد الأسهم المتداولة، وهذا يشير إلى إنخفاض حصة الشركات من الأسهم المتداولة بسبب إختلاف البيئات الإستثمارية والأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم عمل تلك الأسواق فضلا عن تغيرات القوانين والأنظمة التي تحدد إجراءات التداول في أسواق المال خلال مدة الدراسة، وكانت معدلات النمو لكل من مصر والأردن على الترتيب، تمثل معدلات نمو ممتازة تشير إلى ضرورة زيادة عدد الشركات المساهمة وزيادة الإستثمارات بما يتلاءم مع النمو في عدد الأسهم المتداولة، أما السوق الجزائرية فبالتأكيد إنها بحاجة إلى زيادة الشركات المساهمة وعدد الأسهم وزيادة حجم تداولها في السوق المالية.

المطلب الثالث: عدد الشركات المدرجة

بالرغم من أن اغلب البورصات العربية تتميز بالصغر نظرا لكون عدد الشركات المدرجة فيها قليل جدا إلا أنها تختلف من دولة إلى أخرى فمصر تحتل المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المدرجة فيها ثم تليها الأردن ثم الجزائر غير أن هذه الدول شهدت زيادة في عدد الشركات المدرجة الناتجة أساسا عن سياسات الإصلاح الإقتصادي التي إتبعتها هذه الدول إضافة إلى ذلك فإن أغب هذه الشركات إما أن تكون ذات مساهمة أو ذات مسؤولية محدودة مغلقة أو عائلية، أو للدولة حصص كبيرة فيها، وبذلك يمكن القول أن عدم إزدهار وتطوير تلك الأسواق إلى المستوى المنشود يعود إلى تلك الأسباب المذكورة سابقا، فبالنسبة لحجم السوق الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة في البورصات الثلاثة ومن خلال الجداول(17)، (22)، (27) فنلاحظ أن متوسط عدد الشركات خلال المدة

المدروسة في كل من مصر299 شركة والأردن 247 شركة على التوالي، والجزائر على شركتين فقط، ومن حيث العدد للشركات المدرجة نلاحظ أن بورصة مصر تحتل المقدمة بين الدول العربية المدروسة ويعود ذلك إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق نتيجة سياسة الإنفتاح والتحرير المالي، وبالرغم من كثرة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المصرية، إلا أن مصر لا تحقق تقدما في مؤشرات أداء السوق الأخرى، ويرجع ذلك أساسا إلى صغر حجم تلك الشركات إضافة إلى دخول الشركات العامة التي تمت خصخصتها والتي تتميز بضعف أدائها، أما بورصة عمان فتأتي بالمرتبة الثانية من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، إلا إنها تحقق تقدما في مؤشرات أداء السوق الأخرى.

وبالنسبة لبورصة الجزائر فقد بقي عدد الشركات المدرجة فيها محدوداً ويبقى أقل من مثيلاتها في كل من مصر والأردن، فهي بذلك تحتل المرتبة الأخيرة بعدد شركتين سنة 2006 لترتفع سنة 2011 إلى ثلاثة شركات ثم إلى أربعة شركات خلال الفترة (2013-2015)، وهذا راجع إلى أن بورصة الجزائر تفتقر إلى الكفاءة لعدم إمكانية التنوع وتعثر مسار الخصخصة في الجزائر، حيث يعتبر مؤشر عدد وحجم المؤسسات المدرجة في أي بورصة مؤشرا هاما لقياس حجمها في الإقتصاد لأي بلد وتعتبر بورصة الجزائر أصغر بورصة من حيث عدد المؤسسات المدرجة فيها.

المطلب الرابع: معدل دوران الأسهم

يعكس مؤشر معدل الدوران درجة نشاط البورصة ودرجة السيولة في البورصة(سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية)، حيث يربط بين قيمة التداول من الأسهم ورسملة البورصة، ويعني بلوغ هذا المعدل قيمة الواحد هو أن متوسط التداول للسهم في السنة هو مرة واحدة، وبتتبع هذا المؤشر في بورصات مصر والأردن والجزائر ومن خلال الجداول(18)، (23)، (28) يلاحظ تذبذب هذا المعدل حيث سجل في مصر48.7% و101.1% في الأردن و 2.22% في الجزائر سنة 2006.

ففي سنة 2015 بلغ معدل الدوران في مصر 27%، بينما في مصر 37.3% وفي الجزائر 8.10%، غير أننا إذا نظرنا إلى الفترة محل الدراسة بصورة كلية يتبين أن معدل الدوران في مصر والأردن كان ينمو بصفة إيجابية من سنة إلى أخرى، بينما في الجزائر لم نلاحظ هذا النمو لم يرتفع سوى في سنة 2008 أين بلغ هذا المعدل 18.78%، وتمثل هذه القيمة المتبادلة بالنسبة إلى سهم الأوراسي نسبة 42.10% من المبلغ الإجمالي الذي تم تبادله في قسم أسهم بورصة الجزائر.

وبإستعراض متوسط معدل دوران الأسهم خلال مدة الدراسة نلاحظ الفرق الكبير في السيولة لصالح سوق التداول في الأردن بـ67.6% و 39.46% في مصر ثم الجزائر بـ 7.48% حيث أظهر معدل الدوران الذي يقيس السيولة في السوق خصوصا سوق الأسهم انخفاضا كبيرا في الجزائر بالمقارنة مع سوق التداول في مصر والأردن.

وكخلاصة لدراسة الأسواق الثانوية في الأسواق الثلاثة محل الدراسة يتبين لنا: أنها لم تكن بأفضل حال، حيث إتسم أداء البورصات الثلاثة بالتفاوت في مختلف المؤشرات خلال فترة الدراسة(2006-2015)، فحجم السوق تميز بالنمو البطيء في بورصة مصر والأردن، فيما كان الركود ميزة بورصة الجزائر فبعد ستة عشرة سنة من بداية نشاطها نهاية سنة

1999 لم يتعد عدد الشركات المدرجة بها الأربع شركات، وإنعكس هذا العدد الضئيل من الشركات في البورصة الجزائرية على مؤشر السيولة والذي سجل مستويات متدنية، وبالمقابل سجل التداول في البورصة المصرية والأردنية انخفاضات متتالية(بسبب تداعيات الأزمة المالية) فيما حققت معدلات الدوران نسب مقبولة جعلت من البورصتين في مستوى مقبول من حيث مؤشر السيولة، وإشتركت البورصات الثلاثة في عدم التوافق بين أداء المؤسسات في الإقتصاد الحقيقي وأسعارها في البورصة وهو ما يتناقض مع الأدبيات الإقتصادية، مما يشير إلى عدم كفاءة تلك الأسواق على عكس المعلومات المختلفة حول الشركات المدرجة في أسعارها المعلنة، وأن النتائج المتوصل إليها في المبحثين السابقين تستدعي القيام بالعديد من الإجراءات التي من شأنها أن تفعل أسواق الأوراق المالية، والمبحث الموالي يقدم بعض الاقتراحات لتحقيق هذا التفعيل.

المبحث الخامس: الرؤية المستقبلية لأسواق الأوراق المالية لدول مصر، الأردن والجزائر

إن صغر حجم الإقتصاد والسوق المحلية يمثل عائقا أمام الإستفادة من قدرة السوق على جذب المزيد من الأموال لتأسيس شركات جديدة تدخل لأول مرة إلى سوق العمل الإنتاجي أو لتوسيع الشركات القديمة بزيادة رؤوس أموالها لتتمكن من توسيع طاقتها الإنتاجية ليعمل الجميع معا لخدمة الإقتصاد الوطني ويساهموا في عملية التنمية الإقتصادية بشكل فعال، وأن علاج ذلك يعود إلى عدد من الخيارات التي أثبتتها التجارب في الدول العربية كالسماح بدخول المؤسسات المالية المصرفية وشركات الوساطة الأجنبية سعيا لتوسيع السوق وتعزيز سيولته، فأسواق الأوراق المالية في الدول العربية تعاني من غياب المؤسسات مساندة التي تعمل على التقليل من حدة تقلبات الأسعار وتخفيض المخاطر وزيادة سرعة التداول، فضلا عن إفتقارها لمؤسسات التسوية والمقاصّة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، وللإرتقاء بأداء هذه السوق وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الإستثمارات الخارجية يمكن بلورة مجموعة من المقترحات أهمها:

المطلب الأول: سبل التطوير في مجال المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي

ضرورة معالجة أوجه القصور في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية مع الإستمرار في العمل على تطوير وإستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للسوق وخلق ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة من خلال ما يلي:

1.إصدار القوانين والتشريعات التي تعزز الدور الرقابي للسوق وذلك بفصل الجهاز المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عن الجهاز الذي يتولى إدارة السوق من ناحية، وعن الجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية من ناحية ثانية.

2.تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، والتوجه نحو نشر تلك البيانات من خلال شبكة الانترنيت لمزيد من التعريف بالفرص الإستثمارية المتاحة فيها، وإلزام الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.

3.تطوير دور المستثمر وزيادة الأدوات الإستثمارية بإتخاذ الإجراءات الكفيلة بتشجيع الإدخار وإحداث حسابات إدخار من الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، على أن يتم السماح لشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق، مع التشجيع على زيادة الأدوات والبدائل الإستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الإستثمار.

4.تعديل الأنظمة الضريبية بإدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الإستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، والعمل على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.

5.تطوير أنظمة التداول والمقاصّة والتسوية بإستخدام أنظمة التداول الإلكترونية لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق، أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فينبغي إنشاء مركز للإيداع يتميز بالكفاءة ويعمل بصورة مستقلة عن السوق، ويقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.

المطلب الثاني: التعريف بفرص ومزايا الإستثمار المالي في أسواق الأوراق المالية

يتم وضع خطة إعلامية للتعريف بفرص ومزايا الإستثمار المالي في الأسواق المالية العربية من خلال ما يلي:

1.تطوير الموقع الإلكتروني للسوق ليخدم عملية للترويج للشركات المساهمة ونشر بيانات كافية وسهلة الإستقراء بعدة لغات بالإضافة إلى ما يتم نشره عند الدعوة للإكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشتمل نشرة الإكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على إتخاذ القرار المناسب له.

2.توفير البيانات الدورية عن أنشطة الشركات، وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحسابات الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة.

3.إقامة الندوات واللقاءات للتعريف بأهمية الإستثمار بالشركات المساهمة من خلال سوق الأوراق المالية، وصناديق الإستثمار.

4.تشجيع إنشاء نوادي الإستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الإستثماري وزيادة الوعي الإدخاري ومحاربة ظاهرة هروب الإدخار المالي ورؤوس الأموال نحو الخارج.

5.إستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها والترويج لما يمكن أن تحققه البورصة من مزايا وأرباح للمستثمرين.

المطلب الثالث: سبل التطوير في مجال تنشيط سوق الأسهم والسندات

يمكن تنشيط سوق الأسهم من خلال ما يأتي:

1.التوسع في إصدار الأسهم العادية والممتازة.

2.إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها.

3.مسايرة التطور في مجال الخدمات المالية.

4.تشجيع إنشاء صناديق الإستثمار التي تمكن صغار المدخرين من بناء محفظة إستثمارية تتوافر فيها جميع متطلبات التنوع بما يتلاءم مع صغار المستثمرين كما يمكن للشركات الكبيرة والحكومة المشاركة في مثل هذه الصناديق.

وفي مجال تنشيط سوق السندات فإن يتم ذلك من خلال ما يلي:

1.ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك بإقتصار التمويل على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للإكتتاب العام.

2.طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلاً من الإعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة.

3.تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التي تتفق وإحتياجاتها التمويلية.

4.الإهتمام بإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إذا ما رغب حامل السند في ذلك.

5.دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم لتغطية الإنخفاض في القوة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات والتشجيع على إصدار بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقاري.

7.الإهتمام بإصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

المطلب الرابع: سبل التطوير في مجال تنشيط الاقتصاد الوطني لخدمة سوق الأوراق المالية

تتمثل إجراءات تنشيط الإقتصاد للمساهة في تطوير سوق الأوراق المالية، من خلال ما يلي:

1.دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة لجذبه وتحسين مناخ الإستثمار.

2.تبسيط وتسهيل الإجراءات القانونية وإضفاء المرونة عليها.

3.مكافحة الإقتصاد غير الرسمي الذي يمتص المداخيل الموجهة للإستثمار في القيم المنقولة.

4.تطهير المؤسسات والبنوك المرشحة لدخول البورصة وتسهيل إجراءات دخولها إلى البورصة.

5.الإسراع بعملية الخصخصة التي تعد شرطا ضروريا لتطوير البورصة بصفة عامة.

في الأخير نجد أن بعض البورصات العربية قطعت أشواطا كبيرة في مجال التمويل كبورصة عمان والبورصة المصرية، وهناك من البورصات ما تزال جامدة تبرح مكانها كبورصة الجزائر التي لم تصل إلى يومنا هذا إلى أن تكون بورصة بالمعنى الحقيقي والمتعارف عليه دوليا، وهي السمة التي ميزت أغلب البورصات الناشئة، والتي جعلت منها آلية معطلة لا تؤدي الدور المناط بها لإعتبارات سياسية إقتصادية إجتماعية ...الخ، وعوامل أخرى تختلف من دولة لأخرى، ويرسخ هذا الوضع إرتباط الأسواق العربية بالأسواق العالمية وتأثرها بهذه الأسواق، وهو الأمر الذي برز في السنوات القليلة الماضية، وإن تفاوت الحال بين الأسواق العربية وفقاً لعمقها ومدى قدرتها على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية، ولا شك أن الأسواق لأكثر إرتباطا بالأسواق العالمية والأكثر إستقطاباً للإستثمارات الأجنبية، هي الأسواق الأكثر عمقاً وسيولة، وهي الأسواق التي تكون الأكثر تأثراً بالأزمات العالمية مقارنة بالأسواق الأقل إرتباطاً أو إنفتاحاً على الأسواق المالية العالمية، وهذا ما أدى إلى ضرورة الإهتمام بتطوير هذه الأسواق في الدول العربية إلا أنها تتباين من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطوير، لكن رغم هذا مازالت هذه الأخيرة تعاني من مشاكل تعيق نشاطها وتضعف فعاليتها.

خلاصة الفصل الرابع:

تم التعريف بالبورصات العربية قيد الدراسة بنظرة مختصرة، ونظرا للإختلافات الجوهرية بينها في القوانين والتشريعات المنظمة لها، وسعيا منا من أجل إعطاء صورة موحدة عنها؛ تطرقنا للعناصر التالية في كل منها: نشأة البورصة، الهيكل التنظيمي، المؤشرات العامة فيها، تقسيمات السوق ومراحل التداول، والإحصائيات حول أداء كل منها.

فالبنسبة للسوق المالية المصرية فقد باشرت الدولة إصلاحات شاملة بداية التسعينيات من القرن الماضي، وقد تميز بعد ذلك النظام المالي بالتحرر والإنفتاح والمنافسة والإستقرار، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية فقد جعلت الإصلاحات الإقتصادية البيئة الإقتصادية أكثر مواتاة لإعادة تنشيطها وكان لها آثارا إيجابية ومشاركة متزايدة في الإقتصاد، وذلك على الرغم من بعض المشاكل العملية التي تعاني منها.

أما بالنسبة لسوق عمان المالية فتعتبر من الأسواق العربية القوية والأكثر تنظيما، حيث شهدت هذه السوق مجموعة من التطورات وذلك في السنوات الأخيرة ونموا إقتصاديا وذلك من خلال نمو بعض القطاعات مثل قطاع الخدمات وقطاع الإنتاج، وكذلك من حيث عدد الشركات فنجدها في تزايد خلال السنوات (2006-2015).

وبالنسبة لبورصة الجزائر فهي تعد حديثة النشأة مقارنة مع البورصات العالمية، وكان لإنشائها ضرورة حتمية مثلها مثل جميع البلدان التي تخلت عن الإشتراكية كنظام إقتصادي، وذلك نظرا لدورها البارز في تلبية الإحتياجات المالية لمختلف المشاريع، ورغم الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف السلطة لإرساء سوق مالي فعال، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب لها على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة، وعليه فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في البورصات محل الدراسة، فقد إحتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات وتعكس الإحصائيات التي إستندنا إليها فيما يتعلق بتطور أداء الأسواق المدروسة من خلال القراءة الواضحة لتشريعات تشجيع الاستثمار في الدول الثلاث، ومن خلال مقارنة الأداء فيما بينها تبين لنا أن ثمة تباين وقواسم مشتركة بينها، أما بالنسبة لتجربتي الإنتقال فهي محدودة النتائج في الجزائر خاصة في سوق الأوراق المالية رغم وجود الفرص والحوافز الكثيرة المتاحة للإستثمار، أما بالنسبة للتجربة المصرية والأردنية فهي أحسن أداء وأظهرت نتائجها على الإقتصاد الوطني وعلى جلب المدخرات المحلية والأجنبية وتمويل الإستثمارات، وشهدت معظم أسواق المال العربية تراجعاً ملحوظاً في أدائها خلال الفترة(2008-2010)، ويعود هذا التراجع بصورة كبيرة، إلى تأثر الأسواق المالية العربية بحالة عدم الإستقرار في أسواق المال العالمية نتيجة الأزمة المالية.

تعتبر الأسواق المالية العربية حديثة العهد وفي طور النمو بالمقارنة مع الأسواق المالية بالدول الكبرى، ورغم وجود أسواق المالية بالدول العربية منذ سنة 1891 كبورصة القاهرة بمصر، إلا أن هذه الأسواق لازالت فتية بسبب قلة حجم التداول، وتحتاج إلى إعادة تنظيم وتفعيل للقيام بدورها المطلوب، ويتطلب ذلك جملة من الإستراتيجيات والخطط لمواكبة هذا الوضع، وقد إقتصر البحث على التعرض لبعض أسواق الأوراق المالية العربية بإعتبارها الأقدم مثل سوق المال المصري، وبورصة الأردن التي يوجد بها تقنيات حديثة وأسلوب تداول حديث، وتطورات حديثة في المنظومة القانونية والتنظيمية، بالإضافة إلى بورصة الجزائر بإعتبارها حديثة النشأة وتعتبر من أصغر البورصات العربية فيما يتعلق بالشركات المدرجة وحجم التداول.

وقد شهدت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية العديد من التغييرات والإصلاحات وعلى الرغم من أن هذه التغيرات وكانت مفيدة في مجملها، حيث أدت إلى زيادة الكفاءة في توزيع رؤوس الأموال، إلا أنها إقترنت بأزمات مالية متكررة كانت أخرها أزمة (2008)، الأمر الذي أبرز أهمية إستهداف الإستقرار المالي، وأظهرت كذلك مدى الضعف في فهم قدرة التمويل المعولم على التسبب في سوء التسيير وسوء تخصيص رؤوس الأموال وإحداث الإضطرابات المالية، وتزايد تعقيدات النظام المالي الدولي، وفي هذا الصدد لا يلزم سوى وضع إطار لإصدار إنذارات واضحة ومبكرة عن مواطن الضعف وسبل التقليل من أثارها.

وإن الشواهد الميدانية والبيانات الإحصائية أثبتت أن أداء الأسواق المالية العربية يبقى ضعيفا بكل المقاييس بالمقارنة بالأسواق الأخرى ضمن الدول النامية، وان نتائج أداء وإمكانيات الإستثمار في الأوراق المالية في الدول العربية مجتمعة وجاذبيتها أثبت أنه مازال أمامها الكثير من العمل والكثير من الجهود التي يجب أن تبذل من أجل تحسين حصتها منه وبالتالي رهان الدول العربية مجتمعة على سياسة الباب المفتوح أمامه يمكن إعتباره خاسرا بالنظر إلى الأرقام والإحصائيات التي تثبت ذلك فعلى الرغم من الجهود التي بذلتها منذ بداية مباشرتها لمختلف الإصلاحات الإقتصادية من أجل تحقيق مناخ إستثماري ملائم وجذاب، وهذا ما يثبت وجود معوقات حقيقية تعيق تحسين مستوى أدائها وإستقطابها المزيد من التدفقات المالية، لذلك يستوجب تحقيق شروط إستباقية على الأقل لبلوغ مستوى مقبول في ظل ظروف أضحت الدول العربية فيها تعي بأهميته، وعلى ضوء ذلك توصلنا إلى إستخلاص النتائج التالية:

-إن تحديات القرن الواحد والعشرين تقتضي وجود إرادة سياسية صادقة تعمل على تفعيل مناخ الإستثمار في الدول العربية، وتحسينه، وتطويره، والتوسع في إقامة المشاريع العربية المشتركة وتطوير الأسواق المالية العربية القائمة، والربط بينها، وعلى الدول العربية أيضا أن تزيد من تعزيز العمل العربي المشترك أمام التكتلات الإقتصادية والمالية العالمية مما يزيد من قوتها الإقتصادية والسياسية والتفاوضية مع العالم الخارجي، فالإسراع مهم جدا في وضع الحلول اللازمة لمعالجة معوقات مناخ الإستثمار وعدوى وآثار الأزمات المالية التي تم ذكرها في الدراسة، ومن أجل القضاء تدريجيا على جميع أشكال التبعية التي تعاني منها الدول العربية رغم توافر الإمكانات البشرية والطبيعية والمالية.

-تعتبرالأزمات والتقلبات والنمو والركود هي من مميزات النظام الإقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها خاصة إذا كانت ناتجة عن أسباب إدارية لأنه من الصعب قياسها ويصعب التخلص منها وعليه يبقى السعي دائما نحو التخفيف من أثارها.

-عكست الأزمة المالية العالمية(أزمة الرهن العقاري) أثارها على الدول العربية وخاصة دول الخليج وتمثلت أثارها الإقتصادية في إرتفاع معدلات البطالة وإنخفاض حجم الطلب العالمي وتراجع اسعار النفط والنمو الإقتصادي وإنخفاض الإنتاج وما رافق ذلك من أثار إجتماعية كإرتفاع معدلات الفقر وإتساع حدة التفاوت بين الشرائح الإجتماعية، ويعود السبب في ذلك إلى هيمنة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية على نشاطات أسواق مال هذه البلدان، وعدم إستثمار الأموال الفائضة لديها في تنمية إقتصادياتها الوطنية، وأدت التجارب السلبية للإستثمار في الأوراق المالية إلى خسائر في الأسواق العربية كأزمة سوق المناخ في الكويت، الأزمة المالية العالمية لسنة2008، وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة الكثير من المستثمرين العرب في الأوراق المالية.

-قصور الوعي الإستثماري لدى الأفراد والمؤسسات في البلدان العربية وتفضيلهم أساليب الإستثمار الأخرى.

-إن الإندماج غير المدروس في الأسواق المالية العالمية في ظل ظهور موجة الإنفتاح والتحرير المالي يمكن أن يؤدي إلى تعميق التبعية السياسية والإقتصادية والمالية في البلدان العربية إتجاه المراكز الإقتصادية والمالية العالمية.

-مازالت الأسواق المالية في البلدان العربية بالمقارنة بمثيلتها في البلدان المتقدمة، تعاني من مشكلة ضعف وتدني مستويات الإفصاح والشفافية وعدم إلتزام العديد من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية عند إعداد بياناتها المالية، كما تعاني من مشكلة تراجع الثقة من قبل المستثمرين المحليين والأجانب بسبب تراجع أداء بعض الأسواق.

-تختلف الدول العربية من حيث مواجهتها للتحديات الإقتصادية ومنها الأزمات المالية وذلك لإختلاف إمتلاكها للموارد الطبيعية والمالية، وهياكلها الإقتصادية ومستوى التنمية فيها، كما أن هناك إختلاف في الهياكل والنظم المالية والمصرفية مثل أساليب الرقابة والإشراف والنظم التشريعية والقانونية.

-إن إصلاح القطاع المالي والمصرفي هو جزء من إستراتيجية شاملة للتغيير الإقتصادي والهيكلي لغرض تحقيق معدلات عالية من الإدخار والإستثمار والنمو، ولذلك فإن تطوير القطاع المالي والمصرفي في الدول العربية المختارة على المستويين الوطني والإقليمي يتطلب توافر المناخ الإستثماري الملائم إضافة إلى توافر الشروط الإقتصادية والسياسية التنظيمية والتشريعية.

-تتميز أسواق المال العربية بشكل عام بإنخفاض عدد الشركات المدرجة مقارنة بأسواق المال الناشئة الأخرى، كون اغلبها ذات مسؤولية محدودة أو عائلية أو للدولة حصص كبيرة فيها، مما يتطلب تشجيع الإستثمار عن طريق الحوافز

وتقديم التسهيلات المادية والتشريعية والترويج لإقامة المشاريع والشركات وبالتالي تنشيط السوق المالية من جهة وتنشيط النمو الإقتصادي من جهة أخرى.

-إن معدلات نمو عدد الأسهم المتداولة مرتفعة مما يشير إلى توسع رأسي يتضمن زيادة رأس مال الشركات القائمة وتسهيل إجراءات التداول، إلا أن الأسواق العربية بحاجة إلى التوسع الأفقي من حيث زيادة الشركات المساهمة وزيادة الإستثمارات في تلك الأسواق، لاسيما في الجزائر وبدرجة أقل الأردن ومصر.

-هناك تطور ملموس في قيمة وحجم التداول وفي معدلات نموها خلال مدة الدراسة في الدول المدروسة ويعزى ذلك إلى إصلاح الأنظمة وتحيين التشريعات بما يلاءم المعايير الدولية في لمحاسبة والشفافية.

-إن مؤشر القيمة السوقية لرأس المال ومعدلها يشير إلى إرتفاع حجم رسملة الأسواق وزيادة فاعلية الأسواق في النمو الإقتصادي بشكل عام خلال مدة الدراسة، إلا أنها لازالت دون مستوى الطموح، لذا وجب إستثمار فوائض العوائد النفطية في تنشيط أسواق المال كما في الجزائر، إضافة إلى إجتذاب الإستثمار الأجنبي كما في مصر والأردن، فضلاً عن إستخدام نظام التداول الإلكتروني الحديث في أسواق المال، كما ينبغي على أسواق المال العربية أن تستفيد من الفرص المتاحة لتوجهات الإصلاح لتوسيع أنشطتها وتنويع الأدوات الإستثمارية المتاحة كما فعلت أسواق المال الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية.

توصيات البحث:

على أساس النتائج التي تم إستخلاصها وذكرها بإيجاز، يمكننا أن نقدم بعض التوصيات التي تخص الدول العربية مجتمعة بما فيها الدول التي أختيرت كنماذج للمقارنة وهذه التوصيات نوجزها فيما يلي:

أولا: في مجال تحسين دور أسواق الأوراق المالية العربية في إدارة الأزمات المالية

-على الدول العربية توفير الشروط الضرورية لسير كافة تلك الأسواق، وضمان حصول كافة المتعاملين فيها على المعلومات بصورة عادلة، الأمر الذي يمكن من توزيع الموارد المالية المتاحة على مختلف الأسواق بكفاءة وتوجيهها إلى التوضيفات الأكثر مردودية.

-إيجاد آليات الإستفادة من التجارب السابقة في التعاطي مع الأزمات المالية من خلال التقييم السليم والتعلم من الأخطاء السابقة التي حصلت والإستعداد للأزمات المتوقعة مستقبلا.

-ضرورة تفعيل الأسواق المالية الإسلامية التي تتيح للمصارف الإسلامية تداول أسهمها ومنتجاتها مع ما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

-ضرورة الاهتمام بإدارة الأزمات في أسواق الأوراق المالية العربية وفي مرحلة ما قبل حدوث الأزمة، وذلك من خلال: تشكيل فرق دائمة لإدارة الأزمات ووضع خطط تفصيلية لها وتفعيل الفرق الموجودة، وتدريب الموظفين على كيفية التعامل معها، وإجراء تحليلات للتعرف على أية مؤشرات تنبئ بوقوع الأزمات المالية.

-الإهتمام بخلق آليات عمل تضمن رقابة السوق على الشركات وإلزام تلك الشركات بنشر البيانات والمعلومات والشفافية والإفصاح بشكل الذي يشجع المدخرين على زيادة الإستثمار في الأسواق المالية.

-العمل على زيادة قدرة الإقتصاد على التكيف مع الصدمات الخارجية من خلال إتباع سياسات مالية ونقدية كفئة تساعد في مواجهة هذه الصدمات التي غالبا ما تكون أثارها خطيرة وكبيرة.

-من أجل الحد من التأثر بالأزمات المالية العالمية يمكن الإشارة إلى بعض الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الدول العربية والدول النامية والناشئة الأخرى، وهي:

أ .الإتجاه نحو إجراء إصلاحات هيكلية قبل تحرير سوق رأس المال؛

ب. التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال؛

ت.الرقابة المالية الحذرة على هذه التدفقات، وذلك من خلال دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق الناشئة لتنمية السياسات المناسبة اتجاه هذه السلوكيات وإستقرار السوق.

-التركيز على الاقتصاد الحقيقي وضرورة إعتماد الدول العربية على الإستثمار والبناء الداخلي، وتنويع الموارد خارج المحروقات.

-تركيز القروض والائتمان وتوجيهه نحو القطاع الإقتصادي الحقيقي، وتغيير التعامل بالعملات من الدولار والأورو إلى العملة العربية الموحدة.

إن تكامل الأسواق المالية العربية للدول سيمكن من تحقيق التكامل الإقتصادي العربي الذي يمكن أن يوفر الحماية المطلوبة ضد التقلبات الإقتصادية والأزمات المالية، مما يتطلب إتباع سياسة إصلاح إقتصادي مالي ملائم حسب متطلبات الواقع الإقتصادي لكل بلد من البلدان لكي تتمكن من الإندماج في الإقتصاد العالمي في ظل المنافسة الدولية.

ثانيا: في المجال الاقتصادي والمالي

-إن السوق المالية العربية المشتركة ضرورة ملحة تقتضيها الظروف الراهنة، فالعصر الذي نعيش فيه هو عصر التكتلات الإقتصادية والمالية، ويمكن للدول العربية إستغلال موقعها الإستراتيجي في قلب العالم، مع العلم أن الدول الغربية التي أنشأت سوقاً مشتركة لا تتمتع بمثل ما تتمتع به الدول العربية من مزايا وخصائص ومن حيث الموقع والموارد الطبيعية والثروات والموارد البشرية.

-ضرورة وجود جهاز رقابي كفء ونزيه، وجهاز مصرفي متطور حيث أن الأسواق العربية مدعوة للتقدم والتطور وعدم التردد بحجة الأوضاع السياسية والإقليمية، وضرورة تبني أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الإبتكارات المالية التي يستحدثها القطاع المالي الدولي.

-القيام بعمليات الخصخصة وتشجيع القطاع الخاص، وتشجيع التمويل الذي يستند إلى الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، وتوحيد المصطلحات المالية بين الدول العربية.

-يجب أن تكون أسواق الأوراق المالية العربية أكثر إندماجا مع البورصات العالمية وتمكين الإقتصاديات العربية من التكيف مع النظام الإقتصادي العالمي.

-ضرورة وضع أسس مالية لحماية المستثمرين وتعزيز الإستقرار في هذه الأسواق، وإعطاء أهمية قصوى لمستوى الكفاءة المالية والمهنية الذي يجب أن تتمتع بها المؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق مثل: شركات الوساطة وشركات الإستشارة المالية.

-بالنسبة للسوق المالي الجزائري يجب إدخال نظام التداول الإلكتروني من أجل تسهيل تحويل نقل الملكية، وإتمام عمليات التسوية المالية بين المتعاملين في أقرب وقت ممكن لخفض فترة وكلفة التسوية.

ثالثا: في مجال تنشيط السوق

-ضرورة السعي لتوفير المناخ الملائم لضمان التوجيه الأمثل لإستغلال الموارد المتاحة وتدنيه التكاليف، وتسهيل عملية الدخول والخروج إلى السوق المالية، وتوفير المعلومات لجميع المتعاملين في السوق بأقل تكلفة ممكنة.

-ضرورة تحجيم ظاهرة الإكتتاب المغلق التي تعاني منها البورصة المصرية والتي تحد من نشاطها وذلك من خلال ربط الإعفاءات الضريبية التي تقدم للشركات المسجلة في السوق بحجم ما تطرحه من أوراق مالية للإكتتاب.

-في مجال الوساطة المالية يجب على الأسواق المالية العربية عموما والجزائرية بالخصوص، وضع تعليمات تهدف إلى المحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة، ورفع رأس المال المسموح به، كما يجب تحديد مؤهلات الأشخاص العاملين وسلوكهم المهني، ويجب رفع عدد شركات الخدمات الإستثمارية والمالية.

-يتوجب على الدول العربية ذات الفوائض المالية إلى ضرورة توجيه تلك الفوائض لإستثمارها في بلدانها بدلا من توجيها نحو الأسواق المالية الغربية، وذلك لتفادي الأزمات المالية والإقتصادية المستوردة.

-إزالة أسباب التداخل في الإختصاصات والمهام: كمثال بين الهيئة العامة لسوق المال وإدارتي بورصتي القاهرة والإسكندرية بشكل يتطلب تعديل المادتين(21)و(22) من القانون95 لسنة 1992.

-زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق وتشجيع طرح الشركات التي تتمتع بالوضعية المالية المريحة؛ وذلك من خلال إتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تحفز الشركات على الإدراج في سوق الأوراق المالية.

رابعا: في مجال تطوير البنية التشريعية والتنظيمية

-يجب إستكمال المنظومة التشريعية للسوق المالية من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الإستثمار وإصدار لوائح الإفصاح وحوكمة الشركات بهدف تنظيم وتحقيق كفاءة السوق المالية وبالتالي تعزيز الثقة بالسوق، وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها للمستثمرين الأجانب والمحليين وحمايتهم.

-لابد من وجود وسائل إتصال متقدمة وسريعة سواء داخل البورصة أو بين بيوت السمسرة ومندوبيها داخل البورصة أو بين بيوت السمسرة وعملائها وتدريب السماسرة الموجودين داخل البورصة على كيفية فهم آليات العمل وعدم المضاربة العشوائية غير المدروسة.

-تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية والرقابية، وضرورة العمل على تفعيل وربط أسواق الأوراق المالية العربية ببعضها البعض والعمل على إنشاء منطقة إستثمار عربية موحدة، وفتحها للتداول الإقليمي عبر تشجيع الإدراج المتبادل، وإتاحة المجال للوساطة المالية عبر الحدود تمهيدا لإقامة السوق المالية العربية الموحدة.

-يجب توحيد الإجراءات وتنسيق السياسات بين بورصات الأوراق المالية العربية المختلفة، وتبادل المعلومات وإتاحتها لتحقيق الإندماج الذي يحقق الإستقرار والحد من التقلبات، وإعتماد المعايير المحاسبية الدولية، وتعزيز الأطر الرقابية المناسبة لتحسين أداء الأسواق المالية، وأساليب عملها وتعزيز التعاون بين الأسواق المالية العربية من أجل الإستفادة من تجارب بعضها البعض.

خامسا: في المجال الإجتماعي والثقافي

-تعميق الوعي الإستثماري والتعريف بفرص وإمكانيات ومزايا الإستثمار في الأوراق المالية.

-ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها وأن أساسيات وآليات الفقه الشرعي تمنع بالضرورة حدوث هذه الأزمات المالية، وأن النظام المصرفي الإسلامي حقيقة هو البديل للنظام الرأسمالي.

-يجب عدم نسخ وتقليد تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة إلى تطوير هذه الأسواق ودعم السيولة فيها من جهة، والإنتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقها وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق بإعتمادها من جهة أخرى.

آفاق البحث:

في الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسة ما هي إلا محاولة متواضعة عسى أن تساعد في كشف الغموض الموجود في هذا الموضوع وتكون مقدمة لبحوث لاحقة في هذا المجال، حيث يمكن الإشارة إلى إمكانية مواصلة البحث في هذا الموضوع من جوانب أخرى لذا فإننا نطرح آفاق علمية جديدة مثل:

-تسيير المخاطر الناتجة عن الإستثمار في الأوراق المالية.

-دراسة معمقة عن الأدوات المالية التي يمكن توفيرها في السوق المالية الجزائرية وسبل تطويريها.

-مستقبل الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ظل الأزمات المالية العالمية.

-معالجة مشاكل الأسواق المالية الناشئة، وإمكانية الوصول بها إلى مصاف الأسواق العالمية.

-دور الوعي الإستثماري في كفاءة وإستقرار الأسواق المالية حالة "بورصة الجزائر للأوراق المالية".

-تشجيع البحث في مجال إقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة إقتصاديات الإستدانة.

-إمكانية مواصلة البحث في العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية.

قائمة المراجع

أولا: الكتب

أ.الكتب باللغة العربية

1.إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

2.إبراهيم علي عبدا لله إبراهيم، شرين ياسين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1990.

3.أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003.

4.إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.

5.السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية(أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، 2009.

6.أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.

7.إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.

8.جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.

9.جمال جويدان الجمل،الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،عمان، الأردن، 2002.

حمزة حسن كريم، العولمة المالية والنمو الاقتصادي،الطبعة الأولى، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2011

10.خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.

11.زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.

12.زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.

13.سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الثانية، 2004.

14.شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002.

15.شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى، 2002.

16.شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.

17.شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998.
18.شوام بوشامة، مدخل للاقتصاد العام، دار الغرب، وهران، الجزائر، الجزء الثاني، 2000.
19.صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الاقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة،2001.
20.صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
21.صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، عالم الكتاب، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2003.
22.طارق حماد عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2007.
23.طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.
24.طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2009.
25.طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 2002.
26.طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
27.عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر،2007.
28.عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
29.عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
30.عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005.
31.عبد الحميد عبد المطلب، النظام الاقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث11سبتمبر، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
32.عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأوراق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
33.عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر.
34.عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية أسواق رأس المال-البورصات-البنوك-شركات الاستثمار، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006.
35.عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد االقتصاديات الاستثمار المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009.

36.عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2003.

37.عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.

38.عصام حسين، أسواق الأوراق المالية(البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

39.علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

40.علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010.

41.عماد محمد علي عبد اللطيف العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية،أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، العراق،2002.

42.عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 -2004.

43.فريد النجار، البورصات والهندسية المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998 -1999.

44.فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

45.فيصل محمود الشواوره، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، دار وائل للنشر، الأردن الطبعة الأولى، 2008.

46.كامل علاوي الفتاوى، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

47. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

48.مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

49.محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 1999.

50.محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.

51.محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر2002.

52.محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصات والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

53.محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

54.محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد،الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

55.محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.

56.محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.

57.محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

58.محمد محمود فبدربه محمد، طريقك إلى البورصة (مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للإستثمارات في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

59.محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

60.محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2003.

61.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

62.محمود محمد داغر، الأسواق المالية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.

63.مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993.

64.مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2009.

65.منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000.

66.منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

67.منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.

68.موسى اللوزي وآخرون،" التحديات التي تواجه منظمات الأعمال-الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية"-، الجزء الثاني، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011 .

69.موسى مطر، ياسر المومني وآخرون، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،الطبعة الأولى، 2003.

70.نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار نشر، بدون بلد النشر، 2007.

71.وسام ملاك، البورصات والأسواق العالمية، دار المنهل اللبناني للنشر، لبنان، 2003.

72.وليد صافي، انس بكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

73.يوسف احمد أبو فارة، إدارة الأزمات، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

ب.الكتب باللغة الأجنبية

1.L'onagde Jacques, les mouvement internationaux de capitaux,
Edition ,Economica, paris,1997.
2.BRIEN, R.O Global Financial Intégration , The End of Geography ,The Royal Institute of International Afairs, London,1999.
3.Donald E.fischer&RonaldJ.Jordan, security Analysis&Portfolio Management, Newjersy , prentice-Hall International,Inc,1991.
4.Ephilip Davis and Dilruba Karim, Macroprudential Regulation - The Missing, Policy Pillar, European Union, 8th June, 2009.
5.Eugen F.Brigham.Joel.Houston, Fundaments Financial of management, (Eighth Edition) The dryden press.U.S.A, 1998.
6.F.teulon, les marchés des capitaux. Edition seuil, paris, 1997.
Guide de fonctionnement de la bourse ,édition MLP, Alger 2004.
7.Guide de la bourse et des opérations boursières "La bourse d'Alger", Collections guides plus, 1998.
8.Josette Peyrard, La bourse, Vuibert entreprise, 8 éme édition 1999.
9.M, Dif, « Mise en place du marché financier en Algérie », Media Banque, Revue interne de la banque d'Algérie, N30, juillet 1997.
10.Owen Evans and Others, Macroprudential Indicators of Financial Soundness, Occasional Paper 192, IMF, Washington DC. April, 2000.
11.Pascal François ;Les produits dérivés financiers ; Duanod; 1erédition ; Paris; 2005.
12. P.Hilbers, R.Krueger et M.Moretti » ,De nouveaux outils pour évaluer la santé du système financier,« in finance et dévelopement,septembre , 2000.
13.Prospectus D'information, Les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004.
14.William F. Sharpe – Investment 2TH ed Prentic – Hall, inc Englewood cliffs NJ.

ثانيا:الأطروحات

1.إبراهيم أبو بكر المدنيني، نحو تطوير أسواق رأس المال مع دراسة الحالة الليبية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية(غير منشورة) تخصص، نقود ومالية،كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009-2008.

2.إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة الدكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية (غير منشورة) قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق،2011.

3.بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الإقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

4.بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك ومالية(غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2012-2013.

5.بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تحرير الخدمات المصرفية وزيادة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005- 2006.

6.بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة جامعة) ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

7.نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية، الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية(غير منشورة)، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر –باتنة كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2012-2013.

8.نسيمة أوكيل، "الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها(مع دراسة حالة جنوب شرق أسيا)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

9.عبد اللطيف مصيطفى، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية(غير منشورة)، تخصص نقود، ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ،2007 /2008.

10.محمد بوتين، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الإقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المدينة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية(غير منشورة)، فرع التسيير جامعة الجزائر، 2006/2005.

ثالثا:المجلات

1.إبراهيم اونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد89 ، السنة العاشرة، جانفي 2010.

2.إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية"انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية"، الدائرة الاقتصادية والفنية، ابوظبي، الإمارات العدد9، 2009 .

3.اتيش جوش، جوناثان اوستري وآخرون، التنبؤ بالأزمة القادمة، التمويل والتنمية، سبتمبر2009.

4.أحمد سيد النجار، تحديات التحرير المالي في الدول العربية، الاقتصاد العربي في مواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 1998.

5.إسماعيل زغلول، محمد الهزايمة، سياسات وخطط تطوير القدرة التنافسية للاقتصاد الأردني، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد 05، ابوظبي، يومي 07/05 اكتوبر1999.

6.بلقاسم العباس، تبعات الأزمة الاقتصادية على الدول العربية والنامية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد102، السنة العاشرة، افريل2011.

7.بول هيلبرز، ماذا لو ...؟، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر2004 .

8.جاسم المناعي، الاقتصاديات العربية على أعتاب الألفية الثالثة بين دروس الأزمات المالية وتحديات الإصلاحات القادمة، بيروت، لبنان، أيام 12-14 ماي 2001.

9.حسين عبد المطلب لأسرج، آليات تفعيل البورصة المصرية لتنمية الادخار، بحث مقدم إلى الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والتشريع والإحصاء، مجلة مصر المعاصرة.

10.حلمي شحادة يوسف، نحو منهجية علمية لإدارة الأزمة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإدارة والاقتصاد، المجلد12، العدد1، 1998.

11.صلاح الدين محمد أمين، الإبداع المالي في الأسواق المالية البنك الضامن نموذجا إطار معرفي وصفي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

12.علي الزيادات، فارس الخرابشة، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية" حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الإقتصادية والإدارية، المجلد11، العدد الأول، 2013.

13.عمر عتر، عثمان عتر، تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة–متقدمة)، مجلة علوم إنسانية، جامعة حلب، سوريا، العدد45، 2010.

14.فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، عن منشورات (إتحاد المصارف العربية) ، 2010.

15.كرستان ملدر، تحديد مكامن التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2002.

16.محمد براق، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها، مجلة الإدارة، المدرسة الوطنية للإدارة، المجلد11، العدد21، 2001.

17.محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية... إلى أين؟، مجلة الدراسات المالية والمصرفية"، مجلة دورية تصدر عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية(مركز البحوث المالية والمصرفية)"، الأردن، المجلد التاسع عشر، العدد الثالث والرابع، السنة التاسعة عشرة، ديسمبر 2011.

18.محمد مدلول علي، أسواق الأوراق المالية العربية الواقع وتحديات المستقبل، مجلة بابل للعلوم الإنسانية، العراق، المجلد15، العدد4، 2008.

19.مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي، يونيو2003 .

20.مفتاح صالح معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد7، 2010-2009.

21.ناجي التوني، الأزمات المالية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 29، ماي 2004.

22.نزهان محمد سهو،الأزمة المالية العالمية الراهنة المفهوم...الأسباب...التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، 2010.

23.نويل سكاسا، منع الأزمات في المستقبل، أولويات الإصلاح التنظيمي بعد الانهيار، التمويل والتنمية، ديسمبر2008.

24.وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية الحالية(حالة الدول العربية)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد14، ديسمبر2013.

رابعا:الملتقيات والمؤتمرات

1.أحسين عثماني، سعاد شعابنية، "النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر"، الملتقى الوطني حول: "حوكمة الشركات كأداة للحد من الفساد المالي والإداري"، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي06 /07 ماي 2012 .

2.أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، "المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، يومي15-16مارس2005.

3.بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية –أزمة الرهن العقاري، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية " النظام الإسلامي نموذجا" كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 05-06ماي2009.

4.الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكساتها وحلولها، مؤتمر"الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان يومي 13-14 مارس 2009.

5.رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها – آثارها – انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي لآفاق الاستثمار "الدورة الثالثة" "معا لمواجهة التحديات"، الكويت، 28 أفريل 2009.

6.سالم محمد عبود، الأزمة المالية العالمية بين الإفصاح والشفافية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الثالث، عمان، الأردن، يومي 28-29 افريل 2009.

7.شريط عابد، سيدي علي، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي"محاولة للفهم واقتراح الحلول"، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلام النمو المستدام والتنمية الإقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي، الدوحة، دولة قطر، أيام 18- 20 ديسمبر2011 .

8.صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول، "حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي"، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، يومي 15 -16 تشرين الأول أكتوبر 2008.

9.عصفور أمل مصطفى، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) المنظمة العربية لتنمية الإدارية وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ مصر أيام 6-10 مارس 2005.

10.فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، المؤتمر العلمي العاشر"الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت لبنان، يومي 19-20ديسمبر 2009.

11.فاطمة الزهرة طاهري، عيساوي سهام، "حوكمة الشركات في الرفع كفاءة السوق المالية"، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 07/06 ماي2012.

12.فريد كورتل الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مؤتمر دولي حول" الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، يومي14/13 مارس 2009.

13.لطرش ذهبية، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، الملتقى العلمي الدولي" الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20-21اكتوبر 2009 .

14.محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، بحوث وأوراق عمل الملتقى الدولي: حول التكامل الاقتصادي العربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 8 /9 ماي 2004.

15.مصطفى قارة، نبيل دحدح وآخرون، الأزمة المالية العالمية وتحديات استعادت الاستقرار الاقتصادي وتحقيق النمو الشامل في الدول العربية، ورقة مقدمة للمجلس الاقتصادي والاجتماعي تحضيرا للقمة العربية التنموية، أيام 18-22جانفي 2013، الرياض، السعودية.

16.معتصم سليمان، أثر الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات على الأسواق المالية العربية، "ندوة أسواق رأس المال العربية..الفرص والتحديات"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، نوفمبر1995.

خامسا:التقارير

1.استشراف الآفاق الاقتصادية العالمية والعربية(2015 –2016)في ظل تزاحم التحولات والمتغيرات، التقرير السنوي رقم8 ، الاتحاد العام لغرف التجارة والصناعة والزراعة للبلاد العربية، افريل2015.

2.اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، التقرير السنوي2007.

3.اتفاقية صندوق النقد العربي.

4.التقارير السنوية لبورصة عمان لسنوات(2007 -2015).

5.التقارير السنوية للبورصة المصرية لسنوات(2007 -2015).

6.تقرير المدير العام لمكتب العمل العربي، الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، مؤتمر العمل العربي الدورة السادسة والثلاثون، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، أيام 5 – 12 افريل 2009.

7.خالد عبد الرحمان البسام، أثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية بجدة.

8.الخصيب صبري، تقرير حول أداء بورصة عمان، خلال العامين 2005/2004 والنصف الأول لعامي 2005/2006، غرفة تجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية.

9.صندوق النقد العربي نشأته وأهدافه ونشاطه، إصدارات صندوق النقد العربي، يونيو 2003.

10.صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية، أعداد مختلفة للسنوات(2007، 2015).

11.صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2000.

12.صندوق النقد العربي، موجز تعريفي بمناسبة اليوبيل الفضي 1976-2001.

13.قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم 135 لسنة 1993 بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم 95 لسنة 1992، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة 1997.

14.لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها(COSOB)، التقارير السنوية(2006 -2015).

15.المادة (03) من أحكام المادة(72) من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

16.المادة(13)، (14)، (27) من النظام الداخلي لبورصة عمان.

سادسا: الانترنيت

1.الموقع: http://www.sca.ae/arabic/internationrelations/pages/arab.aspx ، اطلع عليه بتاريخ: 2015/08/23.

2.الموقع: http://iefpedia.com/arab/ : أطع عليه بتاريخ:2015/06/24.

3.الموقع: http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm: اطلع عليه بتاريخ 2015/08/23.

4.الموقع: http://www.cbi.iq/documents/Ali1.pdf : اطلع عليه بتاريخ 2015/04/27.

5.الموقع:http://fr.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041 : اطلع عليه بتاريخ 2014/11/29.

6.الموقع: http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm: اطلع عليه بتاريخ 2015/08/23.

7.الموقع: www.egx.com.eg ، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

8.الموقع: http://www.ase.com.jo/ar/، اطلع عليه بتاريخ: 2016/06/04.

9.الموقع: http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc ، اطلع عليه بتاريخ: 2016/08/28.

10.الموقع: http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc_creance: اطلع عليه بتاريخ: 28 /2016/08.

11.الموقع: http://data.albankaldawli.org/country/algeria?view=chart: اطلع عليه بتاريخ2017/03/18.