



جامعة حسيبة بن بوعلي – الشلف



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية حالة الأسواق الناشئة .

أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومالية

إشراف:
أ.د. بلعزوز بن علي

إعداد الطالب:
مداني أحمد

لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د. عاشور كتوش
مقرراً	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د. بن علي بلعزوز
متحناً	جامعة الجزائر 3	أستاذ	أ.د. عبد المجيد قدي
متحناً	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ	أ.د. محمد براق
متحناً	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د. محمد زيدان
متحناً	جامعة البويرة	أستاذ	أ.د. رشيد بوكساني

السنة الجامعية: 2014/2013

بِسْمِ اللَّهِ

الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر خاص لجامعة حسيبة بن بوعلي بالشفاف

هي الجامعة التي إحتضنتنا بعد نجاحنا في شهادة البكالوريا، وتلقينا العلم على يد أساتذتها في طوري التدرج وما بعد التدرج، وحصلنا منها على شهادات الليسانس، اماجستير والدكتوراه، وما نحن أخيراً من بين أساتذتها نُعلّم ونزداد علماً...

لأجل ذلك، نقف وقفة إحترام وتقدير وشكر لهذه الجامعة الأم، بدءاً برئيسها ونوابه ثم عمداء كلياتها وأساتذتها وعمال مصالحها وطلبتها، أملين أن نراها مستقبلاً في ريادة الجامعات الجزائرية وفي مصاف كبرى الجامعات العالمية.

كلمة شكر وعرافان

الحمد لله على معونته وتوفيقه لي على إتمام هذا العمل البحثي، وما توفيقني

إلا بالله، فله الحمد والشكر ابتداءً وانتهاءً.

أقدم وافر الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور "بلعزوز بن علي" لقبوله الإشراف

على هذا العمل، ولعظيم مجهوداته وتوجيهاته ونصائحه العلمية والأبوية،

ففضله عليّ كبير، حفظه وسدّد خطاه المولى القدير.

أشكر كل من ساهم وأعان على إتمام عذا العمل من قريب أو من بعيد.

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

أمِّي الغالية رحمها الله، وأسكنها فسيح جنانه العالِية

أبي حفظه الله، أوسط أبواب الجنَّة الثَّمَانِية

زَوْجَتِي الحبيبة، رفيقة دربي الغالية

أسَاتِدَتِي الكرام، القدوة والمصابيح السَّامِية

الفهرس

فهرس البحث:

الصفحة	العنوان
I	كلمة شكر وعرفان
III	الإهداء
IX	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
أ- ز	مقدمة عامة
02	الفصل الأول: مدخل لتحليل الأزمات المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية، أنواعها وخصائصها
03	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية وأسباب إنتقال وعدواها
08	المطلب الثاني: أشكال الأزمات المالية، خصائصها والنماذج المفسرة لها
15	المبحث الثاني: مسببات الأزمات المالية
15	المطلب الأول: تناقضات واختلالات في الفكر الإقتصادي الرأسمالي
18	المطلب الثاني: عدم ملاءمة السياسات الإقتصادية الكلية
20	المطلب الثالث: إضطرابات وتشوُّهات القطاع المالي
28	المبحث الثالث: تداعيات الأزمات المالية المعاصرة
28	المطلب الأول: تداعيات أزمات أسواق الدول المتطورة
44	المطلب الثاني: تداعيات أزمات أسواق الدول الناشئة غير العربية
49	المطلب الثالث: تداعيات أزمات أسواق الدول العربية
53	خلاصة الفصل
55	الفصل الثاني: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية
55	تمهيد
56	المبحث الأول: البناء الهيكلي لأسواق الأوراق المالية وأدواتها
56	المطلب الأول: موقع سوق الأوراق المالية من السوق التمويلية ومفهومها
59	المطلب الثاني: البناء الهيكلي لسوق الأوراق المالية
65	المطلب الثالث: الأدوات الإستثمارية لسوق الأوراق المالية

71	المبحث الثاني: نظريات أسواق الأوراق المالية
71	المطلب الأول: نظرية السوق الكفؤة (EMT) Efficient Market Theory
77	المطلب الثاني: نظرية المحفظة المالية
88	المطلب الثالث: نظريات (نماذج) تسعير الأصول الرأسمالية
94	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية
94	المطلب الأول: تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية وتطور أدائها
100	المطلب الثاني: الخصائص المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية
104	المطلب الثالث: البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية العربية
107	خلاصة الفصل
109	الفصل الثالث: الأساليب التقليدية لتحسين أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية
109	تمهيد
110	المبحث الأول: تحسين جودة الرقابة المالية
110	المطلب الأول: دور البنك المركزي في الرقابة على سوق الأوراق المالية
113	المطلب الثاني: الدور الرقابي لهيئات أسواق الأوراق المالية العربية على السوق
116	المطلب الثالث: إعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية
124	المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية
124	المطلب الأول: دور الحوكمة في الحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية العربية
131	المطلب الثاني: متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية
136	المطلب الثالث: معوقات الإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تحقيقها
138	المبحث الثالث: وضع نظم للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية
138	المطلب الأول: ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية وإشاراتها الدالة
141	المطلب الثاني: نماذج عن مؤشرات ومناهج للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية
144	المطلب الثالث: تحليل لبعض الإشارات الهامة ضمن نظم الإنذار المبكر الحديثة
151	المبحث الرابع: الحصانة من الأزمات بالاندماج
151	المطلب الأول: منافع اندماج أسواق الأوراق المالية العربية وعلاقتها بالأزمات المالية
152	المطلب الثاني: تجارب اندماج دولية لأسواق الأوراق المالية
156	المطلب الثالث: التجربة العربية في دمج أسواق أوراقها المالية

163	المبحث الخامس: أساليب حمائية ووقائية أخرى
163	المطلب الأول: مكننة أنظمة التداول
167	المطلب الثاني: إيقاف الإستثمار الإحتيالي بطريقة "بونزي Ponzi"
170	المطلب الثالث: إدراج صانع السوق بأسواق الأوراق المالية
176	خلاصة الفصل
178	الفصل الرابع: المنهج الإسلامي في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية
178	تمهيد
179	المبحث الأول: أسباب الأزمات في سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي
179	المطلب الأول: المضاربة غير الشرعية والمقامرة
182	المطلب الثاني: إنتشار المعاملات الفاسدة القائمة على المضاربة غير الشرعية والمقامرة
188	المطلب الثالث: التلاعب بأسعار الأوراق المالية
192	المبحث الثاني: التحوط للأزمات بالأدوات والأساليب والضوابط الإسلامية
192	المطلب الأول: أدوات التمويل الإسلامية وإدارة الأزمات المالية
206	المطلب الثاني: الأساليب التمويلية الإسلامية وإدارة الأزمات
210	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لحماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية
218	المبحث الثالث: التحول إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية
218	المطلب الأول: المقومات المحفزة على إنشاء أسواق مالية إسلامية عربياً
230	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الإسلامية وصناعة التحوط للأزمات المالية
234	المطلب الثالث: منهج مقترح لتحويل سوق الأوراق المالية إلى سوق إسلامية
240	خلاصة الفصل
242	الفصل الخامس: تجارب أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة في الوقاية من الأزمات المالية
242	تمهيد
243	المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية
243	المطلب الأول: تطور البورصة المصرية وهيكلها التنظيمي
246	المطلب الثاني: مؤشرات أداء البورصة المصرية
249	المطلب الثالث: الإجراءات الإحترازية لحماية استقرار البورصة المصرية

267	المبحث الثاني: سوق المغرب للأوراق المالية (بورصة الدار البيضاء)
267	المطلب الأول: التعريف ببورصة الدار البيضاء
272	المطلب الثاني: الأداء المالي لبورصة الدار البيضاء
277	المطلب الثالث: أساليب مقاومة الأزمات المالية في بورصة الدار البيضاء
284	المبحث الثالث: سوق الجزائر للأوراق المالية
284	المطلب الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الجزائرية
291	المطلب الثاني: أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية
298	المطلب الثالث: أساليب الحصانة من الأزمات في سوق الأوراق المالية الجزائرية
305	خلاصة الفصل
307	خاتمة عامة
316	قائمة المراجع

فهرس الجداول والأشكال

أولاً: قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01-01	مصنوفة مؤشرات الأزمة المالية	12
02-01	تطور المعاملات في أدوات إدارة المخاطر (المشتقات المالية) ما بين سنتي 1998 و 2008	30
03-01	معدلات البطالة والتضخم في الدول الصناعية ما بين ديسمبر 2007 ومارس 2009	33
04-01	تطور إنتاج النفط في عينة من الدول العربية خلال الفترة (2004-2009)	34
05-01	تخفيض معدلات الفائدة ببعض الدول خلال الفترة (سبتمبر-ديسمبر 2008)	36
06-01	خطط الإنقاذ المالي المباشرة الأمريكية والعالمية	37
07-01	تطور سعر صرف اليورو مقابل العملات العالمية (2009-2011)	41
08-01	تخفيض وكالات التصنيف العالمية للسندات السيادية لأمريكا ولعدد من الدول الأوروبية	42
09-01	ترتيب بعض الدول الأوروبية وفق تقرير ممارسة أنشطة الأعمال	43
01-02	قياس العائد المتوقع	84
02-02	قياس مخاطرة المحفظة المالية	85
03-02	مؤشرات قياس أداء المحافظ المالية	86
04-02	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشرات الحجم خلال الفترة (2002-2012)	95
05-02	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشرات السيولة خلال الفترة (2002-2011)	97
06-02	نسبة التداول لأعلى خمس شركات مدرجة في أبريل 2013	98
07-02	تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشر التقلب سنة 2011	99
08-02	معاملات ارتباط مؤشرات الأسعار لأسواق الأوراق المالية العربية بمؤشرات الأسعار العالمية سنة 2011	100
09-02	طبيعة المتداولين ونسبة تعاملات الأجانب من التداول في أسواق المال العربية في سنة 2011 (%)	105
01-03	جهات التفتيش والتحقق وإصدار الجزاءات التأديبية	115
02-03	نماذج النظم الرقابية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008	117
03-03	صعود أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية بعد حضر البيع على المكشوف في 2012/08/12	146
04-03	نماذج من خطط للإستثمار الإحتيالي بطريقة Ponzi وأضرارها المالية	168
01-04	عينة من الدراسات النظرية والتطبيقية حول التلاعب في أسواق الأوراق المالية	190
02-04	تطور صناعة الصكوك الإسلامية خلال الربع الأول من سنة 2012	220
01-05	تطور النشاط في سوق الإصدار في البورصة المصرية	246
02-05	تطور مؤشرات السوق الثانوي المصري	248
03-05	نماذج الإفصاح المحاسبي للشركات المقيدة في البورصة المصرية	250
04-05	أسعار بعض شهادات الإيداع الدولية خلال سنة 2012	254

255	تطور حركة القيد وزيادات رؤوس الأموال في البورصة المصرية	05-05
260	فترات تسوية العمليات المنفذة على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية	06-05
263	صفقات الإستحواذ داخل البورصة المصرية للفترة (2010-2012)	07-05
271	شروط إدراج الأسهم في التسعيرة ببورصة الدار البيضاء	08-05
271	معايير الإصدارات السندية في سوق السندات بالبورصة المغربية	09-05
272	تطور أحجام الإصدارات في السوق المالية الأولية خلال الفترة (2007-2011)	10-05
274	تطور الرملة السوقية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2007-2011)	11-05
275	تطور أحجام التعاملات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2007-2011) بملايين الدراهم	12-05
278	مؤشرات الحوكمة الجيدة لمجلس إدارة بورصة الدار البيضاء ولجانها التقنية	13-05
291	خصائص عمليات الإصدار في السوق الأولية لبورصة الجزائر للفترة (2010-2013)	14-05
292	مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2012)	15-05
293	تطور حجم التبادل حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة (2007-2012)	16-05
294	تطور قيمة التبادل حسب الشركات المدرجة في سوق الأسهم بالدينار خلال (2007-2012)	17-05
295	مؤشرات أداء السوق الأولية للسندات لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2012)	18-05
295	تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2012)	19-05
297	تطور أداء السوق الثانوي لسندات الإستحقاق الشبيهة بالخبزينة خلال الفترة (2008-2012)	20-05

ثانياً: قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
21	المنافع الإضافية للعملة المالية	01-01
22	شروط العتبات الأساسية لتحقيق منافع العملة المالية والإيفتاح المالي	02-01
35	نسبة التغير في مؤشرات أسواق الأسهم (من 2008/01/01 إلى 2009/03/03)	03-01
61	آلية سير سوق الإصدار	01-02
64	الميكمل التنظيمي المفصل لسوق الأوراق المالية	02-02
77	العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية لسوق أوراق مالية	03-02
103	النصيب المتوي لأسواق الأوراق المالية العربية المكوّنة لمؤشر صندوق النقد العربي نهاية سنة 2011	04-02
123	مراحل إعادة هيكلة النظم الرقابية المالية العربية بالتحوّل نحو نموذج Twin Peaks	01-03
130	علاقة متغيّرات حوكمة الشّركات باستقرار أسواق الأوراق المالية	02-03
135	آليات تنفيذ الإفصاح والشفافية لضمان استقرار أسواق الأوراق المالية	03-03
139	مصنوفة إشارات الإنذار المبكر	04-03
148	التصوّرات المختلفة للأزمات المحتملة عن التخفيض الإئتماني السيادي	05-03
206	صيغ الصيرفة الربوية والإسلامية ودورها في إيجاد أو إدارة الأزمات	01-04
218	نشاط إصدار الصكوك الإسلامية في المنطقة العربية للفترة (2006-2011)	02-04
222	نمو أصول الصيرفة الإسلامية خلال الفترة (2010-2012) بمليارات الدولارات	03-04
223	صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية 2011 (العدد وحجم الأموال المدارة)	04-04
249	مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات العربية خلال الفترة (2011-2012)	01-05
273	تطوّر مؤشّري MASI و MSCI EM (سنة الأساس 1995 = 100)	02-05
289	آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر	03-05

مقدمة عامّة

مدخل لموضوع الدراسة

أهمية الدراسة

هدف الدراسة

النسأؤاآ

فرضيات الدراسة

حدود الدراسة

المنهج العلمى المنبع

الإسنعراض المرجعى للدراسات السابقة

محتويات الدراسة

مقدمة عامة:

1- مدخل لموضوع البحث:

تمثل أسواق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في النظم الإقتصادية الحديثة، إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الإقتصادية وتدعيم أهداف السياسات المالية والنقدية من خلال ما تتمتع به هذه الأسواق من أهمية خاصة، ونظراً لما تزاوله من نشاط، فهي بمنزلة المرآة العاكسة للنظم والسياسات الإقتصادية لأي بلد.

ولا شك أن لأسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في تشابك قطاعات الإقتصاد الوطني، بالإضافة إلى أنها تمثل أحد المصادر المهمة لتوفير الإستثمار للقطاعات الإقتصادية المختلفة التي توجد بها سيولة غير مستغلة، كذلك لها أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي تواجه عجزاً في سيولتها النقدية، فهي تعتبر آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين، حيث يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام هذه الموارد المالية في استثمارات إنتاجية ترفع من الناتج الوطني، وعلى هذا فإن أسواق الأوراق المالية تساعد على حسن تخصيص الموارد في الإقتصاد، وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الإستخدامات على قدر من الكفاءة الإقتصادية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة والدخل الوطني، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الإقتصادية.

إن هذه العلاقة المتبادلة بين سوق الأوراق المالية ومستوى النشاط الإقتصادي، جعلت قضية إرساء أسس أسواق الأوراق المالية وتطويرها تستحوذ على اهتمام واسع في العقود الثلاثة الماضية من لدن صانعي السياسات الإقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، كما جاء ذلك بصورة رئيسة إنعكاساً لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من الإقتصادات المتقدمة والناشئة، مما أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي، والدور الكبير الذي يمكن أن تؤديه أسواق نشطة وكفوءة لأسواق الأوراق المالية في هذا الصدد، ولذلك سعت السلطات في العديد من الإقتصادات الغربية والعربية إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير أسواقها للأوراق المالية على نحو خاص.

ولقد منحت برامج الإصلاح والتطوير أسواق الأوراق المالية مزيداً من الإنفتاح المالي والتنوع في أدوات التداول، ودفعت بها نحو التدويل والعمولة المالية، وانكشافها عن الأزمات المالية وعداؤها والتي يترتب عنها حالة من عدم التأكد في المستقبل وانحيار الثقة في أسواق الأوراق المالية، وتدهور في الأسعار والتداول وزيادة الخسائر، والأزمة المالية العالمية سنة 2008 إستدلال قوي على ذلك كله، كما أفرزت تلك الأزمات الكثير من التحديات

من أبرزها المنهجية الإستراتيجية في إدارتها والتعامل مع متغيراتها والتخفيف من آثارها على المستويين المحلي والدولي، فضلاً عن الأبعاد الأخرى المتمثلة في متطلبات إعادة الثقة في الأسواق وفي أذهان المتعاملين. وفي ظل مساعي تحرير الحسابات الرأسمالية للعديد من الإقتصادات العربية ودوره في دعم التكامل الإقتصادي العربي، يتأكد صعوبة بقاء أسواق الأوراق المالية العربية -وبخاصة الناشئة منها- بمنأى عن تداعيات تلك الأزمات المالية. بناءً على ما تقدم، وباعتبار أن أسواق الأوراق المالية ذات حساسية مفرطة تجاه الأزمات المالية التي تشهده مؤشراتها وتعرقل وظائفها، تبرز الحاجة إلى بيان الطرق والأساليب الملائمة لحماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية، ورفع مناعتها تجاهها.

2- أهمية البحث:

أصبحت تداعيات عدم الإستقرار المالي تنتقل من اقتصاد لآخر مع ارتباط الأسواق وحركات التدفق المالي، هذا ما ظهر أبان الأزمات المالية التي وقعت في المكسيك (1994-1995)، جنوب شرق آسيا (1997-1998)، روسيا 1998، البرازيل 1999، الأرجنتين (2001-2002)، وأزمة الرهون العقارية في الإقتصاد الأمريكي سنة 2008 التي انتشرت تداعياتها الخطيرة للعديد من الأقاليم الإقتصادية بالعالم. فالتداعيات المتسارعة لتلك الأزمات المالية والتي بدأت في شكل أزمات محلية ثم انتشرت دولياً بفعل العدوى، والطابع الدوري لها أجبر المؤسسات والهيئات المالية المحلية والدولية على الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الرقابة وتدابير الحل، وأصبحت ضرورة لإيجاد أساليب وسبل للتحوط والحماية منها، وباعتبار أن أسواق الأوراق المالية العربية أصبحت جزءاً من النظام المالي الدولي، فذلك يُجزم صعوبة بقاء هذه الأسواق بمعزل عن تلك التداعيات.

إنطلاقاً مما سبق، يمكن تجسيد أهمية الدراسة في ما يلي:

- تعد تداعيات الأزمات المالية على أسواق الأوراق المالية العربية مكلفة وترفع من الأعباء الإجتماعية، لذلك لا بد من وجود أساليب للتحوط لها في الوقت المناسب قبل وقوعها.
- أن الإقتصادات العربية كإقتصادات نامية، تسعى في تطوراتها لأن تكون ذات أسواق رأس مال ناشئة وهي بحاجة للإستفادة من تجارب الدول التي خطت خطوات معتبرة في مجال الوقاية من الأزمات المالية، هذا له أثر كبير على مسيرة التنمية بهذه الإقتصادات.

3- أهداف البحث:

- هناك عدة أهداف تسعى هذه الدراسة إلى تحقيقها، وهي كما يلي:
- بيان مفهوم الأزمات المالية وأسبابها، والتداعيات الناجمة عنها.
- عرض واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الإضطرابات المالية الراهنة، ومؤشرات أداؤها.
- بيان أهم أساليب الحماية لأسواق الأوراق المالية العربية من خطر الأزمات المالية الحالية والمستقبلية بالشكل الذي يدعم ويعزز دورها في توفير التمويل اللازم للقطاع الحقيقي والتنمية الإقتصادية.
- تحليل دور قواعد وضوابط الإستثمار الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية كمنقذ لأسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية وكأسلوب حمائي لها.
- بيان مستوى مناعة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة ضد الأزمات المالية، وتحديد أساليب الحماية المتوفرة وما ينبغي إضافته وتصحيحه.

4- مشكلة البحث والأسئلة الفرعية:

- سمح عرض كل من أهمية البحث وهدفه بتكوين رؤية واضحة عن المشكلة المحورية للبحث والمعبر عنها بالسؤال الرئيسي، والذي نصيغه على النحو التالي:
- ما هي أفضل الأساليب التقليدية والإسلامية لحماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية ؟
- بالإضافة إلى السؤال الرئيسي، نطرح الأسئلة الفرعية التالية:
- ما الأسباب الدافعة إلى وقوع الأزمات المالية ؟ وما أبرز تداعياتها على أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية ؟
- ما هي النظريات المفسرة لأسواق الأوراق المالية؟ وما هو واقع أداء أسواق الأوراق المالية العربية ؟
- كيف يمكن رفع حصانة أسواق الأوراق المالية العربية تجاه الأزمات المالية بالأساليب التقليدية ؟
- لماذا لا تنتهج أسواق الأوراق المالية العربية المنهجية الإسلامية في الوقاية من تداعيات الأزمات المالية ؟
- هل الأساليب الحمائية المنتهجة في أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة كافية وناجعة في مقاومة الأزمات المالية ؟

5- فرضيات البحث:

- إطلاقاً من الأسئلة السابقة، يقوم هذا البحث على الفرضيات التالية:
- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات عدم الإستقرار المالي وأن العوامل المفسرة له خارجية.
- تتعدد الأساليب والمناهج التقليدية المتبعة لحماية أسواق الأوراق المالية من الأزمات المالية، إلا أنها لا توفر حصانة كاملة لها.
- يمثل التحول من أسواق تقليدية إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية الركن الأهم من المنهجية الإسلامية لحماية ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية.
- تمتلك أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة أساليب غير كافية للحفاظ على استقرارها المالي.

6- حدود البحث:

- الحدود الموضوعية أو العلمية: تركّزت الدراسة في البحث عن أساليب الوقاية من الأزمات المالية بالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية التي يكون محل التعامل فيها هو الأوراق المالية، دون أنواع الأسواق الأخرى التي يكون محل التعامل فيها الأصول الأخرى كالعملات وأسعار الفائدة والسلع من النفط والقمح والقطن وغيرها، فضلاً عن أنها لم تشمل أساليب حماية الأسواق المالية ككل، على اعتبار أن سوق الأوراق المالية هي جزء من السوق المالية، ولم تتعرض لأسواق التداول الموازية (غير المنظمة) التي تجري خارج المقصورة بأشكالها المختلفة.

- الحدود المكانية: شملت البحث من ناحية الإطار الجغرافي أسواق الأوراق المالية العربية، واقتصر في دراسة الحالة على سوقي مصر والمغرب للأوراق المالية باعتبارهما السوقان العربيتان الوحيدتان المدرجتان على مؤشر "مورغان ستانلي" للأسواق الناشئة حتى تاريخ 2013/06/10، وهو المؤشر الذي اعتمد عليه الباحث لإختيار عينة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة، بالإضافة إلى سوق الجزائر للأوراق المالية لما تستدعيه مقتضيات البحث.

- الحدود الزمنية: نظرياً فإن موضوع حماية أسواق الأوراق المالية من تداعيات الأزمات المالية بدأ مع ظهور هذه الأزمات وبخاصة مع بداية التحرير المالي، وازدادت أهميته مع تنامي عدد تلك الأزمات واشتدادها وعمولة تداعياتها وسرعة انتقالها بين الأسواق العالمية من دون حواجز بفعل العدوى. وفي الجانب المتعلق بدراسة الحالة من بحثنا، فسنتناول أساليب الحماية من الأزمات المالية المطبقة في كل من سوق مصر، المغرب، والجزائر للأوراق المالية خلال الفترة (2007-2012)، وهي فترة عرفت حدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وأزمة الديون السيادية الأوروبية سنة 2010.

7- المنهج العلمي المتبع:

هذا البحث هو محاولة لرصد وتحليل أهم الأساليب التقليدية والإسلامية لحماية ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية بشكل عام، وذلك للحفاظ على دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، كما أنه يستهدف تقييم ما تطبّقه أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة من طرق ومناهج لبلوغ إستقرارها المالي، ولتحقيق هذا الهدف، فسيتم الإستعانة بالمنهج الإستنباطي، وأداته التوصيف والتحليل، حيث يتم تحليل مجمل أسباب الأزمات المالية ووصف وتحليل واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومدى تعرضها لتداعيات الأزمات المالية، هذا وتم الإعتماد عليه لتحليل الأساليب المتبعة لمواجهة الأزمات المالية بأسواق الأوراق المالية العربية، وتحديد المنهجية الإسلامية التي من شأنها وقاية تلك الأسواق من الأزمات المالية، كما تم توظيف ذات المنهج في دراسة الحالة.

8- الإستعراض المرجعي للدراسات السابقة:

إن الدراسات المتعلقة بالتحوُّط والوقاية من الأزمات المالية عرفت تطوُّراً ملحوظاً منذ بداية التحرير المالي وانفتاح الأسواق المالية والمصرفية وظهرت تلك الأزمات كخطر حقيقي يهدد الإقتصادات والأسواق، لكن ما كتب بخصوص الوقاية من الأزمات المالية وعلاجها في الأسواق المالية العربية بشكل عام، وفي أسواق الأوراق المالية العربية بشكل خاص يُعدُّ محدوداً مقارنة بما سبق. وفيما يلي إشارة إلى بعض الدراسات التي كان بوسع الباحث الوصول إليها والتي أشارت إلى موضوع أساليب وقاية أسواق الأوراق المالية من الأزمات المالية أو إلى أحد جزئياته:

أ- نادية العقون، العولمة الإقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر بباتنة، الجزائر، 2013/2012.

جاءت الدراسة في ستة (06) فصول، عاجلت الفصول الخمسة الأولى كلها موضوع الأزمات المالية بشكل عام ودور العولمة المالية في تكريسها، مع دراسة أزمة الرهن العقاري الأمريكية نموذجاً، بينما حُصِّص الفصل الأخير لدراسة الوقاية من الأزمات المالية وآليات العلاج. هدفت هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تصاعد ظاهرة العولمة المالية من جهة وتواتر الأزمات المالية من جهة أخرى. كما هدفت إلى حصر مجموعة من الآليات والإجراءات والبدائل الوقائية والعلاجية من الأزمات المالية، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن الإقتصاد العالمي عرف خلال جميع مراحل تطوره الكثير من الأزمات المالية التي زاد عددها وتوسع نطاقها وازدادت مخاطرها مع بداية ثمانينات القرن العشرين، وذلك في إطار العولمة المالية وتكامل الأسواق المالية الدولية، مما تطلب الأمر العمل أكثر من أجل إيجاد آليات للوقاية من هذه الأزمات والتخفيف من حدة الآثار المترتبة عنها.

كما تم التوصل إلى أن العولمة المالية يمكن أن توفر الكثير من المزايا، إلا أن هناك العديد من الخصائص والعوامل التي ساعدت على تطورها وانتشارها والتي يمكن اعتبارها في الوقت نفسه كعوامل مسببة للأزمات المالية. وخلصت الدراسة أيضاً، وبالإعتماد على الدراسة التحليلية والقياسية لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى أن الأزمة المالية التي عانى منها الإقتصاد الأمريكي تجدد جذورها في المزيج المعتاد للإنخفاض في أسعار الفائدة، والتوسع في السيولة وفي منح الائتمان، والإستعمال المكثف للمشتقات المالية والتوسع في عملية التوريق، إلى جانب الممارسات التي سادت أسواق المال وغياب الشفافية، لتنتقل تأثيراتها إلى كل المؤسسات والأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم إلى العديد من البلدان الأخرى، كما أنها أزمة مركبة توافقت مع ارتفاع غير مسبوق في أسعار النفط وأسعار الغذاء العالمية.

وفي هذا السياق، دعت الباحثة إلى ضرورة الإستعداد لمواجهة الأزمات والإستفادة من التجارب السابقة لإيجاد البدائل والحلول المبتكرة، سواء في مجال تجنب الأزمات والوقاية منها أو في كيفية علاجها وإدارتها، مشيرة إلى أهمية تبني نظام التمويل الإسلامي كحل جوهري وبديل إقتصادي ناجح لنموذج التمويل التقليدي الحالي، وضرورة إعادة التفكير في آليات عمل النظام الرأسمالي.

ب- عامر عمران كاظم المعموري، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الأزمات الإقتصادية في بلدان مختارة، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية، جامعة بغداد 2009.

تضمّنت الدراسة ثلاثة فصول، وهدفت إلى:

- تحليل ودراسة العلاقة بين سوق الأسهم والدورات الإقتصادية في إطار النظرية الإقتصادية مع بيان أهم أسباب مظاهر الأزمات المالية و الإقتصادية.
- قياس العلاقة بين مؤشرات سوق الأسهم وحالة النشاط الإقتصادي للفترة 1983-2006.
- تحديد إتجاه العلاقة بين مؤشرات سوق الأسهم وحالة النشاط الإقتصادي لعدد من الدول وانعكاساتها على الصعيد الإقتصادي.
- دراسة وتحليل بعض الأزمات المالية وتشخيص أسبابها.

- تحليل مؤشرات سوق الأسهم وأثر المتغيرات الدولية وانعكاس الأزمات المالية في ظل الإنفتاح والمنافسة الدولية ومن خلال الأدوات المالية.

- تحديد المشاهد المستقبلية للإقتصاد العالمي في ضوء الأزمة المالية الأمريكية عام 2008.

وكان من أبرز ما توصلت إليه هذه الدراسة في جانبها النظري هو أن درجة تأثر البلدان العربية بالأزمة المالية (الأمريكية) يختلف من بلد الى آخر وحسب درجة الإنفتاح الإقتصادي والمالي ودرجة التطور الإقتصادي، فالبلدان ذات الإنفتاح المرتفع وخصوصاً بلدان الخليج العربي كانت أكثر تأثراً ومن خلال تراجع مؤشرات الأسواق المالية وانخفاض أسعار النفط وعدم استقرار أسعار صرف الدولار، لذا فإن عدم اتفاق البلدان النامية عموماً والعربية خصوصاً لاتخاذ تدابير وقائية لمواجهة الأزمات الاقتصادية التي تعصف بالإقتصادات المتقدمة سيعرضها إلى المزيد من الآثار السلبية بسبب نقل عبء الأزمات إليها. أما في جانبها الكمي، فقد أظهر التحليل القياسي وجود علاقة سببية ثنائية بين مؤشرات سوق الأسهم والدورة الإقتصادية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، المكسيك، تايلاند، ماليزيا، كوريا الجنوبية ومصر.

ت- فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة

تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، رسالة ماجستير في القانون، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر،

2010.

جاءت دراسة الباحث من ثلاثة فصول، تناول فصلها الأول التأصيل النظري لأزمة الأسواق المالية وأسبابها وتداعياتها ووسائل مواجهتها، في حين خُصّص فصلها الثاني لعرض تداعيات الأزمات المالية في أسواق رأس المال العربية وأساليب الوقاية منها (الأزمة المالية لسنة 2008 نموذجاً)، وخُتمت بفصل أخير إختبر الباحث من خلاله فاعلية نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بحدوث الأزمات المالية عموماً وفي أسواق رأس المال العربية خصوصاً. وخلصت الدراسة في الأخير إلى التأكيد على الدور المهم الذي تلعبه نظم الإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال، لرصدها ومن ثمّ يمكن أخذ الإحتياطات وتديير أساليب لمواجهتها في وقت كافي، إلا أن هذه الدراسة لم تحصل على نتائج جيدة وذلك لإعتمادها على مؤشرات لها أهمية ضعيفة للتنبؤ بأزمات انهيار أسواق رأس المال.

ث- إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية : انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات

إقتصادية، العدد 09، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

إستهلّ الباحث دراسته بعرض أداء أسواق المال العربية قبل الأزمة المالية العالمية 2008، ثم توسع في إبراز إنعكاسات تلك الأزمة واستخلاص الدروس والعبر لصالح هذه الأسواق. وتوصلت الدراسة إلى أنه في ظل عولمة القطاع المالي هناك ضرورة لتبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الإبتكارات المالية التي

يستحدثها القطاع المالي الدولي عموماً. وكذلك، أظهرت التجارب أن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول أزمات، ويضعف من حجمها، ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الاجتماعي الذي ينجم عنها. بالإضافة، وفي ظل العولمة المالية وانفتاح أسواق المال العربية، من الملح وضع أسس ملائمة لحماية المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق في وجه الإستثمار المضارب قصير الأجل، ناهيك عن الأهمية القصوى لمستوى الكفاءة المالية والمهنية التي يجب أن تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق. كما شددت الدراسة على أن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي في السنوات القليلة الماضية كشفت عن فشل في حوكمة الشركات، وأظهرت أن عدم الإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات يسهم بشكل مباشر تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية.

ج- حيدر يونس الموسوي، إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009)، العدد 86، الجامعة المستنصرية، العراق، 2011.

إستهدفت الدراسة تحديد إنعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، وتقديم بعض السبل والإجراءات الضرورية التي يمكن من خلالها المحافظة على هذه الأسواق من الأزمات المالية. وبعد استعراض تطور المؤشرات المالية الخاصة ببعض أسواق الدول العربية (الإمارات، عمان، مصر، الأردن والسودان)، خلصت الدراسة إلى أن هذه الأسواق قد تأثرت بصورة كاملة بالأزمة المالية العالمية سنة 2008، وقد تباينت حدة هذا التأثير بحسب درجة انكشاف هذه الأسواق على أسواق المال العالمية وهذا ما تبين من خلال معدل الإنخفاض في مؤشرات أسواق المال العربية سنة 2008، إذ احتلت دول الخليج العربي ذات الإنكشاف المالي العالي المرتبة الأولى، في حين جاءت مصر ذات الإنكشاف المالي المتوسط بالمرتبة الثانية، ثم سوق الخرطوم ذات الإنكشاف المالي المتدني في المرتبة الثالثة، ثم تلتها سوق عمان المالي وذلك كالآتي:

- سوق دبي للأوراق المالية (-) 64.78%.

- سوق مسقط للأوراق المالية (-) 51.71%.

- سوق مصر للأوراق المالية (-) 50.71%.

- سوق الخرطوم للأوراق المالية (-) 49.76%.

- سوق عمان المالي (-) 23.29%.

وفي الأخير، إقتاحت الدراسة سبباً وإجراءات لمواجهة الأزمات المالية، والتي كانت محدودة جداً، ركزت معظمها على الدور الرقابي ودور المقرض الأخير للبنك المركزي.

ح- Ibrahim Onour, The Global Financial Crisis and Equity Markets in Middle East Oil Exporting Countries, Working Paper Series, Arab Planning Institute, Kuwait, 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تداعيات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأسهم الخليجية وذلك بغية التعرف على مدى انكشاف هذه الأسواق لأي أزمات مالية في المستقبل. وأوضحت نتائج الدراسة بأن آثار الأزمة على مستوى أسواق دول الخليج تتفاوت حسب درجة الإنفتاح لرؤوس الأموال الأجنبية والمؤثرات المحلية لكل سوق، وأن سوق دبي المالي من أكثر الأسواق الخليجية تأثراً بالأزمة حيث قدرت خسائر المحافظ الإستثمارية فيه بحوالي 42% مقارنة بـ 18% عند أسوأ الأحوال قبل الأزمة، كما أن سوق الكويت أقل الأسواق الخليجية تأثراً بالأزمة من حيث حجم الخسائر المالية، والسوق السعودي يعتبر من أكثر تلك الأسواق مخاطر في الأحوال العادية (أي قبل الأزمة)، وسوق مسقط للأوراق المالية أقلهم مخاطر في الظروف العادية.

خ- عادل حميد يعقوب، مظاهر الفساد الإقتصادي في البورصات (وخاصة البورصات العربية)، دراسة من منظور إقتصادي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، العدد الثاني والثلاثون، 1428هـ/2007.

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز وتحليل أهم مظاهر الفساد الإقتصادي في البورصات وبخاصة العربية منها على معاملات البيوع الفورية بالتركيز على المضاربة. ومن الدراسة، توصل الباحث إلى أنه بالرغم من التطورات الكبيرة التي حدثت في أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها لا زالت تعاني من بعض المشاكل والتي أدت إلى تفشي ظاهرة الفساد الإقتصادي والمتمثلة في بعض المعاملات الربوية، والمضاربات غير المشروعة، والإحتكار، وعدم الشفافية، وتغليب المصالح الخاصة من قبل متخذي القرار على المصالح العامة، وأدى ذلك كله إلى مشاكل إقتصادية وإجتماعية قاسية من أهمها حدوث أزمات إقتصادية عنيفة، ونمو الإقتصاد المالي دون نمو للإقتصاد الحقيقي، وإهمال العمل من قبل كثير من المتعاملين في البورصات، وخلل في توزيع الدخول، بالإضافة إلى المشاكل الإجتماعية المتمثلة في تغيير أنماط الإستهلاك وغيرها. ولعلاج حالات الفساد، أكّدت ذات الدراسة على ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية العربية بالمزيد من الإصلاحات الإقتصادية والرقابة الشرعية، وتمثل هذه الإصلاحات في الإصلاح الهيكلي لأسواق المال، وكذلك أنماط التعامل الفردي، وتشجيع دخول شركات الإستثمار الكبيرة، والحد من سيطرة الأفراد على معاملات البورصات، وتحقيق مزيد من الشفافية والرقابة، وإنشاء أقسام للرقابة الشرعية لها قوة فاعلة ومؤثرة لتحديد الضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحم من الغرر والجهالة والمعاملات المحرمة إسوة بالرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية، والأخذ بيد أسلمة المعاملات في البورصات.

د-TOURE Omar, **Prévenir les crises financières et assurer la stabilité financière au niveau mondial : analyse de la nécessité de l'action collective**, les Journées de la recherche "Crises financières internationales, Laboratoires d'Economie d'Orléans, Orléans 06 et 07 mai 2004, France.

يرى الباحث ويُؤكِّد من خلال دراسته أن عدم الإستقرار المالي الدولي أصبح ظاهرة مزعزعة لإستقرار الإقتصاد العالمي، وبخاصة إقتصادات الدول الناشئة. وهذه الأخيرة أكثر عرضة للأزمات المالية بسبب هشاشة سياساتها الإقتصادية الكلية وأنظمتها المالية، مما يجعلها بحاجة إلى مساعدة دول الشمال في شكل تحويلات رأسمالية، وهذا من شأنه أن يساهم في إنقاذ الأسواق الناشئة، ويضمن الإستقرار المالي الدولي. كما أبرز الباحث أهمية العمل الجماعي للوصول للإستقرار المالي على مستوى العالم، واستخدم نموذجاً سمح بإظهار تفوق الدول الغربية عن الأسواق الناشئة في الوقاية من الأزمات المالية، والتي تنتشر آثارها بقوة آليات العدوى، حفاظاً على أسواقها المالية، وصنّف الإستقرار المالي كأفضل نتيجة للتعاون الدولي.

يُتَّضح من خلال الدراسات السابقة أن هناك محاولات لدراسة موضوع الوقاية من الأزمات المالية، كما أن هناك إجماعاً على أن الأسواق المالية شديدة التأثير بتلك الأزمات، الأمر الذي يتطلب تكثيف الأساليب الحمائية لها. وبالنسبة للدراسات التي تناولت أسواق الأوراق المالية العربية، فأنحصرت جلها في إبراز بعض آثار الأزمات المالية العالمية (أو الأزمة المالية العالمية 2008) عليها دون أن تبحث في سبل حمايتها منها بشكل مفصّل، بل اكتفت بعرض حلول ضيّقة جداً. ولهذا الغرض، نحاول من خلال دراستنا توضيح تداعيات ومخاطر الأزمات المالية على أسواق الأوراق المالية العربية، وما يستتبعه ذلك من إيجاد أساليب حمائية خاصة بتلك الأسواق.

9- محتويات البحث:

لإنجاز هذه الدراسة تم تقسيم البحث إلى خمسة فصول، ومقدمة وخاتمة تتضمن نتائج وتوصيات، وقد جاءت على النحو التالي:

[الفصل الأول: مدخل لتحليل الأزمات المالية]، حيث يتناول مفهوم الأزمات المالية وأنواعها وخصائصها، بالإضافة إلى الأسباب والعوامل الدافعة لوقوعها، كما تم فيه استعراض لنماذج من الأزمات المالية المعاصرة غربية وعربية بهدف التعرف على مختلف تداعياتها وأثارها وبخاصة على أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية.

[الفصل الثاني: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية]، وتم فيه استعراض التركيبة البنوية لأسواق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، والنظريات المفسّرة لأسواق الأوراق المالية والتي تشمل نظرية السوق الكفؤة

ونظرية المحفظة المالية ونظريات تسعير الأصول الرأسمالية، فضلاً عن إطلالة عامة على واقع ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

[الفصل الثالث: الأساليب التقليدية لتحسين أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية]، حيث تم تخصيصه لعرض وتحليل أبرز تلك الأساليب والمتمثلة في تحسين جودة الرقابة المالية، حوكمة أسواق الأوراق المالية، وضع نظم للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية، الوقاية من الأزمات بالاندماج، فضلاً عن أساليب حمائية ووقائية أخرى.

[الفصل الرابع: المنهج الإسلامي في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية]، ويستهدف وضع منهجية إسلامية لدفع الأزمات عن أسواق الأوراق المالية العربية بدءاً بتشخيص أسباب الأزمات في سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، ثم التحوط للأزمات بالأدوات والأساليب والضوابط الإسلامية، وانتهاءً إلى التحول إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية مع وضع منهج مقترح لتحويل سوق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

[الفصل الخامس: تجارب أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة في الوقاية من الأزمات المالية]، يستعرض ويحلل مستوى حصانة أسواق الأوراق العربية الناشئة وسوق الجزائر للأوراق المالية تجاه الأزمات المالية، حيث تم تناول سوق مصر وسوق المغرب للأوراق المالية وهما السوقان العربيتان الناشئتان الوحيدتان المدرجتان على مؤشر "موغان ستانلي" للأسواق الناشئة، كما تم تحليل مدى كفاية أساليب تحقيق الاستقرار المالي في هذين السوقين وحصانتهما النسبية، بالإضافة إلى دراسة نفس الهدف في سوق الجزائر للأوراق المالية.

الفصل الأوّل: مدخل لتحليل الأزمات المالية

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية، أنواعها وخصائصها

المبحث الثاني: مسببات الأزمات المالية

المبحث الثالث: ندائيات الأزمات المالية المعاصرة

الفصل الأول:

مدخل لتحليل الأزمات المالية

تهديد:

تدل الأزمات المالية، التي أصبحت ميزة مصاحبة للإقتصاديات الرأسمالية، على شدة وحجم المخاطر وعلى ثقل المشاكل الإقتصادية، حيث لا يكاد بلد يسلم من هذه الأزمات، سواء كانت بلداناً متقدمة أو بلداناً نامية، ويعود ذلك إلى جملة من المسببات، داخلية أو خارجية أو كليهما معا.

ومما فاقم من آثار الأزمات المالية وزاد من سعة إنتشار عدواها الإتجاهات الحديثة للنظام المالي العالمي في التحرير المالي والخصخصة ومنظمة التجارة العالمية وغير ذلك من العوامل التي تقوي الروابط المالية والإقتصادية. فعلى سبيل المثال، وفي ظل نظام العولمة، ارتبطت أسواق المال في كافة الدول فأصبح ارتفاع أو انخفاض الأسهم الأمريكية يؤثر على البورصات في أوروبا بل وفي كل أنحاء العالم، ومن المؤكد أن الأزمة المالية العالمية قد عكست وجسدت بكل وضوح هذه الظاهرة خاصة في ظل التطور في تكنولوجيا المعلومات والإتصالات مما أسهم في سهولة انتقال الأموال بين الأسواق في مختلف بلدان العالم، وسيادة نظرية الأواني المستطرقة في اتجاهات ومؤشرات الصعود والهبوط للأسواق المالية في العالم.

وعادة ما تتزامن الأزمات المالية بتفاقم الأوضاع المالية والنقدية، حيث يكون لها الأثر على مختلف القطاعات سواءً الإقتصادية أو المالية أو الإجتماعية منها، وذلك في إفلاس الكثير من المصارف التجارية والمؤسسات والشركات الكبيرة والصغيرة، وما ينتج عنها من تفاقم معدلات البطالة والتضخم وتراجع لمعدلات النمو الإقتصادي.

ومن هذه المقدمة، يناقش هذا الفصل مدخل نظري لتحليل للأزمات المالية من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية، أنواعها وخصائصها.
- المبحث الثاني: مسببات الأزمات المالية.
- المبحث الثالث: تداعيات الأزمات المالية المعاصرة.

المبحث الأول: مفهوم الأزمات المالية، أنواعها وخصائصها

تُعبّر الأزمة المالية في حقيقتها عن فشل إداري في النظام المالي لمتخذ القرار، نتيجة لحدوث خلل إداري معين أو عدم خبرة أو حداثة معرفة أو حتى الإشاعات، ومن هنا فإن حدوث الأزمات بشكل متكرر يتوجب تغيير القائمين على إدارة النظام الإداري الذي حدثت به الأزمة. وتتعدد أشكال الأزمات المالية تبعاً لتعدد أسبابها ومصادرها، إلا أنها باختلاف أشكالها فهي تشترك في الكثير من الخصائص والسمات.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية وأسباب إنتقال عدواها

تتباين تعريف الأزمات المالية، كما لا يتوافر تعريف واحد لظاهرة إنتقالها وعدواها الناتجة عن جملة من الأسباب والمقاسة بعدد من الأساليب.

1- مفهوم الأزمة المالية:

أصبحت الأزمات المالية سمة من سمات الحياة المعاصرة، ومن المفاهيم الواسعة الإنتشار في المجتمعات المتطورة والنامية على حدّ سواء. وفيما يلي، محاولة لضبط وصياغة تعريف شامل للأزمة المالية بعد عرض جملة التعريف التالية:

1-1- تعريف الأزمة: الأزمة هي ذلك الحدث السلبي الذي لا يمكن تجنّبه أيّاً كانت درجة استعداد المنظمة، والذي يُمكن أن يُؤدّي إلى تدميرها، أو على الأقل إلحاق الضرر بها¹. ويُقصد بها من الناحية الإجتماعية توقّف الأحداث المنظّمة والمتوقّعة، واضطراب العادات والعرف، ممّا يستلزم التّغيير السّريع لإعادة التّوازن، وتكوين عادات جديدة أكثر ملاءمة².

2-1- الأزمة المالية والذعر المالي: فالمفهوم الأول يستخدم عند الإشارة لتدهور حالة الأسواق المالية بعد ازدهارها ونموها كما حدث في أزمة أسواق جنوب شرق آسيا سنة 1997، بينما يشير مفهوم الذعر المالي إلى انتقال الأزمة المالية من دولة لأخرى بسبب العدوى المالية³.

¹ ستيف ألبريخت، إدارة الأزمات: فن الدّفاع عن النّفس للشركات، خلاصات كتب المدير ورجل الأعمال، إصدار الشركة العربية للإعلام العلمي (شعاع)، القاهرة، السنة السّادسة، العدد الحادي عشر، جوان 1998، ص: 01.

² السّيّد عليّة، إدارة الأزمات والكوارث، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للإستشارات، القاهرة، الطبعة الثالثة، 2004، ص: 13.

³ محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، بدون تاريخ نشر، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=3263> consulté le 18/07/2013.

1-3- الأزمة المالية وعدم الإستقرار المالي: فالأزمة المالية هي الحالة التي تتحرك فيها المتغيرات المالية (مثل أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات) باتجاه واحد صعوداً ونزولاً وغالباً ما تكون بشكل معاكس للتوقعات السابقة لها، بينما يشير عدم الإستقرار المالي إلى الحالة التي تتقلب فيها تلك المتغيرات صعوداً ونزولاً وأن جزءاً من هذه التقلبات يمكن التنبؤ بها ولا يكون ذلك للجزء الأكبر منها حيث يمكن التأمين إزاء التقلبات المتوقعة والتغلب على غير المتوقع منها¹.

فالواضح عند مراجعة الأدبيات المالية، أن مفهوم الأزمة المالية يتضمن العديد من الأبعاد المعرفية القائمة على الجدل الفلسفي حول تفسير وتعريف الأزمة المالية نظراً لإختلاف حالات الأسواق المالية التي تعرضت لأزمات مالية واختلاف درجة مخاطر وتداعيات وأسباب كل أزمة مالية، فضلاً عن تداخل المفاهيم المعرفية المتعلقة بتفسير حالة الأسواق المالية عند تدهور نشاطها المالي.

1-2- تعريف الأزمة المالية: لا يُوجد تعريف محدد للأزمة المالية. فمن المفاهيم المبسطة لمصطلح "الأزمة المالية" هو أنّ الأزمة المالية "هي اضطراب حادّ ومفاجئ في بعض التوازنات الإقتصادية، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى"².

ويعرفها جودة عبد الخالق بأنها "حالة اضطراب أو توتر مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة أو إعسار، مما يستدعي تدخل السلطات القوامه لإحتواء تلك الأوضاع، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية أو أزمة عملة أو أزمة مصرفية"³.

وفي تعريف ل Eric Barthan، حيث تعبر عن انهيار شامل للنظام المالي بشقيه النقدي والبورصي. وهي تلك التذبذبات العميقة التي تُؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم وإصدار الأسهم والسندات، إجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصّرف⁴.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، مرجع سبق ذكره.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الزهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2009، ص: 189.

³ جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات، مجلة السياسة الدولية، المجلد 44، العدد 175، مؤسسة الأهرام، القاهرة، جانفي 2009، ص: 117.

⁴ Eric Barthan, crises financières un panorama des explication, Revue "Problèmes économiques", N°2595, 16 Décembre 1998, p: 01.

ويعرّف دانيال أرلوند الأزمة المالية بأنها "انقطاع بالنسبة إلى مجرى النمو الإقتصادي"، فالأزمة بهذا المفهوم تأخذ بعدين أساسيين:

- الرعب الناجم عن التهديد للكيان الإداري الحالي والمستقبلي، في التهديد باضمحلال الحصص التنافسية وعدم الإيفاء بالالتزامات، وإفلاس المؤسسة.
- الزمن المتاح أمام إدارة الأزمات لإتخاذ قرار سريع وصائب¹.

من خلال تعريف الأزمة وتعريف الأزمة المالية، نصل إلى أن الأزمات المالية مفهوم يمكن تمييزه عن الدّعر وعدم الإستقرار الماليين، إذ تُشير إلى ذلك التدهور الحاد الذي يُصيب النظام المالي للدولة أو لكتلة من الدول، تنتج من عوامل داخلية أو خارجية أو كليهما، تكون من أبرز سماتها تدهور وتعطّل الأجهزة المصرفية وأسواق رأس المال في أداء مهامها الرئيسية بحيث يؤثر ذلك سلباً على سعر صرف العملة وأسعار الأوراق المالية، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وتوقيف مجرى النمو الإقتصادي، كما تشكّل صدمة بالنسبة لمتخذي القرارات من حيث فقدان السيطرة عليها أو حتى معرفة الإتجاهات المستقبلية لها.

وعن المؤشّرات الدّالة عن احتمال حدوث أزمة مالية، فقد قدّمت دراسة "علي إبراهيم طلبة سنة 2000" مجموعة منها التي تستطيع الأجهزة الرقابية العليا التنبؤ بأزمات الأسواق المالية من خلالها كالتالي²:

- زيادة نسبة الديون المعدومة بالبنوك سواء الممنوحة للمضاربين على الأوراق المالية بالبورصات أو المضاربين على العقارات في سوق العقارات.
- استمرار استنزاف الإحتياطي التقدي الأجنبي للدولة وذلك لإستخدامه كأداة للدّفاع عن قيمة عملتها المحلية.
- الخسائر الكبيرة لشركات الأوراق المالية نتيجة انهيار المؤشّرات في البورصات المالية.
- إنهيار الأسعار في سوق الأوراق المالية.
- زيادة حالات التّعثر المصرفي نتيجة المخاطرة في التّوسّع الإئتماني غير المدروس، ارتفاع حجم القروض لتمويل المضاربات في الأسواق المالية وغيره من الأنشطة عديمة المردودية الإقتصادية.
- وتختلف حدّة هذه المؤشّرات حسب نوع الأزمة المالية التي يعاني منها النظام المالي إلا أنّها في الغالب تكون مؤشّرات مشتركة لأنواع الأزمات المالية، أو بالأحرى هي مؤشّرات ومظاهر لحالات عدم الإستقرار بالنظام المالي.

¹ دنيال أرلوند، ترجمة عبد الأمير شمس الدّين، تحليل الأزمات الإقتصادية للأمس واليوم، المؤسّسة الجامعية للدراسات والنّشر والتّوزيع، بيروت، الطّبعة الأولى، 1992، ص: 12.

² لتفاصيل أكثر، أنظر: علي إبراهيم طلبة، قياس إمكانية التنبؤ بأزمات أسواق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا (دراسة تجريبية)، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، جويلية 2000، ص: 14 وما بعدها.

2- انتقال وانتشار الأزمات المالية "عدوى الأزمات La contagion":

1-2- تطوّر الظاهرة: لقد كانت للأزمات المالية الأخيرة سمة بارزة تميّزها عن تلك الأزمات التي ظهرت خلال ستينات، سبعينات وثمانينات القرن الماضي، هي تلك المتعلقة بظاهرة الانتشار السريع للأزمات من بلد لآخر ومن منطقة لأخرى فيما يسمّى بـ"عدوى الأزمات"¹.

وبناء عليه، اتضح أن الأزمة التي تقع في إقتصاد ما لا تستقر فيه وحده، بل قد تمتدّ بسرعة كبيرة لتشمل إقتصاديات أخرى كثيرة. ومعنى ذلك، أن تأثير المشكلة التي تواجه أيّ نظام مالي أو مصرفي في بلد ما لم يعد مقصوراً على الحدود القطرية، وإنما أصبح يمتدّ إلى أبعد من ذلك، ويصل إلى أسواق العالم الخارجية، وذلك على عكس ما كان يسود في الماضي حينما كانت الأسواق المالية منعزلة². فلم يعد يكفي اتباع سياسات وطنية سليمة لتحاكي الأزمات المالية -وبالذات تلك التي تصيب الدول النامية- وذلك نظراً لأن تلك الأزمات أصبح من الممكن أن تنشب بمفعول العدوى كنتيجة للتطوّرات والتغيّرات التي اعترت النظام المالي الدولي في ظلّ العولمة المالية³.

2-2- مفهوم عدوى الأزمات: لقد حاول الباحثون والإقتصاديون إعطاء تعريف دقيق وشامل لمفهوم "عدوى الأزمات"، فخلصوا إلى تعريفها على أنّها "الحالة التي يؤدي فيها حدوث أزمة مالية ما في العالم الخارجي إلى زيادة نسبة احتمال حدوث أزمة مالية محلية في البلد محلّ الدراسة، ويمكن رصد تلك الحالة عن طريق ملاحظة التزامن الذي يحدث في حركة كل من أسعار الصّرف، أسعار الأصول والسندات الحكومية وهروب رؤوس الأموال، وذلك في كلّ من البلد الأصلي للأزمة (بلد المنشأ) والبلد المصاب بعدواها"⁴.

ويمكن تعريف العدوى بالمعنى الواسع أيضاً على أنّها "الزيادة المعنوية في نسبة احتمال حدوث أزمة مالية في بلد ما نتيجة لحدوث أزمة مالية في بلد آخر". كما يمكن تعريفها على أنّها "الزيادة المعنوية في التحوّلات المترامنة في أسعار وكمّيات الأصول المالية في الأسواق المالية المختلفة كنتيجة لحدوث أزمة سوق أو مجموعة أسواق مالية أخرى"⁵.

¹ لمياء مهدي، أزمات المديونية الدولية -دراسة مقارنة مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة (قسم الإقتصاد)، جامعة عين شمس، 2005، ص: 74.

² سيد البواب، ما هو صندوق النقد الدولي؟، الطبعة الثانية، 2005، ص: 116.

³ جودة عبد الخالق، إدارة الأزمات المالية والمصرفية وسبل التحوّط منها، بحث مقدم إلى منتدى القياديين حول "إشكاليات الإدارة الإقتصادية الحديثة"، المعهد العربي للتخطيط ومعهد التخطيط القومي، شرم الشيخ، القاهرة، 28/27 سبتمبر 2004، ص: 01.

⁴ Wajih Khallouli et Riadh Boudhina, *La contagion de la crise asiatique : Evidence à travers les marchés de change*, p : 02, sur le site : www.univ-orleans.fr/deg/gdrcomofi/activ/khallouli_boudhina_crisis.pdf

⁵ لمزيد من التفاصيل، راجع: Op.cit, p : 04.

2-3- أسباب حدوث ظاهرة "عدوى الأزمات": يمكن تقسيم الأسباب الكامنة وراء انتقال وانتشار عدوى الأزمات المالية إلى مذهبين رئيسيين¹:

- **المذهب الأول:** وهو المذهب الذي يُرجع إنتقال آثار الأزمات وانتشار صدها، وبالتالي حدوث العدوى، إلى وجود علاقات اعتماد متبادل بين الدول المختلفة، وكذلك وجود مجموعة روابط إقتصادية أو تجارية أو مالية فيما بين تلك الدول، كأن يؤثر انخفاض قيمة العملة في بلد ما - كنتيجة لوقوع أزمة مالية بها- تأثيراً سلبياً على القدرة التنافسية لبلد آخر.
- **المذهب الثاني:** وفقاً لهذا المذهب، يمكن تفسير ظاهرة العدوى في حالة عدم وجود روابط وعلاقات اعتماد متبادل بين الدول محلّ الدراسة. فالعدوى هنا تنشأ نتيجة لسلوك المستثمرين والمضاربين الذي يسمّى "سلوك القطيع"، حيث أن حدوث أزمة في بلد ما قد يدفع المستثمرين إلى المبالغة في ردّ الفعل، والإانسحاب من العديد من الأسواق المالية الخاصة بالدول الأخرى، وذلك بدون دراسة للوضع الإقتصادي لتلك الدول والأسواق، وبدون ملاحظة أيّة نقائص في السياسات الإقتصادية الكلية المتبعة أو الأوضاع الإقتصادية القائمة، وهو ما يسمّى بـ"العدوى الخالصة" أو "العدوى بالمفهوم الضيق".

2-4- قياس انتقال عدوى الأزمات المالية: قدّم "Yang Tracy" سنة 2002 أربعة أساليب لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية، تتمثل فيما يلي²:

- قياس درجة الإرتباط: بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول، وتعكس درجة الإرتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسّر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.
- الإحتمالية المشروطة لأزمات العملة: يُشير هذا الأسلوب إلى قياس انتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون هنالك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية.
- الإنتقال السريع في المؤشرات المالية: وتعني قياس التّعديّر في مؤشر مالي معيّن في سوق مالية ما ومقارنة ذلك مع التّعديّر في نفس المؤشر لدولة أخرى.
- التّعديّرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدّلات العوائد.

¹ هبة محمود الطنطاوي الباز، الأزمات المالية المعاصرة: الأسباب- العلاج- الدروس المستفادة (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه في الإقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2008، ص: 37.

² Yangs Tracy, *Crisis, Contagion and Est Asia Stock Market*, Economics and Financial, No.1, 2002, p: 04.

المطلب الثاني: أشكال الأزمات المالية، خصائصها والتماذج المفسرة لها

للأزمات المالية أشكال وأنواع متباينة وخصائص مميزة ونماذج تفسيرية نعرضها فيما يلي:

1- أنواع الأزمات المالية:

يُميّز صندوق النقد الدولي بين أربعة أنماط رئيسية من الأزمات المالية الدولية هي¹:

- أزمة العملة.
- الأزمة المصرفية.
- الأزمة الشاملة أو النظامية.
- أزمة الديون الخارجية.

وفيما يلي، تعريف وتفصيل لتلك الأزمات:

1-1- أزمة العملة (أزمة النقد الأجنبي): تشير أزمة العملة إلى وجود فائض طلب دولي كبير على العملة محل الإهتمام، الأمر الذي يجبر السلطات النقدية في الدول المعنية على اتخاذ تدابير مضادة عنيفة تكون في الغالب على حساب الأهداف الأخرى للسياسة الاقتصادية. ويُطلق على هذه الآلية إصطلاح الضَّغَط على سوق الصَّرَف الأجنبي، كتعبير عن حجم الإختلال في سوق النقد الذي ينبغي التَّعامل معه سواء بالسَّحب من الإحتياطات الدولية أو بتغيير الصَّرَف الأجنبي للعملة الوطنية، وغير ذلك من التَّدابير. ويرى كل من " Jeffrey Frankel" و "Andrew Rose" أن أزمة العملة أو انهيارها تتحقَّق عندما يحدث انخفاض في سعر الصَّرَف الإسمي لعملة ما بمقدار 25% على الأقل².

ويُميّز بعض المحلِّلين بين أزمات العملة ذات "الطَّابع القديم" أو "الحركة البطيئة"، وبين الأزمات ذات الطَّابع الجديد" أو "الحركة السَّريعة"، إذ أنَّ الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والإرتفاع الحقيقي في قيمة العملة، التي تُؤدِّي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الصَّوَابط المتزايدة على رأس المال بما يُؤدِّي في النِّهاية إلى تخفيض قيمة العملة. أمَّا في الحالة الثَّانية، فإنَّ القلق الدَّي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الإقتصاد (سواءً كان عامًّا أو خاصًّا) بالثَّقة، يُمكن أن يُؤدِّي في مناخ الأسواق المالية والرَّأسمالية الأكثر تحرُّراً وتكاملاً إلى الضَّغَط سريعاً على سعر الصَّرَف.

¹ لمزيد من التفاصيل، راجع:

- International Monetary Fund (IMF), **Financial crises: characteristics and indicators of Vulnerability**, World Economic Outlook, May 1998, pp: 74-75.
- Wajih Khallouli et Riadh Boudhina, **La contagion de la crise asiatique : Evidence à travers les marchés de change**, op.cit, p: 03.

² سلوى فؤاد صابر، الأزمات العالمية وتأثيرها على الإقتصاد المصري مع التركيز على الأزمة الإقتصادية الآسيوية والأزمة التمويلية الأخيرة، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد السابع، جويلية 2010، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، ص: 365.

1-2- الأزمة المصرفية: تحدث الأزمات المصرفية عندما يُؤدّي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك أو إخفاقها، إلى عجزها عن سداد إلتزاماتها، أو إرغام الحكومة على التّدخّل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النّطاق للبنوك. وتميل الأزمات المصرفية إلى الإستمرار وقتاً طويلاً من أزمات العملة، كما يحدث بالتّرادف معها، ولها آثار قاسية على النّشاط الإقتصادي. وتتمثّل حالات عدم قدرة البنك على الوفاء بإلتزاماته في الآتي¹:

- أن يعجز البنك عن تلبية إلتزاماته المستحقة الأداء، على الرّغم من أنّ التّقييم الفعلي لأصوله يُغطّي جميع إلتزاماته بما فيها حقوق المساهمين. وفي هذه الحالة، يكون البنك في حالة نقص سيولة، وقد يُؤدّي ذلك إلى تسارع المودعين بسحب ودائعهم، ومن ثمّ توقّف البنك عن الدّفع وتعثّره.
- أن تكون أصول البنك أقل من خصومه ولا تُغطّي حقوق المساهمين وجزء من حقوق الغير. وفي هذه الحالة، يكون البنك في إحدى الحالتين:

▪ **الحالة الأولى:** أن تكون لدى البنك سيولة متوافرة ويستطيع أن يفي بإلتزاماته في أوقات الإستحقاق، ومن ثمّ تصبح الأزمة "كامنة"، ولا يتمّ كشفها إلاّ بواسطة الرّقابة الخارجية (البنك المركزي).

▪ **الحالة الثانية:** أن تكون السيولة اللّازمة للوفاء بإلتزاماته غير كافية، وبالتالي يكون البنك في وضع الإفلاس، وهذه الأزمة قد تُؤدّي إلى انهيار البنك.

وجدير بالذّكر، أنّه قد تمتدّ الأزمة المصرفية وتتنسّع لتشمل النّظام المالي ككل، بحيث قد تتحوّل في النّهاية إلى أزمة "سوق مال" (أزمة شاملة أو نظامية).

1-3- الأزمة النّظامية أو الشّاملة أو الهيكلية: وهي تحدث عند وجود تعثّر أو أزمة أو انهيار في أسواق المال*، والتي قد تُؤدّي إلى آثار سلبية خطيرة على الإقتصاد الحقيقي، وذلك إذا ما أدت إلى إعاقه سوق المال عن تأدية دوره بشكل فعّال. فالأزمة النّظامية متعلّقة أو مرتبطة بأداء السّوق المالي العالمي. وبناءً عليه، لا يُمكن حلّها دون تدخّل الأجهزة والمنظّمات الخارجية².

¹ محمود عبد الحافظ محمّد، مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيّرات العالمية، المؤتمر السنوي السّادس لإدارة الأزمات الإقتصادية في مصر والعالم العربي، كلىة التّجارة، جامعة عين شمس، 27-28 أكتوبر 2001، ص: 66.

* تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يُعرف إقتصادياً بظاهرة "البفاعة bubble". حيث تتكوّن البفاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من وراء شراء الأصل -كالأسهم على سبيل المثال- هو الرّبح النّاتج عن ارتفاع سعره وليس قدرة هذا الأصل على توليد الدّخل. في هذه الحالة، يُصبح انهيار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك انجهاً قوياً لبيع ذلك الأصل، فيبدأ سعره بالهبوط، ومن ثمّ تبدأ حالات الدّعر في الظهور، فتتهار الأسعار، ويمتدّ هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواءً في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

² للتّفصيل أكثر، أنظر:

- Sandrine Della Gaspera, **Régulation du système financier national et international: trente ans de déréglementation financière dans "Bourse et marchés financiers"**, Cahiers Français, N°301, la documentation française, Mars-Avril 2001, pp: 68-69.

1-4- أزمة الديون الخارجية: تحدث أزمة الديون الخارجية لحظة توقّف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أنّ التوقّف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثمّ يتوقّفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، حيث أنّ المخاطر المتوقّعة من وراء توقّف القطاع العام عن سداد إلتزاماته قد تُؤدّي إلى هبوط حادّ في تدفقات رأس المال الخاص إلى الدّاخل، وإلى أزمة في الصّرف الأجنبي.

2- خصائص الأزمات المالية:

تتعدّد خصائص الأزمات المالية المعاصرة، وأهمها ما يلي:

1-2- المفاجأة: لعلّ أهم خصائص الأزمات المالية -خاصّة تلك التي يرجع أصلها إلى حساب رأس المال* - هو كبر حجم الفجوات التّمويلية، وأنها تنفجر لتظهر بطريقة فجائية، مستحوذة بذلك على بُرة الإهتمام لدى المؤسسات والأفراد.

2-2- نقص المعلومات وعدم دقّتها: فقد لا تعرف من المتسبب ولا كينيّة التّصرف¹، كما تتعارض الآراء حول أسباب وحجم الخسائر الحقيقية للأزمة وتأثيراتها.

يوجد في هذا الصّدّد بعض النّظريات² -أو نماذج أزمات- حاولت تفسير طبيعة الأزمات المالية حالة نشوبها في ظلّ عدم توقّر معلومات كافية عنها: الجيل الأول من هذه النّماذج يفسّر الأزمات على أنّها النّتيجة المتوقّعة لاتباع سياسات ينقصها التّوافق والإنسجام، على سبيل المثال محاولة تبني سعر صرف ثابت مع ممارسة سياسة نقدية مفرطة في التّوسّع.

* يرجع هذا إلى أنّ التّدفقات إلى الخارج تعكس أساساً تعديلات في الموجودات يُؤدّي إلى تغيير كبير في الأجل القصير. لا تستمر التّدفقات إلى الخارج بنفس المستوى المرتفع سنة بعد أخرى، ولكن التّأثير في الأمد القصير يمكن أن يكون ضخماً. في شرق آسيا على سبيل المثال، وصلت التّدفقات الرّأسمالية في الإّتجاه المعاكس بالنّسبة للبلدان الخمس المتضرّرة في 1997 إلى 107 بليون دولار، أو حوالي 10% من الناتج المحلّي الإجمالي لهذه البلدان مجتمعة، وقد حدث أغلب التّدفق إلى الخارج في النّصف الثّاني من السّنة حسب تقرير البنك العالمي سنة 1998.

¹ ستيف ألبريخت، إدارة الأزمات: فن الدّفاع عن النّفس للشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 01.

² توفرت عن هذه النّظريات أدبيات غزيرة خاصّة في نهاية التّسعينات من القرن الماضي. لمراجعة أهم هذه الأدبيات، أنظر:

- Chang, Roberto, and Andres Velasco, **Financial Crises in Imerging Markets: A Canonical Model**, NBER Working Paper N°66, June 1998, Cambridge.
- Eichengreen Barry and Michael Mussa, with Giovanni Dell'Ariccia Enrica Detragiache, Gian Maria Milei-Ferretti and Andrew Tweedie, **Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects**, occasional Paper N°172, October 1998, IMF, Washington.
- Eichengreen Barry, **Toward a New International Financial Architectural a Practical Post-Asia Agenda**, Institute for International Economics (IIE), Washington 1999.
- Krugman .P, **A Model of Balance of Payments crises**, **Journal of Money, Credit and Banking**, November 1997, p: 25-311.
- Radelet .S and J. Sachs, **The East Asian Crisis: Diagnosis, Remedies and Prospects**, Brookins Papers on Economic Activity, N°01, Spring 1998, P: 1-75.

ويركز الجيل الثاني من هذه النماذج بصفة خاصة على التغيرات في توقعات المستثمرين (أو الجهات السوق) والتي تؤدي إلى إشعال فتيل الأزمة في الحالات التي تكون فيها الدولة قد أصبحت معرضة للأزمة بسبب ضعف في جانب من الجوانب، كأن تكون مثلاً مثقلة بحجم مفرط من الديون قصير الأجل. فإذا كان من الواضح أن الدولة قد وضعت نفسها في منطقة الخطر بسبب ارتفاع مستويات الدين قصير الأجل، فإن فقدان الثقة يمكن بعد ذلك أن يؤدي إلى نشوب الأزمة المتوقعة. ليس من الممكن التنبؤ بنوع الحادث الذي يمكن أن يؤدي فعلاً إلى بداية فقدان الثقة، ولكن إذا حدث ما يؤدي إلى بداية زعزعة الثقة فإن الأزمة ستكون هي النتيجة.

2-3- تصاعد الأحداث: أمام نقص المعلومات والمعطيات الكافية عن الأزمة المالية، تتصاعد أحداث الأزمة وتتطور مُنبأة عن قصر النماذج السابقة في تفسير أسبابها، وتحديد مصدر الخطر. إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يُمثّل نقطة تحوّل أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة¹.

2-4- فقدان السيطرة: إن معظم أحداث الأزمة المالية تقع خارج نطاق قدرات الحكومات وتوقعاتها، وتُشدّد على الرّوتين العادي للمؤسسات بها. ومن مظاهر فقدان السيطرة على الأزمة المالية تعدّد اقتراحات الحلول لها خلال ظرف قصير، وانتشار عدوى هذه الأزمة في الدّاخل والخارج بسرعة كبيرة، مسببة حالة من الدّعر والقلق.

2-5- حالة الدّعر وفقدان الثقة: تفرض إدارة الأزمات المالية المعاصرة مشاكل خاصة ودرجة عالية من التّوتّر. إن فقدان الثقة -بغضّ النظر عن سببه- يمكن أن يؤدي إلى هزّات كبيرة وذلك لما يمكن أن ينتج عنه من تحوّل كمّيات كبيرة من رأس المال في الاتجاه المعاكس، كما يمكن أن يؤدي فقدان الثقة الخارجية إلى هروب رأس المال المحلي². فدرجة التّوتّر العالية وفقدان الثقة تُضعف إمكانيات الحل المؤثّر والسّريع لمعالجة الأزمات المالية.

2-6- غياب الحلّ الجذري السّريع: إنّ التصاعد المفاجئ للأزمات المالية يؤدي إلى درجات عالية من الشكّ في البدائل المطروحة لمعالجة أحداثها المتسارعة، نظراً لأنّ ذلك يتمّ تحت ضغط نفسي عال، وفي ظلّ ندرة المعلومات أو نقصها. فالأزمات لا تنتظر الإقتصاديّين في الحكومات حتّى يتوصّلوا إلى حلّ متأنّ، بل تهدّد بتدمير سمعة الشّركات وأصولها في ظرف قصير جداً، وفي هذا الظرف لا بدّ من المفاضلة بين عدد محدود من الحلول المكثّفة لاختيار أقلّها ضرراً³.

إنّ هذه الخصائص تقود إلى أنّ مواجهة الأزمات المالية تستوجب خروجاً عن الأنماط التّنظيمية المألوفة، واحتكار النّظم أو نشاطات تمكّن من استعاب ومواجهة الظّروف الجديدة المترتبة عن التّغيرات الفجائية، كما

¹ السيّد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

² محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، 2000، ص: 19.

³ ستيف ألبريخت، إدارة الأزمات: فن الدّفاع عن النّفس للشّركات، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

تستوجب درجة عالية من التَّحكُّم في الطَّاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتَّسم بدرجة عالية من الإتِّصالات الفعَّالة التي تُؤمِّن التَّنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة¹.

3- النماذج المفسرة للأزمة المالية:

لقد تطوَّرت النماذج المفسرة للأزمات المالية عبر الزمن بسبب اختلاف متغيَّرات البيئة المالية بشكل خاصَّ والعامة بشكل عام، وتأثير تلك المتغيَّرات على أداء الأسواق المالية، والعوامل الأخرى المؤثرة في تحديد طبيعة وحجم التَّشاطر المالي. وفيما يلي أبرز تلك النماذج:

3-1- نموذج "Krugman -1985": يستند هذا النموذج في تحليله لأزمة العملة، والتي تنبثق من الزيادة المفرطة في التَّمويل لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات لدولة ما مع افتراض وجود نظام لسعر صرف ثابت. ويقدم النموذج مؤشَّرات على حدوث الأزمة المالية لدولة ما، فانخفاض الإحتياطي من التَّقد الأجنبي وارتفاع معدل الإئتمان المحلِّي في الفترة الزمنية التي تسبق الأزمة إشارة لإحتمال حدوثها. وعلى هذا الأساس، فإنَّ المؤسَّسات المالية يمكن أن تسهم في حدوث أزمة مالية من خلال الإئتمانات التي تقدِّمها، مع افتراض وجود اختلالات مالية في الجهات التي تمنح لها تلك الإئتمانات المالية².

3-2- نموذج "Kaminsky and Reinhart -1999": يعتمد هذا النموذج في تفسيره لإحتمالية حدوث أزمة مالية على مصفوفة مؤشَّرات الأزمات الموضَّحة في الجدول رقم (01-01) التَّالي:

جدول رقم (01-01):

مصفوفة مؤشَّرات الأزمة المالية

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهر	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهر
إصدار المؤشِّر للإشارة	A	B
عدم إصدار المؤشِّر للإشارة	C	D

Source: GRACIELA L. KAMINSKY and CARMEN M. REINHART, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, The American Economic Review, Vol 89, N°03, June 1999, USA, p: 488. Is available on site:

<http://www.econ.uchile.cl/uploads/documento/7d5ce3d5eb3b2d4aa22077fb65a03225e520bcf2.pdf> date of consultation: 18/07/2013.

¹ السَّيِّد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

² محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشَّرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

تعكس مصفوفة مؤشرات الأزمات المالية الموضحة في الجدول أعلاه الحالات التالية:

- الحالة (A): المؤشر جيّد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية بعد 24 شهراً.
- الحالة (B): المؤشر غير جيّد لأنّه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد 24 شهراً.
- الحالة (C): المؤشر جيّد لأنّه لا يقدم أية إشارات إنذار لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد 24 شهراً.
- الحالة (D): المؤشر جيّد لأنّه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة مالية وأتّه بالفعل لا تقع أزمة مالية بعد مرور 24 شهراً.

بإهمال المؤشرين (B,C) واعتماد المؤشرين (A,D)، ولغرض التنبؤ باحتمالية أزمة مالية بالإعتماد على مصفوفة مؤشرات الأزمات، يعتمد التّموذج الرياضي التالي¹:

$$NSR = \frac{[B/(B + D)]}{[A/(A + C)]}$$

حيث أنّ:

NSR (Noise to Signal Ratio): نسبة إضطراب الإشارة، وتعرف بأنها احتمالية تقديم إشارة لحدوث (أو عدم حدوث) أزمة مالية خلال فترات الإضطراب المالي إلى احتمالية تقديم إشارة خلال فترات الأزمة المالية، وأن النسبة الأدنى من "NSR" تشير إلى احتمالية حدوث أزمات مالية في المستقبل والنسبة الأعلى تشير إلى العكس.

3-3- نموذج "Zhuang and Dowling -2002": يعد هذا التّموذج تطويراً لنموذج "Kaminsky and Reinhart"، حيث يتم بناء مؤشر مركّب لستة متغيّرات مالية مشتركة لمجموعة من الدول، واستخدام ذلك المؤشر المركّب لغرض التنبؤ باحتمال حدوث أزمة مالية، كما هو موضّح في التّموذج الرياضي التالي²:

$$I_t = \sum \frac{S_{it}}{\sum i}$$

حيث أنّ:

I_t : المؤشر المركّب (المعدل الموزون لإشارات المتغيّرات الأساسية).

S_{it} : الإشارة الفردية لكل متغيّر.

$\sum i$: الحد الأدنى لإعطاء إشارة احتمال وقوع أزمة مالية مقاسة بالنسبة "NSR" لكل متغيّر مالي "i".

¹ GRACIELA L. KAMINSKY and CARMEN M. REINHART, **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems**, op.cit, p: 488.

² محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

أما تقدير احتمالية حدوث أزمة مالية باعتماد المؤشر المركب "It" يكون وفق استخدام النموذج الرياضي التالي:

$$P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u} = \frac{\text{no.of .months.with.acrisi.} I^L \langle I_t \rangle I^u \text{ .and .following .in.24.months}}{\text{no.of .months.with.} I^L \langle I_t \rangle I^u}$$

حيث أن:

$$P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u} : \text{إحتمالية حدوث أزمة مالية خلال 24 شهراً مشروطة بـ } I_t \text{ لدى معين يتراوح بين } I^L \text{ و } I^u \text{ . حيث:}$$

I^t : قيمة المؤشر المركب للفترة t.

I^L : الحد الأدنى لدى I_t .

I^u : الحد الأعلى لدى I_t .

3-4- نموذج مؤشر ضغوط المضاربة: يقدم هذا النموذج تحليلاً للتغيرات الحاصلة في بعض المتغيرات المالية لسوق المال بسبب تأثيرات المضاربة في العملات المحلية لها من خلال العلاقة بين أسعار صرف العملات المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل والإحتياطي الأجنبي. ويشخص النموذج الفترات التي تتسم بها السوق المالية بالهشاشة غير الإعتيادية لتحديد فترات الأزمة على وفق المعادلة الرياضية التالية¹:

$$IPS = \Delta \% \text{Exchange Rate} + \Delta \% \text{Interest Rate} - \Delta \% \text{International Reserves}$$

وتعكس قيمة "IPS" حالة السوق المالية كأزمة مالية عندما يؤشر: $IPS > \mu + 1.5\sigma$

حيث أن:

IPS: مؤشر ضغوط المضاربة (Index of Speculative Pressures).

μ : المتوسط الحسابي للعينة.

σ : الإنحراف المعياري لـ "IPS".

¹ نفس المرجع السابق، ص: 23.

المبحث الثاني: مسببات الأزمات المالية

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات، كما تختلف أيضاً في حدتها وتأثيرها ومداهما الزمني. فمنها ما قد ينتج عن دُعر مصرفي، والذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الإقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب إنهاء حاد في أسواق الأوراق المالية خاصة بعد وجود فقاعة في أسعار بعض الأصول، أو بسبب أزمة عملة وانهايار سعر الصرف مما ينتج عنه عدداً من الآثار السلبية على المسار التنموي للإقتصاد الوطني.

وعليه، يتضح لنا معالم جملة من الأسباب والعوامل تُشكّل الظروف التي تنشأ في ظلّها الأزمات المالية، فهي تتمثل بمجموعة العوامل الكامنة وراء ظهور الإختلالات والإضطرابات في الإقتصاد، والتي تجعله مُعرضاً لخطر الإصابة بالأزمات المالية المختلفة. وفيما يلي، نتناول بشيء من التفصيل تلك العوامل والأسباب:

المطلب الأول: تناقضات واختلالات في الفكر الإقتصادي الرأسمالي

يعبّر النظام الرأسمالي عن ذلك الفكر المعارض لتدخل الدولة في شؤون المال والإقتصاد، ومنح الهيمنة والسيادة للقطاع الخاص وحرية التملك والسعي وراء الربح غير المضبوط، ضف إلى ذلك الخلل المتضمن في هذا النظام وعدم استقراره، وهذا من الأسباب البارزة لوقوع الأزمات المالية.

1- هيمنة الأسواق على القرارات الإقتصادية:

ينحاز الفكر الإقتصادي الرأسمالي ضدّ تدخل الدولة في المجال الإقتصادي وهيمنة الأسواق على الخيارات والقرارات الإقتصادية، وهو الفكر الذي استند أساساً إلى بروز نظريات إقتصاديات العرض في مقابل نظريات إقتصاديات الطلب.

وكانت نظريات إقتصاديات الطلب قد ظهرت وهيمنت على الفكر الإقتصادي وعلى السياسات الإقتصادية على إثر الأزمة الإقتصادية العالمية سنة 1929 وتدايعاتها، كما أنّها استوحيت سندها الفكري من كتابات الإقتصادي "Keynes"، وبخاصة ماورد في كتابه "النظرية العامة للعمالة والفائدة والنقد"، الذي صدر سنة 1936.

ولقد جاءت نظرية كينز هذه لتصحّح النظرية الإقتصادية النيوكلاسيكية التي تقوم على أنّ حرّية عمل الأسواق تُؤدّي حتماً وبشكل آلي إلى تأمين العمالة الكاملة لجميع الموارد. ولكن عندما انهارت الأسواق سنة 1929، وأفلس المصارف، وانتشرت البطالة، تبين أنّ مقولة "آلية التصحيح الذاتي للأسواق الحرة" تعاني خللاً ما، أقلّه أنّها لا تصلح لجميع الأوقات والظروف، وبخاصة ظروف انعدام الثقة والإنكماش الإقتصادي وضعف الطلب الخاص سواء لغرض الإستهلاك أو الإستثمار.

من هنا يمكن أن يُنظر إلى نظريات كينز على أنها تفسّر حالات الإنكماش الإقتصادي النَّاتجة من قصور الطَّلب الخاص، أي أنها جاءت لتسدّ ثغرة في النَّظريات النيوكلاسيكية* تتعلّق بالظُّروف التي يكون فيها الطَّلب الخاص قاصراً وغير كاف لتحقيق العمالة الكاملة، وتكون فيها الثَّقة بالمستقبل ضعيفة، في حين يصبح الطَّلب على السُّيولة النَّقدية غير محدود لأنَّ الإقتصاد يكون قد وقع في فح السُّيولة.

ولقد بقيت نظريات اقتصاد الطَّلب مهيمنة وصالحة حتّى ستينات القرن الماضي، عندما بدأت النَّظريات النَّقدية تنافسها، التي كان أشهر واضعيها الإقتصادي الأمريكي "Milton Friedman". ولقد حظيت هذه النَّظريات الجديدة بدافع قويٍّ تمثّل فيما عُرف بظاهرة "الرُّكود التَّضخُّمي"، وهي ظاهرة جديدة لم يعرفها العالم الصِّناعي من قبل، وتمثّل بتلازم الرُّكود الإقتصادي مع تضخُّم الأسعار. وكان أسوأ حالات الرُّكود التَّضخُّمي التي عرفتها الدُّول الصِّناعية تلك التي نتجت من الإرتفاع الكبير في أسعار النَّفط الخام أوائل سبعينات القرن الماضي (سبتمبر 1973 - جانفي 1974). ولقد وقفت إقتصاديات الطَّلب عاجزة عن تفسير هذه الظَّاهرة الجديدة (وهي لم تكن أصلاً موضوعاً لمثل هذه الحالات)، كما عجزت عن ذلك النَّظريات الإقتصادية النيوكلاسيكية.

وهكذا برز إلى جانب النَّظريات النَّقدية ما يُمكن تسميته بنظريات إقتصاديات العرض، التي يمكن تلخيصها بالقول "إنَّ مشكلة الرُّكود التَّضخُّمي تكمن في العوائق والحواجز والقيود العديدة التي تضعها الحكومات والمؤسَّسات الرِّسمية، والتي تُعرق العمل الحرّ للأسواق ولرجال الأعمال"¹. وعليه، فالمطلوب للخروج من هذه الحالة، وفق هذا الفكر الإقتصادي الجديد**، ليس أكثر من رفع القيود والعوائق وإعطاء الحرّيّة الكاملة لعمل الأسواق.

2- إختلال النَّظام الرِّاسمالي:

إنَّ النَّظام الرِّاسمالي بطبيعته غير مستقر، ومن ثمَّ وجب التَّعامل معه على هذا الأساس. ومن الذين اشتهروا بهذا التَّفسير الإقتصادي الأمريكي "Hyman Minsky"، الذي كرَّس جُلَّ أعماله لدراسة وفهم الأزمات المالية، وقد قدّم أطروحته في كتاب نشره سنة 1986. ومنهم كذلك الإقتصادي الأمريكي "Lester

* يمكن القول أن النَّظرية النيوكلاسيكية قد تصح في الأوقات التي يكون فيها البحر الإقتصادي هادئاً والملاحظة فيه سهلة. أما إذا وقع الإقتصاد في الرُّكود أو الإنكماش، وبقي كذلك لفترة غير قصيرة، فإنَّ النَّظرية النيوكلاسيكية لا تعود صالحة ولا يمكن الإعتماد عليها لتفسير ظاهرة الكساد أو الإنكماش، كما لا يمكن الرُّكون إليها لوضع السِّياسات الكفيلة للخروج من الأزمة.

¹ إلياس سابا (وزير مالية سابق - لبنان)، الأزمة المالية العالمية: أسبابها وإنعكاساتها، مجلة المستقبل العربي، السنة الحادية والثلاثون، العدد ثلاثمئة وستون، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، فبراير 2009، ص: 11.

** هذا الفكر الإقتصادي الجديد، الذي يمكن تسميته بالفكر النيوليبرالي، استند إلى وثيقة صدرت سنة 1989، وأصبحت معروفة تحت إسم "إجماع واشنطن Consensus de Washington"، وهي تشمل عشر "وصايا" اقتصادية، منها الخصخصة، وتخفيض الضرائب على الأثرياء، وتخوير التَّجارة الدُّولية وانتقال رؤوس الأموال، وتخفيض الإجراءات والقيود الحكومية على عمل الأسواق، والإنضباط المالي، خصوصاً تخفيض عجوزات الخزينة... إلخ. ولقد اختصر بعض الباحثين هذه الوصايا بثالوث: بُتت - خصخص - حرِّر.

"Thurow" في مؤلفه سنة 1996 بعنوان "مستقبل الرأسمالية"، والذي شبّه وضع التقلّبات التجارية بالنسبة للنظام الرأسمالي بوضع "الزّلال بالنسبة للأرض"¹.

وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي. فوفقاً لنظرية "Minsky" فإنّ القطاع المالي في الإقتصاد الرأسمالي عامّة يتسم بالهشاشة، وتختلف هشاشته باختلاف المرحلة التي يمرُّ بها الإقتصاد من مراحل الدورات الإقتصادية، ومن ثمّ تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الإقتصاد ككل.

وتدور نظرية "Minsky" في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي، على أنّ أيّ إقتصاد يمرُّ بالمرحلة المعروفة للدورة الإقتصادية. فبعد مرور الإقتصاد بمرحلة كساد، تُفضّل الشركات تمويل أنشطتها بحرصٍ وعدم تحمّل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي وهو ما يُعرف بـ"التمويل المتحوّط"².

وخلال مرحلة النمو، تبدأ التوقّعات المتفائلة في الظهور وتوقّع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثمّ تبدأ في الحصول على التمويل والتوسّع في الإقتراض. وتنتقل "عدوى" التّفائل بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التّوسّع في إقراض الشركات دون تحوُّط كافٍ أو التّحقّق من قابلية استرداد القروض مجدداً. وحينها، يكون الإقتصاد قد تحمّل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الإئتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان إقتصادي كبير يبدأ القطاع المال في الإحساس بالخطر فيؤثّر ذلك على قابلية الإقراض، الأمر الذي يُؤثّر بدوره على قدرة معظم الكيانات الإقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية في التّشكّل، وتحوّل إلى أزمة اقتصادية تُؤدّي إلى حدوث كسادٍ، ويعود الإقتصاد إلى نقطة البداية مجدداً.

ومن التّفسيّرات الحديثة للأزمات المالية التي يُسببها النظام الرأسمالي ما طرحته "نظرية الألعاب" تحت ما يُعرف بـ"مباريات التّنسيق بين اللّاعبين في الأسواق المالية". إذ تُؤكّد أدوات التّحليل الإقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتّخذها لاعبو اللعبة الإقتصادية (المضاربون، المستثمرون...). فقد يسلك قرار المستثمر في كثير من الأحيان الإبتحاح الذي يتوقّع هذا المستثمر من الآخرين أن يتّخذوه*. وقد أكّدت ذلك الشّلوكة** بعض النّماذج الرّياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان Paul Krugman".

¹ أحمد مهدي بلواني، أزمة عقّار.. أم أزمة نظام؟، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدّة، المملكة العربية السّعودية، 2009، ص: 02.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعترّة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

* بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التّوقّع بأنّ قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأنّ له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى، قد يتّخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقّعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ تبدو الصّورة مختلفة.

** على سبيل المثال، أنّ نظام سعر الصّرف الثّابت قد يحتفظ باستقرار سعر الصّرف لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبّب أن يتوقّع الآخرون انخفاض سعر الصّرف، ومن ثمّ يبدأ السّعر في الإنخفاض وربما الإنهيار فعلياً.

المطلب الثاني: عدم ملائمة السياسات الاقتصادية الكلية

أثبتت تجارب الدول التي عانت من الأزمات المالية أن هناك جملة من السياسات التي عادة ما تعمل على عدم استقرار الاقتصاد الكلي ومعاناته من الإختلالات على المستوى الكلي، وأهم هذه السياسات ما يلي:

1- المبالغة في تطبيق السياسات النقدية والمالية التوسعية:

تؤدي -في الغالب- المبالغة في انتهاج السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى حدوث حالة من الراج والانتعاش في حركات الإقراض ومنح الإئتمان، وإفراط في تراكم الديون، وزيادة هائلة في حجم الإستثمارات في الأصول الحقيقية، ويعمل كل ذلك في الأخير على رفع أسعار أسهم العقارات إلى مستويات قياسية يصاحبها تزايد في معدلات التضخم.

ولقد أثبتت الكثير من الدراسات أن التغير الحاد في معدلات التضخم عادة ما يسبق وقوع الأزمات المالية¹. فاللجوء إلى تشديد السياسات -في حالة ارتفاع الأسعار إلى مستويات غير قابلة للإستمرار كإجراء لا مفر منه- يؤدي إلى حدوث تباطؤ في النشاط الإقتصادي، وهبوط قيم الضمانات البنكية، وزيادة حجم ونسب القروض غير المنجزة*، ومواجهة صعوبة في خدمات الديون. وتؤدي كل تلك المشاكل والصعوبات في النهاية إلى جعل الإقتصادات عرضة لخطر الإصابة بالأزمات المالية، مثلما حدث في عدد كبير من بلدان أمريكا اللاتينية وغيرها من إقتصاديات الأسواق الناشئة.

ويشار إلى أن الفكر الإقتصادي الرأسمالي يعتمد بصورة أساسية على أداء القطاع الخاص ومدى استيعابه للتغير في المؤشرات الإقتصادية في توجيه الإقتصاد، لكن باستطاعة الأزمات المالية أن تكسر حاجز الثقة بين البنوك المركزية والقطاع الخاص. فالخسائر في أسواق الأسهم والسندات العالمية وحالات الإفلاس المتكررة في قطاع البنوك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 تؤكد أن هنالك خللاً واضحاً في النظام المالي العالمي ناجماً عن غياب أو ضعف رقابة البنوك المركزية على الأسواق والمؤسسات المالية والتي أدت في محصلة الأمر إلى سياسات نقدية خاطئة. فمصدقية السياسة النقدية شرط أساسي لتحقيق الأهداف الإقتصادية.

¹ محمود عبد الحافظ محمد، مدى أهمية إنشاء إدارة للأزمات المصرفية بالبنوك المصرية في ضوء المتغيرات العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:

* تؤدي زيادة حجم ونسب القروض غير المنجزة إلى عدم قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها، وبالتالي تعثرها.

2- التقلبات في أسعار الفائدة العالمية:

تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية -خصوصاً في الدول النامية-. فالمتغيرات في أسعار الفائدة عالمياً لا تُؤثر فقط على تكلفة الإقراض، بل الأهم من ذلك أنها تُؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويُقدَّر أنَّ ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال فترة التسعينات كان سببه المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً¹. على صعيد آخر فإن التغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية تؤدي إلى تغيرات موازية في أسعار الفوائد الأجنبية من خلال ما يعرف بآلية تعادل أسعار الفوائد الدولية. وتتضمن هذه الآلية بالنسبة للدول التي تثبت عملتها مقابل الدولار بأن تقوم بتعديل أسعار فوائدها المحلية بنسب معادلة لتغيرات الفوائد الأمريكية مما يفقدها استقلالية سياستها النقدية.

3- عدم ملائمة سياسات ونظم أسعار الصرف:

إنَّ اتباع نظام سعر صرف غير ملائم يُؤدِّي إلى نشوء اختلالات على مستوى الإقتصاد الكلي وزيادة مخاطر التعرُّض للأزمات المالية. وفي هذا الصدد، يُلاحظ أنَّ الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وتفقد السلطات النقدية قدرتها على لعب دور مصرف "الملاذ الأخير" للإقراض بالعملات الأجنبية، وبالتالي فقدانها لإحتياطاتها من التقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثل حالة المكسيك والأرجنتين*. وقد نتج عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات، ومن ثمَّ نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحليَّة، ممَّا يزيد من الضغوط وتفاقم الأزمة المالية على النظام المصرفي².

كما يعمل يُؤدِّي العملات المحلية بالدولار الأمريكي إلى أزمات مديونية وأزمات عملة، إذ في كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى الرئيسية يعني خسارة نقدية للإستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أو خارجها وسواء كانت تعود ملكيتها لمستثمرين أمريكيين أم أجانب. وتمتد هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة تقريباً إلى الدول التي تثبت قيم عملاتها المحلية بالدولار الأمريكي. وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطَّن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا ولتعويض النقص في السيولة التاجم عن الخسائر المتحققة في هذه الدول.

¹ ناجي التُّوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تُعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد التاسع والعشرون، ماي 2004، السنة الثالثة، ص: 04.

* في المقابل، وعند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن، فإنَّ حدوث أزمة العملة سوف يُؤدِّي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية، ممَّا يُؤدِّي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلَّبات الأمان المصرفي.

² ناجي التُّوني، الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

4- السّياسة التجاريّة والتحوّلات المفاجئة في معدّلات وشروط التّبادل الدّولي:

تمثّل التّقلبات غير العاديّة والتحوّلات المفاجئة في شروط التّبادل الدّولي أحد أهم مصادر الأزمات الخارجيّة. فعندما تنخفض شروط التّجارة بصورة مفاجئة يُضعف قدرة عملاء البنوك المحليّين -ذوي نشاط التّصدير والإستيراد- من الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمات الديون. وتُشير في هذا الصّدّد بيانات البنك العالمي أنّ 75% من الدّول النّامية التي تعرّضت للأزمات الماليّة قد شهدت انخفاضاً أو تدهوراً في شروط التّبادل التجاريّ بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. كما تجدر الإشارة إلى أنّ انخفاض شروط التّبادل الدّولي كان سبباً رئيسياً لوقوع الأزمات الماليّة في كلّ من فنزويلا والإيكوادور، حيث الإعتماد الكبير على صادرات النّفط الخام المقترن بصغر حجم الإقتصاد وقلة تنوّعه¹.

المطلب الثالث: إضطرابات وتشوّحات القطاع الماليّ

تمثّل الإضطرابات والتشوّحات التي يعاني منها القطاع الماليّ في مختلف الدّول أحد أهم الأسباب التي تقف وراء وقوع العديد من الأزمات الماليّة.

وهناك مجموعة من العوامل التي تُؤدّي إلى ضعف وهشاشة القطاع الماليّ ومعاناته من الإضطرابات:

1- العولمة الماليّة والإنقياد نحو منافعها وتجاهل تكاليفها ومخاطرها:

بدأت العولمة أساساً في المجال الإقتصادي، من خلال تبني الإجراءات والسياسات الهادفة إلى تحرير التّجارة الدّولية وتسهيل حركة التّبادل الإقتصادي، ثمّ اتّسعت وانتشرت بقوة بعد ذلك بحيث امتدّت لتشمل كافّة المجالات.

وتعرّض العولمة الماليّة -وهي ظاهرة التّدفّقات الماليّة المتصاعدة عبر الحدود- لّلوم عادة بسبب سلسلة الأزمات الإقتصاديّة المدمّرة التي عصفت بعدد من الأسواق النّاهضة في أواخر الثّمانينات في أمريكا اللّاتينيّة، وفي التّسعينات في المكسيك وبضعة من دول آسيا، وفي الوقت الحاليّ في الولايات المتّحدة الأمريكيّة والإتحاد الأوربيّ وعدد كبير من دول العالم.

وقد أدّى اضطراب أحوال السّوق وحالات الإفلاس النّاجمة عنه إلى سلسلة من الإشارات بأصابع الإتهام من جانب من رأوا أن البلدان النّامية ألغت ضوابط رأس المال بصورة متعجّلة، وتركت نفسها معرّضة لخطر التّحكّمات الشّديدة لتحركات رأس المال السّريعة وآثار حشد السّوق. وانتقد البعض علانية المؤسسات الدّولية

¹ International Monetary Fund, **Financial crises: characteristics and indicators of Vulnerability**, op.cit, p: 82.

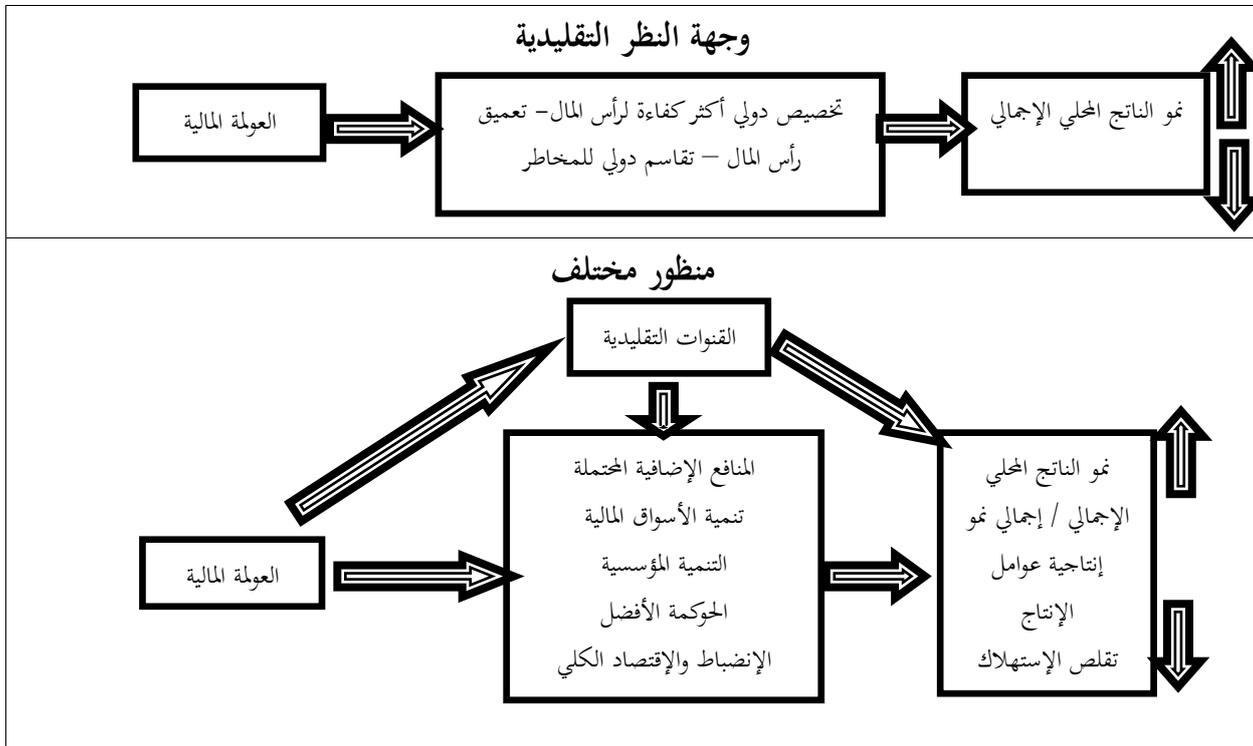
التي اعتبروها أنّها تشجّع تحرير حساب رأس المال دون أن تشدّد على الحاجة لبناء المؤسسات القويّة المطلوبة لتوجيه الأسواق خلال الأوقات الصّعبة¹.

وعلى هذا الأساس، فالعولمة المالية النّاجحة لا تعزّز فرص الحصول على التّمويل اللازم للإستثمار المحلّي فحسب، بل إنّ لها منافعها المحفّزة وغير المباشرة. فالأمر الأكثر أهمّيّة من الآثار المباشرة لغرض الحصول على مزيد من رأس المال بالنّسبة للنّموّ، هو كيف تولّد تدفّقات رأس المال ما نسمّيه بـ"المنافع الإضافية المحتملة للتكامل المالي"^{*} (أنظر الشكل (01-01)).

ويبيّن عدد متزايد من الدّراسات أنّ الإنفتاح المالي يمكن أن ينهض بتنمية القطاع المالي المحلي، ويفرض الإنضباط على السّيّاسات الإقتصاديّة الكليّة، ويولّد مكاسب في الكفاءة بين الشّركات المحليّة بتعريضها للمنافسة من قبل الوافدين الأجانب، ويطلق الحرية للقوى التي تُؤدّي إلى حوكمة أفضل للحكومات والشّركات².

شكل رقم (01-01):

المنافع الإضافية للعولمة المالية



Source: M. Ayhan Kose et autres, **Mondialisation financière: au-delà de la polémique, Un nouveau regard sur la mondialisation financière pour en réévaluer les coûts et les avantages**, Finances & Développement Mars 2007, Volume 44, Numéro 1, magazine trimestriel du FMI, p: 12.

¹ م. ايهان كوزي، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم (طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص تكاليفها ومنافعها)، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2007، المجلد 44، العدد الأول، ص: 09.

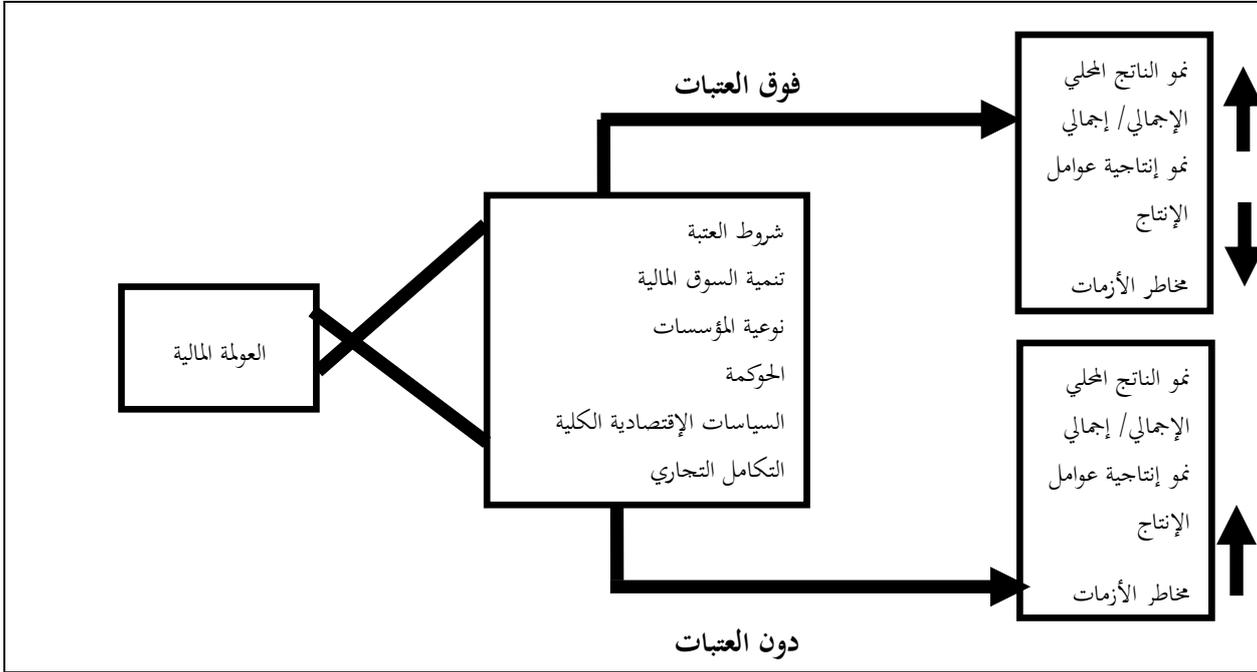
^{*} وهي تسمّى كذلك لأنّها ربّما لا تكون الدّافع الأوّل للبلدان للقيام بالتكامل المالي.

² م. ايهان كوزي، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم (طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص تكاليفها ومنافعها)، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

هذا، كما تناولت بعض الدراسات ذات الصلة مسألة ما هي الشروط الأولية التي تعد ضرورية إذا كان للإنتفاع المالي أن يحقق منافع جيّدة في التّموّ بالنّسبة لبلد ما، في حين يقلّل من مخاطر التّعرّض للأزمات المالية، وتُسمّى هذه الشروط بـ"الشروط الدائمة الأساسية أو العتبات" *les Seuils*.*

شكل رقم (01-02):

شروط العتبات الأساسية لتحقيق منافع العولمة المالية والإنتفاع المالي



Source: M. Ayhan Kose et autres, *Mondialisation financière: au-delà de la polémique, Un nouveau regard sur la mondialisation financière pour en réévaluer les coûts et les avantages*, op.cit, p: 13.

تُبرز المقارنة بين الشّكلين (01-01) و(02-01) وجود تضارب أساسي بين تكاليف العولمة المالية ومنافعها، وكثير من شروط العتبات الأساسية مماثل للمنافع الإضافية. وبعبارة أخرى، فإنّ العولمة المالية عامل محفّز بالنّسبة لعدد من المنافع الإضافية المهمّة، ولكنها يُمكن أن تزيد كثيراً من نسبة المخاطر إلى المنافع إذا كانت الشروط الأولى في هذه الأبعاد غير كافية، حينئذٍ تظهر الإضطرابات والأزمات المالية.

فإذا فتح بلد ما حساب رأس المال فيه دون أن يتوافر له بعض الشروط الدّاعمة الأساسية، فإن المنافع يُمكن تأخيرها، وقد يصبح البلد أكثر تعرّضاً لمخاطر التّوقّف المفاجئ لتدفقات رأس المال، ويمثل ذلك تعارضاً أساسياً بين تكاليف ومنافع العولمة المالية يصعب تحاشيه.

ففي كثير من الأوقات، ليس أمام البلد الذي يريد الحصول على المنافع الإضافية للعولمة المالية من بديل سوى أن يُعرّض نفسه لمخاطر كبيرة بوقوع الأزمات. وتأكيداً لتلك المخاطر، فقد أشارت دراسة لـ"الندجرين

* تحدّد العتبات أين ينتهي بلد ما على امتداد سلسلة التّكاليف والمنافع المحتملة للعولمة المالية، بحيث يحدّد التّفاعل بين هذه الأخيرة وشروط العتبات الأساسية نتائج التّموّ والتّعرض للأزمات المالية.

Lindgren" وآخرين عام 1996، إلى أنه خلال الفترة 1980-1996، التي تعاضمت فيها قوّة دفع العوالم المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي¹. ففي الغالب ما تترافق العوالم المالية مع تزايد متسارع في عدد الأزمات². كما ولدت العوالم المالية ما يُسمّى بـ"خطر النظام"³ وهو خطر التّعريض لأزمة مالية على المستوى الدولي.

وقد أكّدت الأزمة التي اندلعت في جنوب شرق آسيا سنة 1997، كيف تؤثر العوالم المالية، من خلال تحرير حساب رأس المال والإفنتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية، في اندلاع أزمة النظام المصرفي. وعموماً، لا يختلف الإقتصاديون حول أسباب عدم الإستقرار الذي يصاحب العوالم المالية، والتي تعود أساساً إلى ذلك الانفصال الكبير بين دائرة النشاطات الحقيقية، ودائرة العمليات المالية، وهم لا يختلفون أيضاً حول المخاطر التي يشكّلها عدم الإستقرار في الأسواق، فقيم الأوراق المالية والعملات تصبح في بعض الأحيان غير مستقرّة دون وجود تبرير لهذا في الإقتصاد الحقيقي⁴.

وفي حالة البلدان النامية، وهي الحلقة الأضعف في النظام المالي العالمي الجديد، فإنّ عدداً لا بأس به منها قد أصبح "موضوعاً ممتازاً" لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات العوالم المالية التي طبّقتها في عقد التسعينيات حيث تعرّض عملاؤها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين الذين يحقّقون منها أرباحاً خيالية. إذ تقول دراسة أعدها العاملون في إدارة الأبحاث بصندوق النقد الدولي أنّ الإندماج السّريع والمستمر لبلدان الأسواق الصّاعدة في أسواق المال العالمية في التسعينيات كان مصحوباً بالعديد من أزمات العملة⁵.

ويعترف خبراء صندوق النقد الدولي بالمخاطر المصاحبة للعوالم المالية صراحة، لكنّهم يعتقدون أنّه يمكن تجنّبها أو التّعامل معها بقدر من قواعد الحيطة والحذر وتعزيز سلامة المؤسسات المالية، الشّيء الذي يصعب تطبيقه بالنّسبة للبلدان النامية التي تعاني من خلل علاقاتها الإقتصادية الدّولية، وضعف موقعها الإقتصادي العالمي وكثرة تعرّضها للصّدمات الخارجيّة⁶.

¹ رمزي ركي، ، المخاطر النّاجمة عن عوالم الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، 2000، مؤسّسة ابن خدون للدراسات الإنسانية، الجزائر، ص.45.

² Mario DEHOVE, crises financiers deux ou tris choses que nous savon d'elles: QUE NOUS APPREND L'APPROCHE STATIQUU DES CRISES FINANCIERES, Conseil analyse économique, Document de travail, Version préliminaire, Avril 2003, P.133., P: 15.

³ Dominique Plihon, les enjeux de la globalisation financière, la mondialisation au-de la des mythes, Alger, Ed CASBAH, 1997, P.P: 76-77.

⁴ الطاهر هارون، أ. العقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، المنتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، يومي 05-06 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ص: 05.

⁵ رمزي ركي، المخاطر النّاجمة عن عوالم الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁶ نفس المرجع، ص: 35.

2- التّحرير المالي غير الحذر (غير الوقائي):

صاحب تطوّر ظاهرة العولمة المالية بأبعادها المختلفة ظهور مفهوم جديد، ألا وهو مفهوم "التّحرير المالي"، حيث شهدت الأسواق المالية اتّجهاً متزايداً نحو التّحرُّر من الحواجز والقيود، بما فيها التّشريعات واللوائح والشكليات والمعوّقات التي تحدّ من حرّيتها وحركتها¹.

ويشمل التّحرير المالي تحرير ثلاث قطاعات رئيسية:

- تحرير القطاع المالي الداخلي.
- تحرير الأسواق المالية.
- تحرير حساب رأس المال.

ويُعبر عن ذلك بـ "مؤشّر التّحرير المالي" الذي يُكتب على شكل معادلة مرّجحة بمؤشّرات القطاعات الثلاثة المذكورة أعلاه على النحو التّالي²:

$$LF = \frac{1}{3} LSFI + \frac{1}{3} LMF + \frac{1}{3} LCC$$

حيث:

LSFI: La libéralisation du secteur financier interne.

LMF: La libéralisation des marchés financiers.

LCC: La libéralisation du compte de capital.

ومّا يلاحظ، أنّ التّحرير المالي المحلي والخارجي يمكن أن يُؤدّي إلى زيادة مخاطر التّعريض لأزمة مالية، كما أنّه من الأرجح أن يُؤدّي حدوث أزمة في بلد آخر إلى حدوث أزمة محلية من جرّاء تزايد قوّة الرّوابط الإقتصادية والمالية بين البلدين، أي تزايد مخاطر العدوى "تدويل الأزمات"³. وقد حظي التّحرير المالي في البلدان النّامية بقدر أكبر من الإهتمام نتيجة الخطاب الإعلامي لصندوق النّقد الدّولي الذي يدّعي أنّ تدخّل الحكومات في الأسواق المالية، وبخاصّة ضوابط أسعار الفائدة، خلق تشوّهات في تخصيص الائتمان، ممّا أثر بصورة منوثة على التّنمية

¹ Nathalie Payelle, **Acteurs, instruments, stratégies, typologie des systèmes financiers dans "Bourse et systèmes financiers"**, Cahiers Français, N°301, la documentation française, Mars-Avril 2001, P: 19.

² Saoussen Ben Gamra et Mickaël Clévenot, **Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement: Croissance économique ou instabilité financière?**, Hyper Articles en Line (HAL)-00323334, version 1, 20 Septembre 2008, Université Paris XIII, p:07. sur site: <http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/32/33/34/PDF/Oran150206.pdf> consulté le 02/08/2009.

³ حميد الجميلي، التّحرير المالي وعولمة الأسواق: الأبعاد والانعكاسات، أكاديمية الدّراسات العليا- طرابلس- ليبيا، 17 يوليو 2009، على الموقع الإلكتروني: <http://www.oalibya.com/front-page/economy/3024-2009-07-17-22-07-38.html> , consulté le:

الإقتصادية، ولذلك فإن سياسات الصندوق ركزت في المقام الأول على التحرير، ولا سيما تحرير أسعار الفائدة، مع إيلاء قدر ضئيل نسبياً من الاهتمام إلى التنمية المؤسسية*.

وتكبر إمكانية حدوث أزمة مالية بوجه خاص بعد انفتاح البلد أمام التدفقات المالية الخارجية ولا سيما التدفقات القصيرة الأجل، وقد تتمثل النتيجة في حدوث حالات ارتفاع مفاجئ للتدفقات الداخلة إلى البلدان المستفيدة من رؤوس الأموال** التي يمكن أن تكون ذات طابع دوري. وكان الإقتراض الخارجي القصير الأجل مصدراً رئيسياً لعدم الإستقرار في الأزمة المالية الآسيوية في الفترة (1997-1998) وأزمة البيزو المكسيكي في الفترة (1994-1995).

وفي عصر متسم بالعمولة، يمكن أن يزيد احتمال حدوث أزمة مالية محلية إذا كانت هناك أزمة في بلد آخر، وهذه "العدوى" يمكن أن تنتج عن عدة عوامل، فقد تكون نتيجة لصدمة مشتركة مثل حدوث زيادة في أسعار الفائدة الدولية أو تغير في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية. وقد اتسمت التغيرات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بالأهمية بوجه خاص لأمريكا اللاتينية وأدت على سبيل المثال إلى حدوث الأزمة في المكسيك في عام 1994، وبالمثل كان ارتفاع قيمة دولار الولايات المتحدة مقابل الين خلال عامي (1995-1996) أحد العوامل وراء ضعف أداء صادرات بلدان شرق آسيا، مما أسهم في حدوث الأزمات المالية في عام 1997***.

وفي دراسة أجريت في ديسمبر 2008 بعنوان "Banking Crisis: an Equal Opportunity Menace" من إعداد الإقتصاديين "Carmen M. Reinhart" و "Kenneth. S. Rogoff"، أبرزت أن جميع البلدان -المتقدمة أو الناشئة- على قدر من المساواة عندما يتعلّق الأمر بالأزمات المصرفية. فمهما كان حجم البلد في التنمية، لا أحد بمأمن من انهيار المصارف¹.

* قدّم الصندوق حججاً مؤادها أن إلغاء الضوابط على أسعار الفائدة والأنظمة المتعلقة بمنح الإئتمان لقطاعات بعينها، وإطلاق حرية الدخول في القطاع المالي والسماح بالملكية الخاصة للمؤسسات المالية يؤدي إلى تحسين تخصيص الإستثمار، وزيادة المدخرات.

** تعتبر البلدان ضعيفة بوجه خاص أمام الآثار السلبية للتدفقات الداخلة من رؤوس الأموال إذا لم يكن جهازها المصرفي سليماً، لأن هذه التدفقات الداخلة تعرّض المصارف لمخاطر سعر الصرف بالإضافة إلى صعوباتها الأخرى، كما يمكن أن تؤدي أيضاً إلى قيام المصارف بالإقراض على نحو محفوف بالمخاطر إلى حد أبعد.

*** وقد زادت إمكانية العدوى من احتمال تأثر بعض البلدان التي لم تشهد تدهوراً في العوامل الإقتصادية الأساسية بأي أزمة مالية في مكان آخر في العالم، ويمكن أن يطلق على هذه البلدان "المتفرجون الأبرياء". فعلى سبيل المثال، أثناء الأزمة الروسية في أوت 1998 ارتفعت بصورة هائلة فروق العائدات بين أذون خزنة الولايات المتحدة (المقياس المرجعي الدولي) والسندات المحررة بالدولار التي أصدرتها بلدان نامية. وفضة كان يتعيّن على البلدان النامية وشركاتها أن تدفع مزيداً من الفوائد على دينها الخارجي الذي تحمّلت حديثاً أو على دينها بالسعر المتغير حتى مع عدم تغير أي شيء آخر.

¹Alain BATROW, Les crises bancaires sont la conséquence de la libéralisation financière, le blog de l'économie et de la finance internationale, le Monde.fr, sur site: <http://ecofi.blog.lemonde.fr/2009/03/25/vous-avez-la-parole-alain-batrow-les-crisis-bancaires-sont-la-consequence-de-la-liberalisation-financiere/> consulté le: 02/08/2009.

ووفقاً لهذه الدراسة، والتي تُحلّل 120 أزمة منذ أوائل القرن التاسع عشر إلى غاية سنة 2008، فإنّ عناصر الأزمات المالية التّالية: حجمها، خصوصيتها، أو نوع معين من القروض والتّمول، لم تكن لها أهمّية كبيرة في نشوئها. فحسب الباحثان، فإنّ التّفسير الحقيقي الوحيد هو درجة التّحرير المالي للإقتصاديات المعنية. حيث وجد الباحثان أنّ "فترات ارتفاع تنقّل وتحرير رؤوس الأموال الدّولية مراراً أنتجت الأزمات المصرفية الدّولية".

وتبيّن من هذه الدّراسة أنّ هناك روابط وثيقة بين حركة رأس المال والإئتمان وأسعار الأصول، ولا سيما فيما يتعلّق بأسعار العقارات وأسعار الأسهم، كما سجّلت نفس الدّراسة أنّ 18 أزمة مصرفية من أصل 26 أزمة مصرفية تمّ تحليلها (أي ما يقارب 70%)، فإنّ القطاعات المالية قد حُرّرت خلال السّنوات الخمس الماضية.

3- تشوه نظام الحوافز:

تعد مشكلة غياب النظام المناسب للحوافز في الجهاز المصرفي وتشوهه أحد أسباب تزايد درجة هشاشة وضعف النظام المالي ومعاناته من الإضطرابات¹. فعلى سبيل المثال، نجد أنه في إطار حماية أموال المودعين من فشل البنك وتعثره بسبب تعثر المقترضين منه، تطبق بعض الدول -ومن بينها الجزائر- نظام التّأمين على الودائع، وذلك بغرض التّأمين على الأموال المودعة بما يكفل طمأننة المودعين بضمان استرداد أموالهم في حالة فشل البنك أو إفلاسه.

وعلى الرغم مما قد يوفره هذا النظام من ضمان للإستقرار المالي، إلا أن ذلك التّأمين قد يكون غطاء للخطر المعنوي في كثير من الأحوال، حيث يمكن أن يندفع البنك - في ظل مثل هذا التّأمين - للدخول في ممارسات ذات درجة عالية من الخطورة دون خوف من ضياع حقوق المودعين، حيث يتمكن البنك عندئذ من نقل مخاطر النشاط إلى صندوق التّأمين، والذي غالباً ما يموله دافعو الضرائب، وهو ما يزيد من ضعف البنوك وهشاشتها.

هذا بالإضافة إلى أنه في ظل مثل هذا النظام، يهمل المودعون دورهم في الإشراف على محافظ البنوك، حيث تصبح جميع البنوك بالنسبة إليهم على قدر المساواة، كما تفقد المعلومات التي تختص بدرجة مخاطر أصول أحد البنوك أهميتها. كل ذلك يعطي البنك الحرية في كيفية إدارة محافظ أوراقه المالية، واحتمال توجهه إلى تمويل المشروعات ذات المخاطر المفرطة. ولن يقتصر هذا الإهمال على المودعين فقط، بل يمكن أن يمتد إلى غيرهم من

¹ لمزيد من التفاصيل، راجع:

- رمضان صديق، مشكلة القروض المتعثرة في الجهاز المصرفي ووسائل علاجها، المؤتمر العلمي السنوي الثالث حول "التطورات المصرفية والإئتمانية المعاصرة في مصر والعالم العربي، جامعة حلوان، ماي 2004، ص: 26.
- جوده عبد الخالق، إدارة الأزمات المالية والمصرفية وسبل التحوط منها، بحث مقدم في منتدى القياديين حول "إشكاليات الإدارة الإقتصادية الحديثة"، المعهد العربي للتخطيط ومعهد التخطيط القومي، شرم الشيخ، القاهرة، 27-28 سبتمبر 2004، ص: 01.
- ناجي التّوني، الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

دائي البنك ومساهميه، مما يعني أن نظام التأمين على الودائع قد يفضي في النهاية إلى مزيد من حالات إخفاق البنوك وفشلها، وبالتالي يؤدي في النهاية إلى ضعف القطاع المالي وهشاشته.

4- ضعف الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية:

إذا كان هناك نقص أو انعدام الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية، فإن الأمر يتفاوت بين مختلف عناصر الإقتصاد القومي. فالبنوك التجارية عرفت تاريخاً طويلاً من الخضوع للرقابة والإشراف من جانب البنوك المركزية، حيث أدركت معظم السلطات العامة منذ وقت مبكر، الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في الحياة الإقتصادية وبوجه خاص دورها في خلق النقود وتوفير الائتمان للإقتصاد الوطني، ومن ثم فإنها تقوم بنوع من النشاط العام الذي يتطلب ضرورة الخضوع للرقابة. وهكذا أصبحت الرقابة على البنوك التجارية ركناً هاماً من مظاهر الإقتصاد الحديث، وحيث تعتبر هذه الرقابة أحد أهم وظائف البنوك المركزية.

ونتيجة للخبرة الطويلة للبنوك المركزية في الرقابة على البنوك التجارية، قد استقرت -في معظم الدول- مجموعة من القواعد والمبادئ للإدارة السليمة للمخاطر في هذه البنوك. ولم يقتصر الأمر على الجهود الوطنية لكل دولة للرقابة على بنوكها التجارية، بل اتجه المجتمع الدولي، منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي، إلى وضع قواعد دولية للرقابة على البنوك من بنك التسويات الدولية (لجنة بازل للرقابة المصرفية). فصدر اتفاق بازل 1 لكفاية رأس المال والمبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة، ثم صدر اتفاق بازل 2 لكفاية رأس المال الذي طور مفاهيم التعامل مع المخاطر وتكلفتها. ولم تلبث أن أصبحت هذه المبادئ والقواعد أحد أهم أسس الرقابة على البنوك في مختلف الدول. وإذا كانت البنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة السلطات العامة (البنك المركزي عادة)، فإن الأمر لم يتحقق بنفس الدرجة بالنسبة للمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً عن أن تعدد هيئات الرقابة والإشراف وضعف أشكال التنسيق والتعاون فيما بينها ساعد على إيجاد العديد من الثغرات والتداخل بين الصلاحيات والإنفلات الرقابي. ففي الولايات المتحدة، فإن بنوك الإستثمار وهي المسؤولة عن إصدار معظم الأدوات المالية الجديدة (المشتقات)، لا تكاد تخضع لأية رقابة أو إشراف من السلطات العامة.

وإذا كان العديد من المؤسسات المالية يخضع لرقابة غير كافية، فإن مشكلة الرقابة والإشراف جاوزت الرقابة على "المؤسسات" إلى فهم طبيعة "الأدوات المالية الجديدة" والتي بدأت تظهر في الأسواق دون فهم كامل من جانب المتعاملين فيها لحجم أو طبيعة المخاطر التي تنطوي عليها هذه الأدوات.

وهكذا تكاثفت العناصر الثلاثة المتعلقة بتناقضات واختلالات الفكر الإقتصادي الرأسمالي، وعدم ملاءمة السياسات الإقتصادية الكلية وإضطرابات وتشوّهات القطاع المالي في ظل نقص الرقابة والإشراف، لتزيد من حدة الأزمات المالية وتتابعها وتقاربا زمنياً، كما ساعدت طبيعة الإقتصاد المعاصر في العولمة وما ترتب عليها من الترابط بين مختلف عناصر الإقتصاد العالمي إلى توسع وانتشار آثار الأزمات وتعميقها مما هدد باهتزاز الثقة في النظام المالي العالمي.

المبحث الثالث: تداعيات الأزمات المالية المعاصرة

تمتاز أزمات أسواق الدول المتطورة بأنها الأقوى والأشد بتداعياتها وآثارها، واتساع تلك الآثار لتشمل لمعظم إقتصاديات العالم، وذلك بسبب ترابط تلك الأسواق وسهولة انتقال رؤوس الأموال وتداول الأدوات المالية. وتقل تلك التداعيات حدة في الأسواق الناشئة، ولا تكاد تتعدى سوق الدولة الواحدة في الأسواق العربية.

المطلب الأول: تداعيات أزمات أسواق الدول المتطورة

من أبرز تلك الأزمات المعاصرة أزمة الرهونات العقارية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية 2010، نورد أسبابها وتداعياتها على النحو التالي:

1- أزمة الرهونات العقارية العالمية 2008:

شهد الاقتصاد العالمي في سبتمبر 2008 أزمة مالية تعد من أسوأ الأزمات التي عرفها التاريخ الإقتصادي، نتجت عن مشكلة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة، ثم توسعت وتفاقت في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى، وشملت تداعياتها أسواق المال والبورصات العالمية في صورة انخفاضات حادة ومنتالية لمؤشراتها، وامتدت تأثيراتها إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الإقتصاد في صورة ركود خيّم على حركة الأسواق وانخفاضات في معدل النمو.

1-1 أسباب الأزمة المالية العالمية 2008: نشأت هذه الأزمة المالية نتيجة لعدد من العوامل والممارسات التي استندت إلى الفكر الرأسمالي والسياسات المصرفية والمالية الأمريكية أساساً، نورد أهمها فيما يلي:

1-1-1 الرّيا: الرّيا من الموبقات التي تعرقل عملية النُّمو وتعوّقها¹، وهو السبب الجوهرى للأزمات والتقلبات المالية والإقتصادية ومصدر انفصام القطاع المالي عن القطاع الحقيقي لأنه يؤدي إلى تضاعف المديونية مقارنة بالثروة والنتاج الإقتصادي (الهرم المقلوب)، ومن مظاهر الربا في الأزمة المالية العالمية بيع الدين النقدي بدين (تسديد القروض)، إعادة تمويل المنازل المملوكة للمقترضين والتي بلغت نسبتها 60-70% من إجمالي القروض منخفضة الملاءة خلال 2001-2007، والفائدة المتغيرة (المركبة) التي كانت متضمّنة في حوالي 70% من القروض الموجهة للعملاء ضعيفي الملاءة².

¹ عز الدين رمضاني، الربا والأزمة المالية، مجلة الإصلاح، دار الفضيلة للنشر والتوزيع، السنة الثانية، العدد الحادي عشر - رمضان/شوال 1429 هـ الموافق ل سبتمبر/أكتوبر 2008م، ص: 06.

² لتفاصيل أوفر حول مظاهر الربا في الأزمة المالية العالمية، راجع: سامي بن براهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الإقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية، كرسي "سابك" لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 02-13، المملكة العربية السعودية، 2012، ص: 36-48.

1-1-2- تحوير أسواق الإئتمان العقاري وضعف القيود على أسعار الفائدة: أدى تحوير أسواق الإئتمان العقاري مع ضعف القيود على أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب على القروض العقارية وبالتالي ارتفاع أسعار العقارات، وهو الأمر الذي دفع إلى زيادة القروض الأخرى عالية الخطورة، ومع لجوء البنك الإحتياطي الفدرالي إلى رفع سعر الفائدة¹ تزايدت كلفة تلك القروض وأصبح من الصعب تسديدها، مما دفع بأسعار تلك العقارات إلى الإنهيار، ومع انهيار أسعارها، انهارت مؤسسات مالية عالمية كثيرة كان لها علاقة مع تلك القروض كشركات الإستثمار الدولية التي اشترتها وشركات التأمين والمصارف المانحة لها².

1-1-3- المغالاة في توريق الديون واستخدام المشتقات المالية:

أ- الإفراط والمغالاة في توريق الديون: أدت المغالاة في توريق الديون إلى تفجير الأزمة المالية العالمية الأخيرة، إذ توسعت المؤسسات المالية المتخصصة في توريق الديون (القروض) بأكثر من حاجة الإقتصاد العيني. فبعد أن كانت هذه الأصول هي أداة للتعبير عما تمثله من أصول عينية لتسهيل التعامل بها، أصبحت هذه الأصول المالية المورقة أداة يُداول فيها وحدها بمعزل عن أصولها العينية، لتقطع بذلك الصلة بين الإقتصاد المالي والإقتصاد العيني. ولقد ساعدت ضعف الرقابة أو انعدامها على المؤسسات المالية المغالاة في التوريق على خلق سوق وهمية لا تتعامل في أصول عينية، فكثرت مخاطرها وأزماتها مع عجز أحد حلقاتها من المدينين المتعاقدين عن السداد.

ب- المشتقات المالية³: Dérivatives Financières: لم تكنف المؤسسات المالية بالتوسع في توريق القروض التي تتجاوز الرافعة المالية، وإنما توسعت أكثر بالمغالاة في استخدام المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، حيث تضاعفت قيمة المعاملات بالمشتقات المالية في كل من الأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة على حد سواء، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (01-02) التالي:

¹ قام بنك الإحتياطي الفدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة ستة مرات خلال الفترة 2004 حتى أفريل 2006، وذلك بالتدرج من 2,5% في 2004/2/2 إلى 4,7% في 2006/4/29. راجع في ذلك: بنك قطر الوطني، نشرة الوطني الإقتصادية، ديسمبر 2005، ص: 37، وكذلك

البيان الصحفي الصادر عن مصرف قطر المركزي بتاريخ 2006/5/11، و المنشور على موقعه الإلكتروني: www.qnb.com.qa

² أنظر: حامد المحلة المطيري، الأزمة المالية العالمية، بحث منشور على الموقع العالمي للإقتصاد الإسلامي، ص: 15.

³ راجع علاقة المشتقات المالية بالأزمة المالية العالمية: د. مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية، في الفترة من 01-02 أفريل 2009، جامعة المنصورة، ص:

جدول رقم (01-02):

تطور المعاملات في أدوات إدارة المخاطر (المشتقات المالية) ما بين سنتي 1998 و 2008

الربع الثالث 2008		الربع الأول 2008		1998		أدوات إدارة المخاطر (المشتقات المالية)
معدل الدوران (مليون عقد)	القيمة (مليار دولار)	معدل الدوران (مليون عقد)	القيمة (مليار دولار)	معدل الدوران (مليون عقد)	القيمة (مليار دولار)	
22.98	30.27	820.9	33.36	57.17	53.0	مستقبليات سعر
5	58.52	198.6	56.51	9.75	33.0	خيارات سعر
4.71	0.18	102.1	0.2	4.09	0.22	مستقبليات العملة %
22.68	1.86	608.6	1.44	13.39	2.08	مستقبليات الأوراق
44.06	8.91	852.5	8.23	14.66	6.77	خيارات الأوراق
2790.4	76985	2600	80315	1329.3	139	التوزيع 100%
28.17	49.66	33.88	47.01	53	53.0	شمال أمريكا %
27.34	43.50	31.38	45.68	31.52	31.5	أوروبا %
39.24	5.61	28.91	5.95	13.49	13.4	آسيا والمحيط %
5.23	1.2	8.5	1.33	2.15	2.15	باقي العالم %

المصدر: فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، دار الفكر والقانون، مصر، 2012، ص: 87.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة التغير في تطور المعاملات بالمشتقات المالية في الأسواق المتقدمة أكبر من نسبة التغير في تطور المعاملات بها في الأسواق الصاعدة، ذلك نظراً لوجود العديد من القيود بالأسواق الصاعدة ومراحل تنمية وتطور هذه الأسواق، بالإضافة إلى ضعف وعدم كفاية النطاق التشريعي والرقابي. كما يمكن أن نلاحظ من خلال الجدول أيضاً بأن معدل دوران هذه المشتقات قد زاد في الفترة الأخيرة في الأسواق الأوروبية والآسيوية على غرار الأسواق الأمريكية، إذ يرى الخبراء في أسواق المال أن المضاربات غير المنضبطة في بورصات الإقتصاديات التي وقعت بها أزمات مالية كانت سبباً مباشراً لها.

1-1-4- تلاعب وكالات التصنيف الائتماني في تصنيف الأوراق المالية: خلال الطفرة التي سبقت الأزمة في الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطرة، كثيراً ما كانت تعطى تصنيفات بدرجة "AAA" (أعلى تصنيف) لأعداد كبيرة من تلك الإصدارات، الأمر الذي أشعل الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى¹.

¹ لتفاصيل أكثر حول دور وكالات التصنيف العالمية في حدوث الأزمة المالية العالمية، أنظر: زكرياء بلة باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، طرابلس، لبنان، 14/13 آذار 2009، ص: 11-12.

وحسب هيئة التحقيق في الأزمة المالية التي تتولى التحقيق في أسباب الأزمة المالية، قامت وكالة موديز لوحدها بتصنيف ما قيمته 4.700 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالرهون السكنية، إضافة إلى قيامها بتصنيف ما قيمته 736 مليار دولار من التزامات الدين المضمونة، وكانت وكالة موديز مصنعةً لتصنيفات "AAA" أدى توسعها إلى أن يقفز سعر سهمها ستة أضعاف وذلك ما بين سنتي 2000 و2007¹. ووضع تقرير لشركة "Ernest & Young" العالمية عن أهم أسباب الأزمة المالية احتلت مؤسسات التصنيف المرتبة العاشرة إلى جانب العوامل الأخرى مثل أزمة الرهن العقاري، واختيار المؤسسات المالية وغيرها، ورأى التقرير أن تلك الوكالات تنال أكثر من حجمها، حيث إنها لا تعدو كونها "ألعوبة" في يد من يدفع أكثر². كما لا ينبغي إغفال اختيار مجموعة كبيرة من البنوك التي كانت تعطيها مؤسسات التصنيف تصنيفاً عالياً، فقد انهار 25 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الربع الأخير من سنة 2008، و140 بنكاً في سنة 2009، و30 بنكاً حتى منتصف شهر مارس 2010³.

1-1-5- الممارسات غير المنضبطة في الأسواق المالية الدولية: لم تكن رقابة البنوك المركزية على البنوك التجارية بالقدر الكافي، فلم تمنع تلك الرقابة من لجوء بعض البنوك التجارية والعديد من المؤسسات الإقراضية الأخرى إلى نشاطات غير منضبطة، وخروجها عن قواعد العمل الإستثماري السليم في الأسواق المالية من خلال التوسع المفرط في الإقراض دون ضمانات بحثاً عن الأرباح دون النظر إلى النتائج.

1-1-6- تصاعد حدة المضاربات (المقامرات) في الأسواق المالية بلا ضوابط: شهدت الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008، التلاعب بقواعد التعامل والإفراط في المضاربات الوهمية غير الشرعية، ونخص بالذكر أساليب المضاربات قصيرة الأجل التي تقوم على تَوَقُّعات المضاربين بتغير الأسعار في الفترات القصيرة لكسب فروق الأسعار وزيادة حجم التعامل. وتُنَفَّذ أساليب المضاربات قصيرة الأجل من خلال عدة آليات محرمة شرعاً، منها البيع على المكشوف والشراء بالهامش⁴.

¹ ألين فان ديون، حقبة جديدة قاسية تؤثر في وكالات التصنيف الائتماني العالمية، الإقتصادية الإلكترونية السعودية، العدد، 6102، الصادرة بتاريخ 2010/06/26، على الرابط الإلكتروني التالي:

http://www.aleqt.com/2010/06/26/article_411525.print consulté le 10/08/2013.

² الإقتصادية الإلكترونية السعودية، وكالات التصنيف الائتماني.. لا عزاء للشفافية، العدد 5696، الصادرة بتاريخ 2009/05/16، مقال متوفر على الرابط الإلكتروني التالي: http://www.aleqt.com/2009/05/16/article_230175.html consulté le 10/08/2013.

³ حسن ثابت فرحان، أثر الأزمة المالية العالمية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، كلية التجارة و الاقتصاد، جامعة صنعاء، على الموقع الإلكتروني التالي: www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/B161.doc consulté le : 01/08/2010.

⁴ عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة حول الأزمة المالية العالمية، مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، السبت 24 ذو القعدة 1429 الموافق 22 نوفمبر 2008، على الموقع الإلكتروني: <http://islamtoday.net/albasheer/artshow-17-104464.htm> consulté le: 01/08/2010.

1-2-1- تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008:

1-2-1-1- التداعيات على الإقتصاديات العالمية: ومن أبرزها ما يلي:

أ- الأثر على أسواق الأوراق المالية: جاءت بورصات الأوراق المالية العالمية -وفي مقدمتها البورصات الأمريكية- في طليعة القطاعات الأكثر تضرراً من الأزمة المالية العالمية، حيث تراوحت الخسائر في قيم الأوراق المالية في نهاية ينة 2008 بين الثلث (الولايات المتحدة الأمريكية 36%، بريطانيا 34%، المكسيك 33%، كندا 34%) والثلثين (روسيا 66% والأرجنتين 65%)، وكانت أكثر الأوراق المالية تراجعاً تلك المرتبطة بقطاع البنوك، العقارات والقطاع الصناعي¹.

ب- الأثر على النمو الإقتصادي العالمي: أثرت الأزمة المالية العالمية على الأداء الإقتصادي في الدول الصناعية الرئيسية بشكل واضح وكبير، فقد تراجع الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية لينخفض بمعدل 5.7% في نهاية الربع الأول من سنة 2009 مقابل انخفاض قدره 6.2% خلال الربع الأخير من سنة 2008، وذلك كنتيجة أساسية لإستمرار تراجع الإنفاق الإستثماري الثابت بشكل حاد بلغ معدله 37.3%، وتراجع الناتج الصناعي بمعدل 21.9%².

وفي منطقة اليورو، تراجع الناتج المحلي الإجمالي لدول المنطقة بمعدل 9.7%، وجاء ذلك تأثراً بتراجع الإنفاق الإستهلاكي بمعدل 1.9%، وانخفاض الإستثمار الثابت بمعدل 15.7%، وتراجع الإنتاج الصناعي بمعدل 27.9%. وقد ساهم الإقتصاد الألماني بالجزء الأكبر في تراجع إقتصاد منطقة اليورو، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 14.4%، فضلاً عن تراجع الناتج المحلي الإجمالي لكل من فرنسا وإيطاليا بمعدلي 4.7% و9.4% على الترتيب³.

وبالنسبة للأسواق الناشئة، تراجع الناتج المحلي لدولة المكسيك خلال الربع الأول من 2009 بمعدل 21.5%، والأرجنتين بمعدل 10%، كما تراجع الناتج في دول أوروبا الناشئة بمعدل 17.1% تأثراً بتراجعها في روسيا بمعدل 30.3%⁴.

ت- الأثر على معدلات البطالة والتضخم: ارتفعت معدلات البطالة وتراجعت معدلات التضخم في معظم الدول الصناعية الكبرى في نهاية الربع الأول من سنة 2009 (أنظر الجدول رقم (01-03))، وذلك تأثراً بتباطؤ أداء الإقتصاد العالمي والذي جاء كأحد تداعيات الأزمة المالية العالمية، وضعف الطلب في أسواق العمل، واتجاه

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 75.

² البنك المركزي المصري، التطورات الإقتصادية والنقدية الدولية، المجلة الإقتصادية، قطاع البحوث والتطوير والنشر، المجلد الخمسون، العدد الثاني، الربع الأول 2009، ص: 72.

³ نفس المرجع السابق، ص: 72.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 73.

عدد كبير من المصانع والمؤسسات إلى تخفيض العمالة، وقد صاحب ذلك انخفاض في الطلب العالمي على السلع والخدمات، وانكماش حجم التجارة العالمية.

جدول رقم (01-03):

معدلات البطالة والتضخم في الدول الصناعية ما بين ديسمبر 2007 ومارس 2009

معدل التضخم				معدل البطالة				البلد/المنطقة
نهاية مارس		نهاية ديسمبر		نهاية مارس		نهاية ديسمبر		
2009	2008	2008	2007	2009	2008	2008	2007	
0.4-	4.0	0.1	4.1	8.5	5.1	7.2	5.0	الولايات المتحدة
0.3-	1.2	0.4	0.7	4.8	3.8	4.4	3.8	اليابان
0.6	3.6	1.6	3.1	8.9	7.1	8.0	7.2	منطقة اليورو
0.5	3.1	1.1	2.7	8.1	7.8	7.6	8.4	ألمانيا
0.3	3.2	1.0	2.6	8.8	7.9	8.1	7.5	فرنسا
1.2	3.3	2.2	2.6	6.7	5.9	6.9	6.0	إيطاليا
2.9	2.5	3.1	2.1	7.1	5.2	6.3	5.2	بريطانيا
1.2	1.4	1.2	2.4	8.0	6.0	6.6	5.9	كندا

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على:

- البنك المركزي المصري، المجلة الإقتصادية، الربع الثاني 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

- البنك المركزي المصري، المجلة الإقتصادية، المجلد الخمسون، العدد الأول، الربع الأول 2009، ص: 70.

وكانت الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو الأكثر تأثراً بأزمة البطالة، حيث ارتفع معدل البطالة بهما في نهاية مارس 2009 إلى 8.5% و 8.9%، انعكاساً لزيادة عدد العمال الذين تم الإستغناء عنهم. وانعكاساً لحالة الركود العالمي كذلك، استمرت معدلات التضخم في التراجع في معظم الدول الصناعية في نهاية مارس 2009، وذلك مع ارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الدخل. فقد سجل معدل التضخم، وفقاً لأرقام الجدول أعلاه، بالولايات المتحدة الأمريكية تراجعاً حاداً ليبلغ -0.4%، وتراجع معدل التضخم في اليابان إلى -0.3% كنتيجة أساسية لتراجع الصادرات اليابانية. كذلك انخفض معدل التضخم بدرجة كبيرة في منطقة اليورو ليبلغ 0.6%.

ث- الأثر على الإحتياطيات الدولية: بلغ إجمالي الإحتياطيات الدولية (بخلاف الذهب) على المستوى العالمي نحو 4.43 تريليون وحدة حقوق سحب خاصة في نهاية مارس 2009، مقابل 4.5 تريليون وحدة في نهاية سبتمبر 2008، بتراجع قدره حوالي 60 مليار وحدة، أي بمعدل انخفاض قدره 1.55%. وقد تركز معظم هذا التراجع في احتياطيات الدول النامية والناشئة*، حيث تراجعت احتياطياتها ككل** بنحو 123.4 مليار وحدة

* نذكر بالخصوص: دول الكومنولث المستقلة، ووسط وشرق أوروبا، ودول آسيا النامية، ودول أمريكا اللاتينية.

** يُعزى هذا التراجع إلى تراجع احتياطيات روسيا بنسبة 23.1%، وكذا تراجع احتياطيات ماليزيا بنسبة 16%، والهند بنسبة 10%.

لتصل إلى 2.8 تريليون وحدة في نهاية مارس 2009¹. وبالنسبة لإحتياطيات الدول المتقدمة، فقد ارتفعت بنحو 79.6 مليار وحدة بمعدل 5.8%².

1-2-2- تداعيات الأزمة المالية العالمية على الإقتصاديات العربية: من الطبيعي أن يتأثر اقتصاد الدول العربية بالأزمة المالية الاقتصادية 2008 لأن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي. ومن الطبيعي كذلك أن الآثار المتوقعة على كل دولة عربية تختلف تبعاً لظروف وأوضاع كل دولة وبصفة خاصة مدى انفتاحها على العالم الخارجي ومدى سلامة قطاعها المصرفي. ويمكن رصد أهم تلك التداعيات على النحو التالي:

أ- بالنسبة لأسعار النفط: كان من الطبيعي إزاء الأزمة المالية العالمية أن ينخفض الطلب على معظم السلع ومن بينها النفط، وقد ترتب على ذلك انخفاض سعره العالمي، حيث انخفض السعر العالمي للنفط من حوالي 147 دولار إلى حوالي 35.5 دولار خلال الأشهر الأخيرة من عام 2008 والأشهر الأولى من عام 2009³. ونظراً لأن الدول العربية الخليجية هي أكثر الدول العربية إنتاجاً وتصديراً لهذه السلعة، فيمكن القول أن هذا القطاع في هذه الدول قد تأثر أكثر من بقية الدول العربية حسب ما يوضحه الجدول رقم (01-04) التالي:

جدول رقم (01-04):

تطور إنتاج النفط في عينة من الدول العربية خلال الفترة (2004-2009)

الوحدة: 1000 برميل/اليوم

الدولة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2009	2009	2009	2009	التغير
						Q1	Q2	Q3	Q4		
الجزائر	1.236	1.347	1.364	1.358	1.381	1.270	1.266	1.277	1.274	1.272	109-
العراق	2.015	1.830	1.932	2.089	2.341	2.325	2.406	2.507	2.458	2.425	84
الكويت	2.344	2.504	2.520	2.464	2.254	2.276	2.247	2.254	2.275	2.263	291-
ليبيا	1.537	1.642	1.702	1.710	1.718	1.577	1.554	1.557	1.542	1.557	161-
قطر	771	792	821	807	840	762	769	780	792	776	64-
السعودية	8.957	9.390	9.112	8.654	9.113	7.964	8.009	8.123	8.122	8.055	1.058-
الإمارات	2.582	2.633	2.539	2.438	2.487	2.329	2.300	2.323	2.290	2.311	176-

Source: Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), *Annual Report*, 2009, Vienna, p: 07

ب- بالنسبة للصادرات: في ظل الركود الاقتصادي العالمي الحاصل نتيجة الأزمة المالية، كان من الطبيعي أن يقل الطلب بشكل عام، ومن ثم انخفضت الصادرات العربية، لا سيما أن الجزء الأكبر من الصادرات العربية يتجه

¹ لتفاصيل أكثر، راجع: البنك المركزي المصري، *التطورات الاقتصادية والنقدية الدولية*، العدد الأول، (ص:73) والعدد الثاني (ص:68)، مرجع سبق ذكره.

² جاء هذا الإرتفاع كنتيجة أساسية لتضاعف إحتياطيات كل من سويسرا بمعدل 12%، كندا بمعدل 2.1%، اليابان 1.6%، ألمانيا 1.9%.

³ لتفاصيل أكثر حول أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على أسعار النفط، راجع:

- إبراهيم شريف السيد وآخرون، *الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية: حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية*، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، نوفمبر 2009، بيروت، لبنان، ص: 106-118.

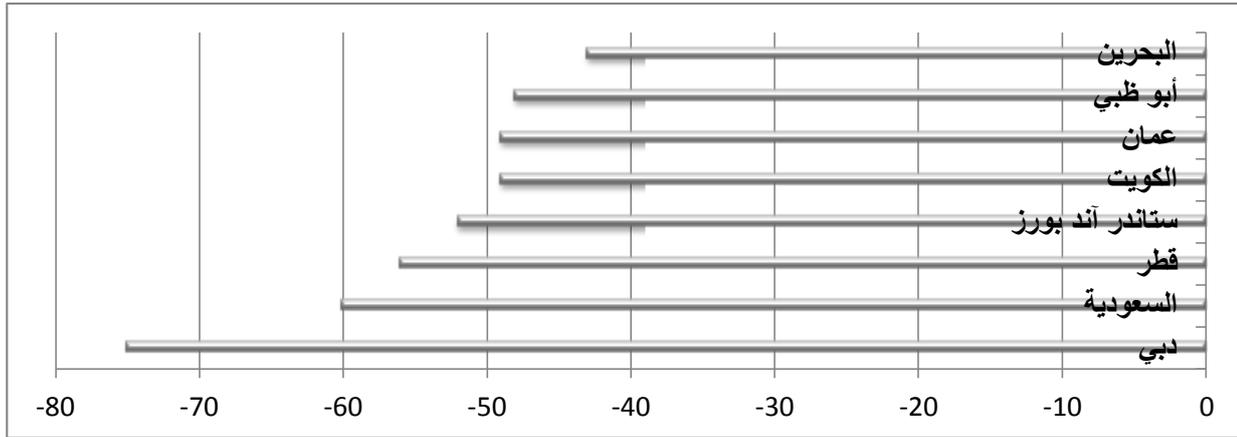
- Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), *Annual Report*, 2009, Vienna, p: 18-20

نحو الولايات المتحدة والدول الأوروبية وهي الدول التي تأثرت أكثر من غيرها بالأزمة المالية العالمية. وتدل البيانات الإحصائية على أن الصادرات العربية الإجمالية قد بلغت عام 2008 حوالي 800 مليار دولار أي ما يمثل حوالي 6% من إجمالي الصادرات العالمية، وقد بلغت الصادرات العربية من البترول في نفس العام حوالي 608 مليار دولار أي ما يمثل حوالي 76% من إجمالي الصادرات العربية.

ت- بالنسبة لأسواق الأوراق المالية: الواقع أن أسواق الأوراق المالية العربية هي القطاع الأكثر تأثراً بالأزمة المالية العالمية. ولعل ذلك يرجع إلى تأثر جميع أسواق الأوراق المالية في العالم ونحن نعلم مدى التشابك والترابط بين تلك الأسواق في مختلف دول العالم ولا سيما في ظل ما يعرف بإسم "شهادات الإيداع الدولية". هذا علاوة على بيع الأجانب معظم ما لديهم من أسهم وسندات في أسواق الأوراق المالية العربية نظراً لحاجتهم الشديدة للسيولة على أثر الأزمة المالية العالمية، وقد أدى ذلك إلى تغيرات سلبية في أسعار الأسهم أثرت سلباً على أداء تلك الأسواق¹، وخسرت نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال سنة 2008². ويوضح الشكل رقم (01-03) التالي التأثير المتفاوت لأسواق الأوراق المالية العربية جراء الأزمة المالية العالمية 2008.

شكل رقم (01-03):

نسبة التغير في مؤشرات أسواق الأسهم (من 2008/01/01 إلى 2009/03/03)



Source : Fonds monétaire international, **Perspectives économiques régionales**, Département Moyen-Orient et Asie centrale, Octobre 2009, p :20. sur le site suivant :

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2009/MCD/eng/mreo1009.htm> consulté le 23/03/2010.

¹ للمزيد من صور آثار الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق رأس المال، راجع:

- عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص والتنمية: تقييم واستشراف"، 2009/03/25-23، بيروت، الجمهورية اللبنانية، ص: 06-09.

- حسين حسين شحاته، كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية، سلسلة بحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، ص: 03-04، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.darelmashora.com>

² صندوق النقد العربي، **التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية**، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، 2009، ص: 130.

ث- القطاع العقاري: قبل وقوع الأزمة المالية العالمية، شهدت الدول العربية ارتفاعات متتالية وغير عادية في أسعار العقارات، وذلك منذ عام 2003 حتى بداية الربع الأخير من عام 2008. ومنذ ذلك الوقت بدأت أسعار العقارات في الدول العربية تتجه نحو الإنخفاض وبمعدلات كبيرة وبصفة خاصة في دبي حيث أن النسبة الكبرى لمبيعات العقارات في هذه الإمارة كانت للأجانب، وهؤلاء توقفوا عن الشراء بسبب نقص السيولة بل ولجأ الكثيرون منهم إلى بيع عقاراتهم، وتوقف كثير من الآخرين عن سداد الأقساط¹.

3-1- تدابير معالجة الأزمة المالية العالمية وتخفيض تداعياتها: نلخص أهمها في النقاط الثلاثة التالية:

1-3-1- تخفيضات متتالية لمعدلات الفائدة على الإقراض: وذلك قصد تنشيط حركة الإئتمان والحد من علامات الإقتصاد المتباطئ ومنع حدوث كساد². والجدول رقم (01-05) التالي يوضح تخفيض أسعار الفائدة في عينة من الدول.

جدول رقم (01-05):

تخفيض معدلات الفائدة ببعض الدول خلال الفترة (سبتمبر-ديسمبر 2008)

الدولة	سعر الفائدة (01 سبتمبر)	سعر الفائدة (04 ديسمبر)	نسبة التخفيض
الولايات المتحدة الأمريكية	%2.5	%1	%60
دول منطقة اليورو	%4.5	%2.5	%44.44
اليابان	%0.5	%0.3	%40
بريطانيا	%5	%2	%60
الصين	%7.47	%5.58	%25.30
كوريا الجنوبية	%5.25	%4	%23.80
سويسرا	%2.75	%1	%63.63
السويد	%4.5	%2	%55.56
نيوزيلاندا	%8.25	%5	%39.39
أستراليا	%7.25	%4.25	%41.38

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

¹ علي لطفي، الأزمة المالية العالمية: الأسباب - التداعيات - المواجهة، مؤتمر "تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية"، خلال الفترة 4-5 أبريل 2009، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، ص: 18-19.

² لتفاصيل أكثر، راجع:

- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، أيام 20-21/10/2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 07-08.

- إدارة البحوث والدراسات الإقتصادية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الإقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية، 11 شوال 1429هـ الموافق لـ 10 أكتوبر 2008، ص: 07-08.

1-3-2- ضخ السيولة النقدية في الأسواق المالية (خطط الإنقاذ المالي): توسعت كبرى الدول في العالم -وفي مقدمتهم الولايات المتحدة الأمريكية- في ضخ كميات كبيرة من السيولة النقدية في الأسواق المالية وصلت على مستوى العالم إلى حوالي 5430 مليار دولار حتى مارس 2009، قصد دفع البنوك إلى إقراض بعضها، وطمأننة المدوعين على أموالهم لدى هذه البنوك. وتمّ ضخ هذه الأموال في الأسواق عن طريق قنوات البنوك المركزية والميزانيات العامة، سبقها تبنيّ خطط إنقاذ مالي وحفز إقتصادي تستهدف مواجهة الأزمة المالية العالمية، وإعادة الثقة والإستقرار في الأسواق (تدخل مباشر للدول في الإقتصاد). يوضح الجدول رقم (01-06) أهم خطط الإنقاذ المالي والإجراءات المصاحبة لها، وكذا الهدف منها، حسب الجهة المشرفة عليها.

جدول رقم (01-06):

خطط الإنقاذ المالي المباشرة الأمريكية والعالمية

الفترة الخطة	الجهة المشرفة	الحجم المالي لخطط الإنقاذ والإجراءات المصاحبة	التخصيص (الهدف)
أكتوبر - ديسمبر 2008	الولايات المتحدة الأمريكية	700 مليار دولار - تقديم مساعدات للعائلات للتقليل من إرتفاع حالات عدم القدرة على التسديد. - اعتماد سياسة نقدية مرنة بضخ السيولة والتأثير على معدل الفائدة. - التدخل من قبل الإحتياطي الفدرالي للقيام بدور مقرض الملاذ الأخير، ومن الخزانة الأمريكية للقيام بدور المشتري الأخير. - تخفيض الضرائب على الشركات والطبقات المتوسطة، وضمان الدولة لودائع زبائن البنوك.	- دعم الأسواق والمؤسسات المالية المتعثرة.
	الإتحاد الأوروبي	2.7 تريليون دولار	- إنقاذ البنوك على مستوى دول الإتحاد الأوروبي.
	بريطانيا	400 مليار إسترليني	- إنقاذ الجهاز المصرفي.
	اليابان	5 تريليون ين (زيادة في الإنفاق الحكومي)	- حفز النمو الإقتصادي.
جانفي - مارس 2009	الولايات المتحدة الأمريكية	787 مليار دولار. - تخفيضات ضريبية مؤقتة. - زيادة الإنفاق الحكومي.	- حفز النمو الإقتصادي. - زيادة إنفاق كل من القطاع العائلي وقطاع الأعمال. - دعم حكومات الولايات ومشروعات البنية التحتية. - البحث العلمي. - الحد من تسريح العاملين وزيادة المعونات للمحتاجين.

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مصادر المعلومات التالية:

- يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، كلية العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، ص: 9-14.
- قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص: 15-16.

- البنك المركزي المصري، التطورات الاقتصادية والنقدية الدولية، العدد الأول (ص: 71) والعدد الثاني (ص: 67)، مرجع سبق ذكره.

يَتَّضح لنا من الجدول أعلاه الحجم المالي الضخم جدا لخطط الإنقاذ المالية في الولايات المتحدة الأمريكية أو دول الإتحاد الأوروبي، ناهيك عن دولتي الصين واليابان، خاصة في الدول التي اعتمدت أكثر من خطة إنقاذ واحدة في أقل من ستة أشهر. فالولايات المتحدة الأمريكية التي أعلنت عن أول خطة إنقاذ لمواجهة تداعيات الأزمة في أكتوبر 2008 بتكلفة 700 مليار دولار، لم تلبث إلا أشهراً ليوافق الكونغرس الأمريكي في بداية الربع الأول من سنة 2009 عن أكبر خطة لحفز النمو في تاريخ الولايات المتحدة بتكلفة 787 مليار دولار، وبما يمثل 2.5% من الناتج المحلي الإجمالي لعامين متتاليين.

والملفت للإنتباه من خلال الجدول كذلك، هو أن معظم خطط الإنقاذ كانت تهدف إلى حفز النمو الإقتصادي، الأمر الذي يعكس قوة الصدمة للأزمة المالية على القطاع الحقيقي، وبالتالي على تراجع النمو الإقتصادي في أهم وأقوى إقتصاديات العالم.

1-3-3- التنسيق المشترك: لقد بدأت مواجهة الأزمة المالية بتحركات أحادية للدول الصناعية تفتقر إلى التنسيق المشترك فيما بينها، ثم تطور الأمر إلى إدراك أهمية التنسيق المشترك بين هذه الدول في مواجهة الأزمة المالية . في هذا السياق انعقدت عدة إجتماعات و لعل أبرزها قمة مجموعة العشرين للدول الصناعية و الناشئة المنعقد في 15 نوفمبر 2008 بواشنطن¹. ونص البيان الختامي لهذه القمة خطة عمل من محورين هما:

- التعاون الدولي في ضبط النظام المالي الدولي، و إصلاح المؤسسات المالية العالمية لمساعدة الدول الفقيرة.
- إعداد خطة لدعم الشفافية و استعادة الثقة في الأسواق، فضلا عن تحسين ضوابط العمل بها، مع العمل على مراجعة قواعد المحاسبة الدولية، وتحسين أداء سبل تقويم الشركات لأصولها، مع التأكيد على مبادئ إقتصاد السوق و التجارة الحرة و نظم الإستثمار.
- وقد اتخذت القمة عدة قرارات هي²:
- إقراض صندوق النقد الدولي نحو 100 مليار دولار لمساعدة الدول الأكثر تضرراً من الأزمة المالية.
- الدعوة لتشديد الرقابة على قطاعات الإئتمان.
- إنشاء هيئة لمراقبة أكبر ثلاثين مصرفاً في العالم تحت مسمى "هيئة المراقبين".
- مراجعة نظام التصويت داخل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لإفساح المجال أمام أكبر الإقتصاديات الناشئة.

¹ لمزيد من التفاصيل حول أهداف قمة مجموعة العشرين (G.20) ونتائجها وقضايا أخرى، أنظر: د.عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 349-361.

² صلاح الدين حسن السيسى، الأزمات المالية والإقتصادية العالمية، مطبعة أبناء وهبة محمد حسان، القاهرة، 2008، ص: 14.

2- أزمة الديون السيادية الأوروبية 2010:

2-1- مفهوم أزمة الديون السيادية وباديتها في أوروبا: تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الإقتراض. ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية، وأن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الأجنبي والذي يسمح لها بذلك، حرصاً منها على ثقتها لدى المستثمرين الأجانب، وكذلك على تصنيفها الائتماني في سوق الإقتراض. وفي حال عجز الحكومة عن الوفاء بمديونيتها تجاه الديون السيادية، تنشأ هنا أزمة مالية خطيرة وهي أزمة الديون السيادية، كما هو الحال في أزمة الديون السيادية الأوروبية، التي جذبت الإنتباه في شتى أنحاء العالم، والتي أثارت قلقاً كبيراً من تداعياتها على الإقتصاد العالمي. ومنه يقصد بأزمة الديون السيادية فشل الحكومة في أن تقوم بخدمة ديونها المقومة بالعملة الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الإلتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي¹.

وقد بدأت تلك الأزمة في نهاية سنة 2009 وبداية سنة 2010، حينما تراكم الدين الحكومي في ثلاث بلدان من منطقة اليورو، هي اليونان وإيرلندا والبرتغال، والتي ما لبثت أن امتدت إلى عدة دول أوروبية أخرى، وأصبحت خطراً يهدد بالانتشار في أكبر اقتصاديات منطقة اليورو.

2-2- تطور أزمة الديون السيادية: تعد اليونان أول دولة تسببت في نشوء أزمة الديون في منطقة اليورو، فقد نما الطلب المحلي في الفترة (2002-2007) بمقدار 4.2% مقارنة بنسبة نمو 1.8% في منطقة اليورو بأكملها، ويرجع سبب ذلك إلى لجوء اليونان إلى الإقتراض من الخارج لتمويل مشروعاتها التنموية، دون أن تتخذ التدابير اللازمة لضمان كفاية هيكل تدفقاتها النقدية للوفاء بتلك القروض. الأمر الذي أدى إلى حدوث عجز في حسابها الجاري، وصل إلى 14.4% سنة 2008. كما بلغت نسبة العجز في الميزانية الحكومية ونسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان سنة 2010 إلى 13.6% و 133% على التوالي، وارتفعت نسب الفائدة على الديون المستحقة، وارتفع العجز الائتماني للديون الحكومية².

¹ محمد إبراهيم السقا، ما هي الديون السيادية، مقال منشور بتاريخ 2010/05/13 على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://alphabet.argaam.com/article/detail/14786> consulté le 25/07/2013.

² لتفاصيل أكثر، أنظر:

- مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي السنوي: الإقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، العدد 19 لسنة 2011، الغرفة التجارية والصناعية بالرياض، المملكة العربية السعودية، جانفي 2012، ص: 17-18.

- الإدارة العامة للبحوث والدراسات الإقتصادية، تقرير عن: مريات مجلس الغرف السعودي حول آثار أزمة الديون السيادية في اليونان ومنطقة اليورو على الإقتصاد السعودي وعلى اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مجلس الغرف السعودي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 09 ربيع الثاني 1431هـ/23 ماي 2010، ص: 04-09.

وبعد اليونان، انتقلت عدوى أزمة الديون إلى دول أوروبية أخرى¹، وتعد أيرلندا ثاني أكبر الدول التي تسببت في نشوء أزمة الديون السيادية، حيث تراجع الطلب المحلي العام فيها بنسبة 16%، وانخفضت حركة الإستثمارات بنسبة 40%، وانخفضت أسعار المساكن بنسبة 40% بحلول سنة 2010، كما انخفضت الأسهم المالية إلى أكثر من 70%، وقدرت خسارة البنوك بحوالي 35 مليار يورو، وبنسبة 20% من الناتج المحلي الإجمالي. ثم لحقت عدوى الأزمة بإيطاليا والتي وصل حجم الدين بها إلى 2.2 تريليون دولار في سنة 2011، مشكلاً ما نسبته 120% من الناتج المحلي الإجمالي. ثم توسعت دائرة الأزمة لتشمل إسبانيا والبرتغال، وأصبحت تهدد أكبر إقتصاديات المنطقة فرنسا وألمانيا.

2-3-3- أسباب أزمة الديون السيادية: نتجت أزمة الديون السيادية عن جملة من العوامل أبرزها ما يلي²:

2-3-3-1- رفع مستويات الدين العام: يعود سبب ارتفاع مستويات الديون للدول الأوروبية إلى الإنفاق الحكومي المفرط والذي كان نتيجة لحزم الإنقاذ الكبيرة التي قدمت إلى القطاع المالي خلال الأزمة المالية التي حصلت سنة 2008، والتباطؤ الإقتصادي العالمي الذي تلاها. فبين عامي 2007 و 2011، اتسع عجز الميزانية بنسبة 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 4.2%، وارتفع الدين العام الإجمالي بأكثر من 22% ليصل إلى 88.6% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2011.³

2-3-3-2- تفاقم الإختلالات في التجارة: فبين سنوات 1999 و 2007، شهدت ألمانيا ديناً عاماً وعجزاً مالياً كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أفضل من بقية أعضاء منطقة اليورو الأكثر تضرراً. وفي الفترة نفسها، كانت دول مثل البرتغال وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا، تشهد ميزان مدفوعات أسوأ بكثير. وفي حين أن الفائض التجاري الألماني ارتفع كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي بعد سنة 1999، تفاقم العجز في كل من إيطاليا وفرنسا وإسبانيا.

2-3-3-3- عدم مرونة السياسة النقدية: بما أن العضوية في منطقة اليورو تفرض سياسة نقدية موحدة، لم يعد باستطاعة الدول الأعضاء أن تعمل بشكل مستقل. ويؤدي هذا الوضع إلى مخاطر أكبر للتخلف عن السداد من تلك التي تواجهها الإقتصاديات الأخرى التي ليست في منطقة اليورو كبريطانيا.

¹ بخصوص تفاصيل ثرية حول عدوى أزمة الديون السيادية، أنظر:

- مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي السنوي: الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، مرجع سبق ذكره، ص: 19-22.
- Vitor Constançio, *Contagion et crise de la dette européenne*, Revue de la stabilité financière, N° 16, Banque de France, Avril 2012, p: 122-132.

² إدارة الدراسات والبحوث، نشوء وتطور أزمة الديون الأوروبية، إتحاد المصارف العربية، جوان 2012، لبنان.

³ Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives, *L'impact de la dette souveraine en Europe sur l'économie tunisienne*, Ministère du développement régional et de la Planification, République Tunisienne, Octobre 2011, p: 11.

2-3-4- فقدان الثقة: مع تطوّر الأزمة، أصبح من الواضح أن سندات اليونان وبلدان أخرى، قد واجهت خطراً كبيراً، وأصبح لدى المستثمرين شكوكاً حول إمكانية واضعي السياسات لاحتواء الأزمة بسرعة.

2-4- تداعيات أزمة الديون السيادية: يمكن فيما يلي إبراز أهم التداعيات للأزمة:

- زيادة الإضطرابات في أسواق النقد العالمية وزيادة تراجع اليورو أمام الدولار¹ والعملات العالمية الأخرى، مما حمل -وسيجمل- مخاطر على التجارة العالمية وعلى الإحتياجات السيادية لدول العالم من اليورو.

جدول رقم (01-07):

تطور سعر صرف اليورو مقابل العملات العالمية (2009-2011)

	2009	2010	2011
EUR/USD	1.39	1.33	1.40
EUR/GBP	0.89	0.86	0.87
EUR/CHF	1.51	1.38	1.24
EUR/SEK	10.66	9.55	9.03
EUR/NOK	8.76	8.02	7.79

Source: Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives, L'impact de la dette souveraine en Europe sur l'économie tunisienne, op.cit, p: 10.

- تراجع حجم التجارة العالمية وانخفاض التمويل المتاح لها مما أثر على الصادرات العالمية وعلى معدلات النمو الإقتصادي.
- زيادة صعوبة حصول الحكومات والقطاع الخاص على التمويل من الأسواق الدولية والأسواق المحلية، وارتفاع أسعار الفائدة وزيادة تحفظ المصارف في تقديم هذا التمويل لجميع الأنشطة الإقتصادية².
- إنتشار سياسات التقشف الإقتصادي وبخاصة في الدول التي لديها معدلات ديون مرتفعة، وهو ما يعني تراجع الإنفاق العام، وتراجع حجم النشاط الإقتصادي العالمي وحجم الطلب على السلع والخدمات.
- تخفيض التصنيف الإئتماني لبعض الدول الأوروبية، وهو مؤشر خطير، سوف يحد من فرص هذه الدول في جذب الإستثمارات الضرورية إليها، ومن ثم سيحد من قدرتها على الحصول على القروض المختلفة، كما سيؤثر على سعر الفائدة لديونها الإئتمانية. ويوضح الجدول رقم (01-08) التالي تخفيض التصنيفات الإئتمانية لعدد من الدول الأوروبية (بما فيهم أمريكا) من قبل أشهر وكالات التصنيف الإئتماني وذلك بعد معاناتها من تراكم مديونيتها:

¹ الإدارة العامة للبحوث والدراسات الإقتصادية، تقرير عن: مرييات مجلس الغرف السعودي حول آثار أزمة الديون السيادية في اليونان ومنطقة اليورو على الإقتصاد السعودي وعلى اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

² نفس المرجع السابق، ص: 10.

جدول رقم (01-08):

تخفيض وكالات التصنيف العالمية للسندات السيادية لأمريكا ولعدد من الدول الأوروبية.

تاريخ التخفيض	درجة التصنيف بعد التخفيض			درجة التصنيف قبل التخفيض			الدولة
	Fitch	Moody's	P&S	Fitch	Moody's	P&S	
*2011/05/08	--	--	AA+	--	--	AAA	أمريكا
*2012/01/13	--	--	AA+	--	--	AAA	فرنسا
*2012/01/13	--	--	AA+	--	--	AAA	النمسا
*2012/01/13 **2012/02/13	--	Ba3	B+	--	Ba2	BB	البرتغال
*2012/01/13 **2012/02/13	--	A2	A	--	A1	A+	سلوفاكيا
*2012/01/13 **2012/02/13	--	A3	A-	--	A2	A	مالطا
*2012/01/13 **2012/02/13 ***2012/01/27	A-	A3	BBB+	A+	A2	A	إيطاليا
*2012/01/13 **2012/02/13 ***2012/01/27	A	A3	A-	AA	A1	A+	إسبانيا
*2012/01/13 **2012/02/13 ***2012/01/27	A	A2	A	AA	A1	A+	سلوفينيا
*2012/01/13 **2012/02/13 ***2012/01/27	BBB-	Ba1	BB	BBB	Baa3	BBB-	قبرص
***2012/01/27	AA	--	--	AA+	--	--	بلجيكا

* تاريخ صدور تخفيض وكالة ستاندر آند بورز. ** تاريخ صدور تخفيض وكالة موديز. *** تاريخ صدور تخفيض وكالة فيتش.

المصدر: من إعداد الباحث، بالإعتماد على:

- فرانس 24، وكالة موديز تخفض التصنيف الائتماني لست دول أوروبية، مقال منشور بتاريخ 2012/02/15 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.france24.com/ar/20120214--slovenia-spain-italia-portugal-moodys-aaa-rank-low-malta-slovakia> consulté le: 22/04/2012.
- محمد العوفي، وكالة فيتش تخفض تصنيف خمس دول أوروبية، صحيفة "إيلاف" الإلكترونية، لندن، مقال منشور بتاريخ 2012/01/27 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.elaph.com/Web/Economics/2012/1/712477.html> consulté le: 22/04/2012.
- المواقع الإلكترونية لشركات التصنيف الائتماني العالمية الثلاثة.

- انخفاض حركة الواردات إلى دول منطقة اليورو، نتيجة تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي، مما يشكل خطراً بالغاً على الدول المصدرة، حيث ستواجه ضعفاً في معدلات الطلب على منتجاتها، وقد تمتد هذه التأثيرات إلى المنتجين الصناعيين، ومن ثم قد تترك تأثيرات سلبية على البنوك المقرضة لهم.

- تراجع قدرة الدول الأوروبية في جذب الإستثمارات وممارسة الأعمال، حيث يوضح الجدول رقم (01-09) - الموالى تراجع مراتب غالبية دول الإتحاد الأوربي التي تفاقمت بها الأزمة حسب سهولة ممارسة أنشطة الأعمال وبخاصة في سنة 2011:

جدول رقم (01-09):

ترتيب بعض الدول الأوروبية وفق تقرير ممارسة أنشطة الأعمال

الترتيب على أساس سهولة ممارسة أنشطة الأعمال			الدولة
2012	2011	2010	
10	09	08	إيرلندا
28	27	22	بلجيكا
31	30	29	هولندا
32	32	31	النمسا
40	49	35	قبرص
48	43	40	سلوفاكيا
44	49	48	اسبانيا
87	80	76	إيطاليا
100	109	97	اليونان

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

- البنك الدولي ومجموعة التمويل الدولية، ممارسة أنشطة الأعمال في عالم أكثر شفافية، واشنطن، و.م.أ، 2012، ص: 06.
- البنك الدولي ومجموعة التمويل الدولية، تقرير ممارسة أنشطة الأعمال من أجل مساندة أصحاب الأعمال، واشنطن، و.م.أ، 2011، ص: 04.

2-5- إجراءات الإتحاد الأوروبي لمواجهة الأزمة: عمدت دول الإتحاد الأوروبي إلى علاج أزمة الديون، حيث أقرت اتفاقاً مالياً يضمن تشديد ضبط الميزانيات ووضع حد للدين العام لدول الإتحاد، وفرض عقوبات تلقائية بحق الدول المخالفة، والبدء في إنشاء اتحاد مالي، رغم رفض بريطانيا والجر والدنمارك لهذا الاتفاق. كذلك تم إنشاء صندوق إنقاذ بقيمة 440 مليار يورو استفادت منه إيرلندا بمبلغ 85 مليار يورو في سنة 2010، واليونان بمبلغ 110 مليارات يورو في سنة 2010 و160 مليار يورو في سنة 2011، والبرتغال بمبلغ 87 مليار يورو في سنة 2011¹. فضلاً عن التقشف في الميزانيات من خلال خفض النفقات والرواتب وزيادة الضرائب وقد لقيت الإجراءات رفضاً شعبياً واحتجاجات واسعة.

¹ صندوق التقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص: 04.

المطلب الثاني: تداعيات أزمات أسواق الدول الناشئة غير العربية

تبرز في الطليعة ضمن هذه الأزمات كل من أزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الأرجنتين 2001، نعرض أهم تداعياتها فيما يلي ولكن بعد الكشف عن أبرز أسبابها.

1- أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997:

1-1- أسباب الأزمة: شكل النموذج التنموي الآسيوي مثالا نال إعجاب الكثير من الإقتصاديين، وهو ما شجعهم على الإستثمار فيها، وقد عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل سنة 1997 كأزمة اندونيسيا سنة 1978، وكوريا سنة 1980...، إلا أن أزمة 1997¹ كانت من أخطرها، وتعود أسبابها إلى تجاهل حكومات دول اندونيسيا، تايلاند، كوريا، ماليزيا للمشاكل المالية التي تتفاقم نتيجة ثقتهم في الأداء الاقتصادي المتميز مما سبب لها أزمة سعر صرف حقيقية سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدنت الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى 200% من السعر السابق، مما دفع بالمستثمرين للتخلص من الأوراق المالية التي لديهم والاستفادة من سعر الفائدة، وبلغت نسبة انخفاض أسعار الأسهم ما بين 25% و50% من أسعار السائدة في السوق، وقد بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية عندما قام ستة من كبار تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض العملة الوطنية "البات" وذلك بعرض كمية كبيرة منها للبيع، مما أضعف من قدرة الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل الاحتياطي خاصة بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا بإختيار عملتها بنسبة 17.8% في 15/09/1997 مقارنة بسنة 1996. أما تايوان، رغم محافظتها على مستوى عملتها، إلا أنه انخفض مؤشر سوق المال فيها بنحو 20%، وكذلك الأمر لهونج كونج التي امتدت الأزمة إليها مما دفع بالحكومة إلى رفع سعر الفائدة إلى 200% فحدث تحول ضخم للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات، وأثر بدوره سلبا على أسواق الدول المتقدمة كبورصة نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت، وطوكيو.

¹ لتفاصيل أكثر حول الأزمة المالية لجنوب شرق آسيا 1997-1998، يمكن الرجوع إلى:

David Burton, Wanda Tseng, et Kenneth Kang, *Un souffle de changement en Asie, Finances et développement*, Volume 43, Numéro 2, Juin 2006, p : 09-11.

- وتتلخص أهم الأسباب الرئيسية لأزمة دول جنوب شرق آسيا ضمن النقاط التالية¹:
- الهيكل الخاطيء لإنفاق القطاع الخاص ولقراراته الإستثمارية.
 - نشأ أصل الأزمة في العجزات الأساسية بالحساب الجاري، في دول مثل تايلاند.
 - إرتفاع معدّل سعر الصرف فوق القيمة الحقيقية للعملة المحلية، والأكثر أهمية أن الضعف في دول الأزمة نتج عن التفاعل الضعيف للمؤسسات المالية المحلية مع التدفقات الكبيرة لرأس المال.
 - ظهور مشكلات هيكلية واقتصادية كلية، حيث كان من الممكن تجنّب الرعب المالي بعقلانية لو تمّ تسيير البنوك نحو اقتصادات قابلة للنمو والتطبيق.
 - ارتفاع الديون الخارجية قصيرة الأجل بنسب عالية في تلك الدول نسبة إلى الناتج المحلي، وهذا أدّى إلى اقتناع الممول الأجنبي بعدم سماع شكواها، فليس هناك احتياطات كافية لتغطية الإلتزامات على هذه الدول.
 - التدخل الخفي للحكومة في القطاع الخاص.
 - غياب الشفافية في قطاع الشركات والمالية الحكومية.

1-2- تداعيات الأزمة المالية الآسيوية: يمكن تلخيص أبرز تداعيات الأزمة فيما يلي²:

- إختيار الأسعار في البورصات، حيث تراجعت الأسعار خلال الأشهر الستة ما بين جويلية وديسمبر 1997 بنسبة 49% في كوريا الجنوبية، وبنسبة 48.6% في إندونيسيا، وبنسبة 41% في تايلند، وبنسبة 32.7% في الفلبين، واستمر ذلك الإنخفاض حتى سبتمبر 1998. وأدى ذلك الإنخفاض في البورصات إلى حدوث تحول مفاجئ في سلوك المستثمرين نتيجة لفقدان الثقة في الإقتصاد، وشهدت البلدان الخمسة الأكثر تضرراً من الأزمة (وهي كوريا الجنوبية، إندونيسيا، ماليزيا، تايلاند والفلبين) تدفقاً سالباً لرأس المال بقيمة 109 مليار دولار خلال سنة واحدة.

¹ راضي العتوم، حازم رحاحلة، التنبؤ بالأزمات الإقتصادية: حالة الأردن، جائزة بحثية مقدمة إلى المجلس الأعلى للعلوم والتكنولوجيا، الأردن، أكتوبر 2002، ص: 10.

² لتفاصيل أكثر حول هذه التداعيات، راجع:

- أنور هاقان قوناش، أزمة شرق آسيا: عبء لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، 2001، ص: 96-100.

- ريتشارد روبيسون، أزمة جنوب شرق آسيا الأسباب والنتائج، الطبعة الأولى، إصدار مركز الإمارات، 1999، ص: 39.

- محمد نايف فارس غراية، تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها -دراسة مقارنة، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2010، ص: 67-68.

- إنخفاض قيمة عملات دول الأزمة، مما ألقى بآثار سيئة على إقتصادياتها بشكل عام وعلى التعامل في البورصات بالأخص، حيث سجل سعر الصرف للبات التايلندي بالنسبة للدولار الأمريكي تراجعاً بلغ 30%، والبيزو الفلبيني 11%، والرنجيت الماليزي 9%.
- رفع سعر الفائدة على العملة المحلية كإجراء لحماية عملتها، حيث ارتفعت الفائدة على سبيل المثال في الفلبين من 15% إلى 25%، ووصل في تايلاند إلى ما يزيد عن 30%.
- تقلص حجم الإحتياطي النقدي الأجنبي نظراً لقيام دول الأزمة بسحب جزء من هذا الإحتياطي وشراء عملتها المحلية لمحاولة الحفاظ على قيمتها، حيث استخدمت تايلاند 23.4 مليار دولار من أصل الإحتياطي البالغ لديها 30 مليار دولار، ووضعت الفلبين أكثر من ستة مليارات دولار قبل أن تتركها عائمة.
- غلق الكثير من البنوك، ففي إندونيسيا أُغلق 16 بنكاً، وفي تايلاند أُغلق حوالي 30 بنكاً.
- تحول النمو المرتفع الذي سجلته كل من تايلاند وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا إلى كساد شديد استمر حتى سنة 1998، بل وتحول إلى نمو سالب في البلدان المتضررة بلغ -13.7% في إندونيسيا، و-8% في تايلاند، و-6.8% في ماليزيا، و-5.5% في كوريا الجنوبية و-0.5% في الفلبين.
- تراجع قيمة الواردات بنسبة 17%، وبلغت هذه النسبة 31% لدى البلدان الخمسة الأكثر تضرراً بالأزمة. وعلى صعيد الصادرات، لم تنجح سوى الفلبين في تسجيل ارتفاع كبير بلغ نسبة 16.9%.

2- أزمة الأرجنتين 2001:

2-1- آلية حدوث الأزمة وأسبابها: رأت الحكومة الأرجنتينية منذ بداية التسعينات من القرن العشرين أن الحل الأمثل لمواجهة الإرتفاع الرهيب للأسعار واستعادة مصداقية العملة هو ربط البيزو بالدولار الأمريكي على أساس واحد بيزو يساوي واحد دولار¹، أو ما يسمى بنظام "مجلس العملة"^{*}. ووضع هذا النظام الإقتصادي الأرجنتيني تحت تبعية تدفقات رأس المال الأجنبي، كما أنه وفي الوقت نفسه، قضى على مرونة السياسة النقدية².

ويعتبر المحللون أن ربط البيزو بالدولار هو ما جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر كلفة من صادرات دول الجوار. إضافة إلى فرض أعباء ضريبية وجمركية على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية، مما أدى إلى

¹ أسماء دردور، نسرین بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية"، 20-21/10/2009، جامعة فرحات عباس بسطيف، ص: 07-08.

^{*} مجلس العملة: هو إطار قانوني يضمن أن العملة المحلية مدعومة دائماً بالإحتياطي من الدولار أو أية عملة قوية أخرى، مما يجعل في الواقع كلا العملتين بديلتين لبعضهما البعض. وهذا يمنع الحكومة من طبع النقود لتمويل العمليات الحكومية. وهذه الخطة تلجأ إليها الدول التي تريد الحفاظ على عملتها من باب الكبرياء ولكنها بالفعل تُخضع نفسها للسياسات النقدية في بلد آخر.

² Daniel Cohen et Richard Portes, **Crise de la dette : prévention et résolution**, La Documentation française, Paris 2003, p: 116.

ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الإستهلاكية المستوردة لتغطية احتياجات السوق المحلي، وبالطبع أدى ذلك إلى حالة من الركود الحاد¹.

وبدأت الأزمة المالية في الأرجنتين² بتفاقم عجز الموازنة العامة للدولة حتى تخطت 2.5% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1999، هو العجز الذي يرجع سببه إلى انتشار الفساد الحكومي.

وقد عمدت الأرجنتين لمواجهة العجز في الموازنة إلى الإستدانة من الخارج بمعدلات فائدة مرتفعة للغاية معمقة من حالة الركود الإقتصادي الذي استمر فيها لثلاث سنوات حيث بلغ معدل تراجع الناتج المحلي الإجمالي الأرجنتيني نحو 3.4%، 0.8%، 4.2%، خلال السنوات 1999، 2000، 2001 على التوالي. ثم تفاقمت المديونية الخارجية للأرجنتين حتى بلغت 146.2 مليار دولار سنة 2000، بما يوازي 56% من الناتج القومي الإجمالي للأرجنتين في العام نفسه، لتستهلك خدمة هذه الديون وحدها نحو 75.7% من إجمالي حصيللة الصادرات الأرجنتينية من السلع والخدمات، مما جعل الأرجنتين مضطرة للإستدانة مجدداً لتمويل وارداتها من السلع والخدمات، وهو ما دفعها بشكل سريع إلى هاوية المديونية.

ونجحت الإستدانة عن عجز ميزان الحساب الجاري والذي بلغ نحو 3.1%، 2.1% من الناتج المحلي الإجمالي للأرجنتين في سنتي 2000، 2001 على التوالي. ونتج عن ارتفاع الفائدة المتكرر ارتفاع موازي في معدل البطالة الذي بلغ 3.18% من قوة العمل الأرجنتينية سنة 2001. وكانت نتيجة كل ذلك هي تراكم ضغوط هائلة على الإقتصاد الأرجنتيني، الذي وصل إلى نقطة العجز عن الوفاء.

وكانت النتيجة الأولى للأزمة الأرجنتينية هي تعرض العملة المحلية المستقرة منذ سنة 1993، وحتى انفجار الأزمة في ديسمبر 2001، لضغوط هائلة، وطلب صندوق النقد الدولي من الأرجنتين أن تقوم بتخفيض قيمة عملتها لتحسين القدرة التنافسية لصادراتها من السلع والخدمات ولتقليص الواردات. وقد أدى ذلك إلى انهيار نظام سعر الصرف المثبت³ وارتداد رؤوس الأموال الأجنبية لدول أمريكا اللاتينية، حيث انخفضت من 5.6% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الربع الثاني من سنة 1998 إلى 1.6% خلال الربع الثاني من سنة 2001.

¹ أسماء دردور، نسرین بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مرجع سبق ذكره من ص: 08.

² لتفاصيل أكثر حول تسلسل أحداث الأزمة المالية في الأرجنتين ابتداءً من سنة 1999، راجع:

Jim Saxton (R-NJ), Vice Chairman, **Argentina's Economic Crisis: Cause and cures, a Joint Economic Committee Study**, United States Congress, Washington, June 2003, p: 08-17.

³ سارة سيلفر، أزمت أسعار صرف العملات الأجنبية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني التالي:

http://policydialogue.org/files/publications/Foreign_Exchange_Crisis_arabic.pdf consulté le 25/07/2013.

- 2-2- تداعيات وآثار أزمة الأرجنتين:** بدت ملامح تداعيات الأزمة المالية في الأرجنتين منذ بداية شهر جويلية 2001، وتمثل هذه الملامح فيما يلي¹:
- انخفاض الودائع في البنوك التجارية بمقدار 6.1 مليار دولار، ونسبة قدرها 7.1% وذلك خلال شهر أوت 2001 .
 - الإنخفاض المستمر في الإحتياطيات الدولية من الدولار الأمريكي منذ شهر جويلية 2001.
 - إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي بصفة متتالية وذلك منذ الربع الثالث من سنة 2000، وقد بلغ معدل الإنخفاض 2.1% خلال الربع الأول لسنة 2001 .
 - انخفاض مخرجات المصانع الأرجنتينية وضعف جودتها خلال سنة 2001.
 - استمرار ضعف ثقة المستهلك الأرجنتيني في البضائع المحلية.
 - أدى طول فترة الركود في الإقتصاد الأرجنتيني إلى ظهور مخاطر التوقف عن سداد الديون مما أثر تأثيراً سلبياً على المستثمرين والمدخرين.
 - البداية الأولية لظهور الأزمة كانت يوم 14 جويلية 2001 حيث بلغت معدلات الفائدة لليلة واحدة 300%، كما فقدت الدولة ما يقارب 3 مليار دولار من الإحتياطيات الدولية من الدولار الأمريكي نظراً لتخوف المستثمرين من التوقف عن دفع الديون أو تعويم العملة الأرجنتينية أو كلاهما.
 - تخفيض مؤسسة "موديز" لتقييم مخاطر الإئتمان تصنيف الأرجنتين لديها على دفتين في جويلية 2001 خوفاً من التوقف عن دفع الديون أو تعويم العملة أو كليهما .
 - فقدان بنك "بانكوهيو تيكاريو"، والذي يعد من البنوك الكبرى في الأرجنتين، لنصف رأسماله السوقى 2.1 مليار دولار، وتحقيق صافي خسائر قدرها 519.6 مليون دولار أي بنسبة 50.95%.

¹ أمير الفونس عريان، تطورات الأزمة المالية في الأرجنتين، النشرة الاقتصادية، بنك مصر، العدد الأول 2002، ص: 62-63.

المطلب الثالث: تداعيات أزمات أسواق الدول العربية

تعرضت أسواق الدول العربية لاسيما أسواق أوراقها المالية إلى بعض الأزمات المالية، إلا أن تداعياتها كانت أكثر تركيزاً داخل الدولة منبع الأزمة. ومن أشهر تلك الأزمات ما سيأتي:

1- أزمة سوق الكويت للأوراق المالية (أزمة سوق المناخ) سنة 1982:

1-1- ظهور أزمة سوق المناخ ومسبباتها: مع صدور القرار الخاص بتنظيم تأسيس الشركات المساهمة محلياً وعدم السماح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة، لجأ المستثمر الكويتي إلى تأسيس الشركات الخليجية وطرح أسهمها للمضاربة، حيث أسست أول شركة خليجية سنة 1976، أما الباقي فقد تم تأسيسه فيما بين سنتي 1979 و1980 حيث بلغ عددها 35 شركة كان للملكية والإدارة الكويتية النصيب الأوفر منها¹.

وترافقت هذه العوامل مع الخسار تدفق رؤوس الأموال الكويتية للإستثمار في الأسواق العالمية مخافة التعرض للمخاطر في هذه الأسواق كالتضخم وتذبذبات أسعار الصرف، ومن ثم لم يكن للمستثمر الكويتي من مجال للإستثمار سوى الأوراق المالية والعقار مما أعطى زخماً لسوق المناخ. فوجود السيولة لدى المستثمرين، وضيق المنافذ الإستثمارية المحلية، وارتفاع العائد من المتاجرة بالأسهم، تطلّب إنشاء الظروف المناسبة لاستمرار ربحية هذا الشكل من أشكال التوظيف وهو ما يقتضى لتحقيقه ضمان الإرتفاع المستمر في أسعار الأسهم المتداولة².

إلا أنه مع تقييد الحكومة إنشاء الشركات الكويتية، لجأ المستثمرون إلى إنشاء الشركات الخليجية، وحين قيّد بنك الكويت المركزي من الإئتمان الممنوح لتغذية حركة التداول في سوق الأوراق المالية لجأ المستثمرون إلى إحداث ائتمان مواز من خلال عمليات البيع الآجل التي أدت إلى انهيار سوق المناخ، ذلك بسبب شيوع ظاهرة المضاربة في التعامل في الأسهم، وغياب الضوابط والتشريعات القانونية وغياب مؤسسات صانعي الأسواق³.

1-2- آثار أزمة سوق المناخ: من أهم تلك الآثار المترتبة ما يلي⁴:

- تصاعد - وبشكل غير عادي- أسعار الأصول المالية والعقارية إلى مستويات لا يمكن تبريرها، ثم الإنخفاض الحاد والسريع في أسعارها وما تبعه من خسارة رأسمالية مضاربة انعكس على مستويات الإنفاق الإستهلاكي والإستثماري الخاص.

¹ رمضان علي الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2000، ص: 36.

² رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية: أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الإستثمار بدولة الكويت، الملتقى الدولي لآفاق الإستثمار: الدورة الثالثة "معاً لمواجهة التحديات"، 03، 04 جمادى الأولى 1430 هـ/ 27، 28 أبريل 2009، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 25.

³ فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، دار الفكر والقانون، مصر، 2012، ص: 46.

⁴ رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية: أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الإستثمار بدولة الكويت، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

- عجز الكثير من المدينين عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه النظام المصرفي المحلي نتيجة إختيار قيم الأصول، وكان الوجه الآخر لذلك هو تضخم المحافظ الائتمانية للبنوك المحلية بأصول غير منتظمة بلغت قيمتها 3436 مليون دينار كويتي.
- انخفاض حجم التداول بنسبة 23% سنة 1982 بالمقارنة بسنة 1981، وارتفاع معدل التضخم ليلعب 8.1% سنة 1982 .

2- أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية سنة 1998:

شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف سنة 1998، وامتدت آثارها لسنتي 1999 و2000. فقد كان تداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمي خلال عقد الثمانينات والنصف الأول من التسعينات من القرن الماضي حكراً على مجموعة من تجار الأسهم، وفي النصف الثاني من التسعينات شهدت السوق زيادة عدد الشركات المساهمة، وتحسن أداء ونتائج أعمال الشركات بصفة عامة، وزيادة الوعي بالتعامل في الأسهم، أدى إلى تزايد عدد المستثمرين والمضاربين في السوق، حيث انتعشت حركة البيع والشراء، ومن ثمّ تضاعفت أسعار الأسهم¹.

وفي أواخر سنة 1997 وعلى امتداد سنة 1998، ونتيجة للمضاريات الشديدة في أسعار الأسهم التي وصلت ذروتها يوم 1998/12/12، ارتفع مؤشر بنك أبو ظبي الوطني إلى 2575.28 نقطة، بارتفاع نسبته 103.6% في نهاية ديسمبر 1998، كما ارتفعت القيمة السوقية حينها لتبلغ 123.8 مليار درهم، ونظراً لأن ارتفاع مستويات الأسعار ناتج بفعل المضاريات، فقد أدى ذلك إلى موجة بيع كبيرة لجني أكبر قدر من الأرباح، ومع تزايد حالات البيع وعرض الأسهم فقد تدهورت الأسعار بشكل كبير ليصل انخفاض مؤشر بنك أبو ظبي الوطني خلال الثلاثة أشهر ونصف الأخيرة من سنة 1998 إلى حوالي 1471.67 نقطة. وعن مؤشر السوق، فبعد أن وصل إلى أعلى مستوى له في 1998/09/12 بتسجيله 5062.6 نقطة، إنخفض ليصل إلى 3090.53 نقطة في نهاية ديسمبر 1998²، ويشكل هذا الإنخفاض ما نسبته 39%.

3- أزمة دبي المالية 2009:

3-1- بداية الأزمة وأسبابها: بدأت الأزمة عندما أدركت مجموعة دبي العالمية بأنها مقبلة على تعثر مالي شديد في منتصف سنة 2008، فقامت بتقديم طلب إقراضها مبلغ 9 مليار دولار من إمارة أبو ظبي، إلا أن هذه الأخيرة رفضت ذلك مما أجبر مجموعة دبي العالمية الطلب من دائنيها في 2009/12/14 بتأجيل استحقاق

¹ فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 46-47.

² نفس المرجع السابق، ص: 47.

ديونهم المتمثلة في صكوك أصدرتها شركة النخيل بستة أشهر، الأمر الذي أدى إلى نشوب فوضى ومخاوف كبيرة، مما دفع إلى إعلان مجموعة دبي لاحقاً أن كلاً من "نخيل" و"ليمس" العقاريتين ستخضعان لإعادة الهيكلة، وستطلبان إعادة جدولة ديونهما البالغة 26 مليار دولار، وبذلك ذاع صيت الأزمة إقليمياً ودولياً¹.

3-2- أسباب أزمة دبي: تتمثل الأسباب الحقيقية لهذه الأزمة فيما يلي²:

- التوسع الكبير غير المدروس في حجم الإقتراض وحجم الإستثمارات والمتاجرة بأموال الغير.
- الإنخفاض الكبير في الطلب على الإستثمارات في دبي عن حجم الإستثمارات الموجودة، إذ كانت قيمة القروض وفوائدها أكبر بكثير من عوائد الإستثمارات العقارية.
- عدم تسديد المشترين المستحقات المتبقية عليهم إثر الأزمة المالية العالمية، وبالتالي تحملت حكومة دبي كامل نفقاته ما أوقع المشروع في هذا العجز الكبير، مع انخفاض قيم أصوله بنسبة 50% في بعض الحالات.
- عدم تدخل إمارة أبو ظبي في إعانة مجموعة دبي والذي أدى إلى إعلان الأخيرة عن التعثر المالي وعدم قدرتها على السداد.
- وبالنتيجة نجد أن هناك توسعاً كبيراً للإستدانة من جانب مجموعة دبي العالمية، والذي أعقبته أزمة مالية عالمية أثرت على عوائد وقيم استثمارات دبي العالمية.

3-3- تداعيات أزمة دبي المالية: إن وزن دبي المالي والإقتصادي هو بالقوة الكافية الذي يجعل أزمته ذات آثار دولية واضحة، كما أن عدم استقرار الأسواق المالية من آسيا والولايات المتحدة نزولاً وصعوداً منذ الإعلان عن طلب تأجيل دفع الديون مؤشر أساسي على هذا التأثير. لذلك نفرق بين تداعيات داخلية تتعرض لها إمارة دبي وتداعيات خارجية.

3-3-1- التداعيات الداخلية: نلخص أهمها فيما يلي:

- نمو الدين الخارجي المترتب على إمارة دبي، ولذلك أثر على تضخم الدين السيادي.
- تسريح عدد كبير من الموظفين، وتجميد عدد معتبر من الإستثمارات الأمر الذي ترك انعكاسات سلبية على الوضع الإقتصادي في دبي.
- بيع بعض الأصول المملوكة لمجموعة دبي العالمية لتجميع السيولة الكافية لمواجهة دائيتها.
- ارتفاع كلفة الإقتراض من المصارف ما يعني تباطؤاً في الإستثمارات.

¹ لمزيد من التفاصيل، أنظر:

Zubair Hasan, **Dubai financial crisis: causes, bailout and after - a case study**, Journal of Islamic Banking and Finance, July- September 2010, the Global University of Islamic Finance, Kuala Lumpur, Malaysia, p: 50.

² ملهم الجزماتي، أزمة دبي المالية، مجلة إيكونوميكات للعلوم المالية والمصرفية، العدد التجريبي، مارس 2010، موقع إيكونوميكات للعلوم المالية والمصرفية، الجمهورية العربية السورية، ص: 11.

- إنخفاض الإستثمار الأجنبي في حدود 54 مليون درهم في سنة 2010 مقابل 2.6 مليار درهم في السنة السابقة¹.
- خسرت بورصة دبي وحدها ما يفوق 70% من قيمتها بالتزامن مع انهيار العقارات، حيث تراجع بعض الأسعار بنسبة تقارب 60%. كما إنخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم إلى 2655.3 نقطة في سنة 2010 مقابل 2771.6 نقطة في سنة 2009، وتراجعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة من 839.7 مليار درهم في سنة 2005 إلى 385.4 مليار درهم في سنة 2010 بنسبة بلغت 54.1%².
- انخفاض التصنيف الائتماني لستة شركات تابعة لمجموعة دبي العالمية منها "سلطة موانئ دبي العالمية (DPW)" و"هيئة كهرباء ومياه دبي"، وكذلك العملاق العقاري "إعمار".

3-3-2- التداعيات الخارجية: ومن أبرزها ما يلي³:

- تراجع مؤشرات أسواق المال العالمية في كل من فرنسا وألمانيا وبريطانيا، بنسبة تقارب 2.2%، كما تراجع مؤشر بورصة "شنغهاي" بنسبة 3.6%، وهو التراجع الأكبر المسجل منذ 2009/08/31.
- ارتفاع كلفة التأمين على المبالغ المقترضة إلى مستويات مرتفعة. فكلقة اقتراض 10 ملايين دولار في دبي على سبيل المثال أصبحت 500 ألف دولار.
- تعديل شركة التصنيف الائتماني "Standard & Poor's" تصنيف أربعة مصارف بسبب النتائج السلبية المرتبطة بمجموعة دبي العالمية.
- الإبتها نحو المضاربة على شراء الذهب مما أدى إلى ارتفاع كبير في أسعاره، فقد وصل سعر أونصة الذهب إلى 1196 دولار.
- فقدان الثقة عالميا بمجموعة دبي العالمية، وبالتالي انخفاض محتمل في الإستثمارات العالمية في دبي على المدى الطويل، إضافة إلى تخوف كبير لدى المصارف العالمية إلى إعادة إقراض مجموعة دبي العالمية.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وملخص عن إنجازات الهيئة، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص: 05.

² وزارة الإقتصاد الإماراتية، تقرير حول التطورات الإقتصادية والإجتماعية بدولة الإمارات العربية المتحدة (2005-2010)، 2012، ص: 53.

³ ملهم الجزماتي، أزمة دبي المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 12. بتصرف.

خلاصة الفصل:

أسهم تطور أدوات الأسواق المالية والتغيرات العالمية، كالإتجاه المتزايد نحو تطبيق عوامة النشاط الإقتصادي وما يرتبط بها من إزالة لكافة القيود أمام تحركات رؤوس الأموال والإستثمارات عبر الحدود إلى إحداث العديد من الأزمات المالية، والتي تكرر حدوثها بشكل متسارع وملفت للإنتباه، كما انتشرت عدواها وانتقلت بشكل سريع بين الدول.

ولقد أمكن تمييز عدة أشكال مختلفة للأزمات المالية، أبرزها أزمة العملة، الأزمة المصرفية، الأزمة الشاملة أو النظامية، وأزمة المديونية الخارجية. وعلى الرغم من اختلاف أنواع تلك الأزمات إلا أنها تتسم بخصائص مشتركة وبدرجة كبيرة من الإرتباط فيما بينها والتتابع في بعض الحالات، كما يمكن أن تجتمع عوامل بعض هذه الأزمات أو كلها في آن واحد على نحو ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008، وفي الأزمات السابقة لها كأزمة جنوب شرق آسيا 1997 وأزمة الأرجنتين 2001.

واتضح من دراسة الأزمات المالية خلال هذا الفصل، أن هناك العديد من العوامل المؤدية إلى وقوعها والتي تتمثل أساساً في انحياز الفكر الإقتصادي الرأسمالي ضد تدخل الدولة في المجال الإقتصادي، وعدم ملاءمة السياسات الإقتصادية الكلية المتبعة كالمبالغة في تطبيق السياسات النقدية والمالية التوسعية والتقلبات في أسعار الفائدة العالمية ووجود سياسات ونظم أسعار صرف غير مناسبة، واضطرابات وتشوهات القطاع المالي مثل تجاهل مخاطر وتكاليف العوامة المالية والتحرير المالي غير الوقائي وتشوه نظام الحوافز، بالإضافة إلى نقص الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية.

وغالباً ما تترتب على وقوع تلك الأزمات تداعيات وآثار سلبية مكلفة جداً كتحقيق خسائر في الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع معدلات البطالة، وانحياز مؤشرات أسواق الأوراق المالية، وتراجع نسبة الإستثمار الأجنبي، وانحياز كبرى المصارف والمؤسسات المالية. وتجدر الإشارة إلى أن شدة تلك التداعيات تختلف من إقتصاد إلى آخر وذلك تبعاً لشدة الأزمة ودرجتها من جهة، وكذلك مدى تقدم الأسواق المالية وارتباطها (أسواق نامية غير ناشئة كأغلب أسواق الدول العربية، أسواق ناشئة، أسواق متقدمة) من جهة أخرى.

الفصل الثاني: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: البناء الهيكلي لأسواق الأوراق المالية وأدائها

المبحث الثاني: نظريات أسواق الأوراق المالية

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية

الفصل الثاني:

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تهديد:

تُقاس القوة الإقتصادية لأي دولة بقيمة الثروة الكلية المتراكمة لديها ومعدل النمو في هذه الثروة عبر عمليتي الإدخار والإستثمار، وتلعب المؤسسات المالية (سوق رأس المال وشركات الإستثمار وغيرها) دوراً بارزاً ومحورياً في توجيه هذه المدخرات من الوحدات الإقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى استثمار هذه المدخرات وإحداث النمو الإقتصادي.

ويمثل سوق الأوراق المالية حلقة الوصل بين الإدخار والإستثمار من خلال قنوات رئيسة متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، فأسواق الأوراق المالية تقوم بتهيئة الفرص الإستثمارية للأرصدة النقدية. ولذا فإن سوق الأوراق المالية يشير إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الإقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

وتشهد أسواق الأوراق المالية تطوراً قياسيماً ملحوظاً يمس جوانب عدة متصلة بها، فهي تشهد توسعاً سريعاً من ناحية العدد والحجم ونوع الأدوات المتداولة وعددها، وتقدماً من ناحية استخدام التقنية عالية الجودة في مجال التداول والإعلام المالي، وكل ذلك للرفع من كفاءة هذه الأسواق وزيادة شفافيتها وحوكمتها لتصل إلى هدفها السامي وهو تحقيق الكفاءة في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل الوطني، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الإقتصادية.

وأمام هذه التطورات، تحاول أسواق الأوراق المالية العربية أن تواكب تلك التطورات، وتتطلع لتنظيم وتطوير نفسها وببطء تعكسه مؤشرات أدائها والتي تتباين من سوق لآخر.

وتأسيساً على ما تقدّم من تمهيد، يتناول هذا الفصل، وبالتفصيل، المباحث التالية:

- المبحث الأول: البناء الهيكلي لأسواق الأوراق المالية وأدواتها.
- المبحث الثاني: نظريات أسواق الأوراق المالية.
- المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية.

المبحث الأول: البناء الهيكلي لأسواق الأوراق المالية وأدواتها

تُشكل سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص. ويبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية من خلال إقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.

المطلب الأول: موقع سوق الأوراق المالية من السوق التمويلية ومفهومها

تحتل سوق الأوراق المالية مكانة مركزية في السوق التمويلية، وذلك لأهمية سوقها (سوق الإصدار وسوق التداول) في توفير التمويل المتوسط وطويل الأجل وفي الرفع من سيولة السوق.

1- مكانة وموقع سوق الأوراق المالية من السوق التمويلية:

جرى العرف على تقسيم الأسواق التمويلية¹ بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين: أولهما سوق النقود، وثانيهما سوق رأس المال. أما السوق الأولى فتتعلق بالمعاملات قصيرة الأجل (التي لا تتجاوز سنة واحدة) ويتولى الجهاز المصرفي، ممثلاً بالبنك المركزي والبنوك التجارية، القيام بهذه العمليات بما في ذلك تقديم التسهيلات الإئتمانية الصناعية والتجارية والإستهلاكية. وتعتمد المؤسسات النقدية في تقديمها لهذا الإئتمان على ما تحوزه من أصول نقدية سائلة بطبيعتها (نقود قانونية ونقود ودائع). وتنفرد السوق النقدية بالعديد من المميزات لعل من أهمها ما يلي²:

- تُوفّر السوق النقدية سيولة عالية سريعة ومتاحة للإقراض قصير الأجل، وتتوفر هذه القروض بسرعة وبمرونة.
- يُعتبر سعر الفائدة في السوق النقدية مؤشر مهم على ارتفاع أو انخفاض تكلفة الإقتراض.
- نمو السوق النقدية يُؤدّي إلى نمو السيولة في السوق المالية وحمايتها من مخاطر الإئتمان.
- تعتبر السوق النقدية الوعاء النقدي الذي تتجمع فيه الإحتياجات المالية للبنوك القابلة للإقراض قصير الأجل.

في حين تختص السوق الثانية بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل، وتنقسم بدورها إلى سوقين فرعيّتين³، تتعامل إحدهما عن طريق الأوراق المالية -وهي التي تهتمنا في هذه الدراسة-، بينما تتعامل الأخرى عن

¹ لتفاصيل أكثر حول تقسيم أسواق المال، راجع: محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، مصر، 2002، ص: 23-24.

² محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 53.

³ عطية عبد الحليم صقر، تطور سوق المال في ظل التحديات المعاصرة الجديدة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1998، ص: 11-12.

"غير طريق الأوراق المالية"، ويقوم بهذه العمليات مؤسسات ادخارية واستثمارية خاصة، تعتمد في تأدية وظائفها على مواردها من الإدخارات التي يرغب أصحابها في استغلالها مدد طويلة. وهناك أكثر من سوق نوعية داخل سوق رأس المال. فهناك السوق الأولية والأسواق الثانوية، بالإضافة إلى وجود أسواق ثالثة ورابعة في المراكز المالية المتقدمة، والتي قد يزيد حجم التعامل فيها عما يتم داخل قاعة السوق "المقصورة"، والتي تخضع في نفس الوقت لقواعد تُنظَّم عملها. ويُقسَّم البعض سوق المال إلى ثلاثة أسواق لكل منها خصائصه وسياسته وهي: سوق النقد، سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية.

وُشير في هذا الصدد إلى وجود عدة إشكالات وتحفظات بخصوص تقسيم سوق المال: فبالنسبة للتقسيم الأول، فإننا نرى أنه ليس لهذه التفرقة أهمية عملية في الإقتصاد المعاصر، وذلك لعدة أسباب:

- عدم ارتباط مشكلة التمويل بمُدَد مادام النشاط الإنتاجي والتجاري عملية متجددة ومستمرة.
- لم تعد أدوات الدفع المثلثة للقوة الشرائية تقتصر على الأصول السائلة بطبيعتها.
- وحدة مصادر التمويل، أي أن المدخرين قد يختارون مباشرة سوق النقد أو سوق رأس المال أو الإثنين معاً، وهذا الإختيار يتوقف على سياستهم الإستثمارية وتفضيلهم للسيولة والعائد المتوقع، وقد يتوقف أيضاً على الإعتبارات النفسية والإجتماعية.
- إتساع الإختيار أيضاً لمستخدمي الأموال أو طالبي التمويل. فقد يحصل البعض ممن ينتمون إلى سوق معينة بحكم طبيعة أنشطتهم على ما يحتاجونه من مال من السوق الأخرى.
- إمكانية المؤسسات النقدية والمالية الوسيطة تفادي التناقضات بين رغبات المدخرين أو العارضين ورغبات الطالبين أو المقترضين بإمكاناتها الحالية، وبذلك تتمكن من إجراء الكثير من التحويلات النقدية والمالية من سوق إلى أخرى.

أما بالنسبة للتقسيم الثاني، فإنه يخضع إلى تحفُّظين أساسيين هما¹:

- أن بعض المؤسسات المالية يدخل نشاطها تحت سقف أكثر من نوع واحد من تلك الأسواق، الأمر الذي يعني عدم الانفصال بين تلك الأسواق نتيجة لإعتماد أحد الأسواق على مؤسسات سوق آخر.
- أنه بالرغم من أن لكل سوق سياسته، إلا أنه يتم التنسيق بين هذه السياسات في الإطار الذي تستهدف السياسة الإقتصادية تطبيقه.

¹ السيد الطيبي، البورصات وتدعيم الإقتصاد الوطني، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1992، ص: 42-43.

2- مفهوم سوق الأوراق المالية:

تمثل سوق الأوراق المالية أحد أهم عناصر سوق المال، حيث يتم من خلالها تداول الأصول المالية كالأسهام والسندات، سواءً عند إصدارها الأول أو عند تداولها بعد ذلك.

وتُشكّل سوق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص.

وتُعرّف هذه السوق بأنها¹ "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكّن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي". ويعكس وجود أسواق للأوراق المالية فوائد عدّة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتريها (المستثمرين).

ويمثل مصدرو الأوراق المالية المشروعات الخاصة والهيئات الحكومية جانب الطلب على الأموال، وتمكنهم سوق الأوراق المالية من الحصول على احتياجاتهم التمويلية. ففي الدول الرأسمالية، تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيه المدخرات للإستثمار في الصناعات التي تتميز بارتفاع إنتاجية رأس المال، كما تتمكن الحكومة من خلالها أيضاً من تمويل خططها الإنفاقية بدلاً من اللجوء إلى الأساليب التضخمية.

ويمثّل المدخرون (مشترو الأوراق المالية) جانب عرض الأموال، والذين يفكرون كثيراً قبل التخلي عن مدخراتهم لفترات، وهنا تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية، إذ أنّها تجعل الإستثمار في الأصول المالية أكثر جاذبية وأقل مخاطرة، حيث تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول المالية مقابل عائد، وإعادة بيعها بسرعة عند الحاجة لإسترداد الأموال أو عند الرغبة في تدوير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم.

ولا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدر قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية منها²:

- وضوح الفلسفة الإقتصادية التي تُحدّد لرأس المال دوره.
- وجود حجم كافٍ من المدخرات المعروضة للإستثمار من خلال أجهزة السوق، يُقابلة وجود طلب طافٍ عليها.
- طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى إقتصادية وربحية مجزية.

¹ عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2008، ص: 21.

² زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 269-270.

- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع المستجدات، وعلى تسهيل المعاملات مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات، وخلق الفرص الإستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محدّدة والترويج لها والتوسط لتحقيق إلتقاء العرض والطلب.
- تنوع أدوات الإستثمار المالي ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسّعاً وفاعلية، وتُتيح الفرص أمام كافة المتعاملين. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تُصبح معه هذه الأوراق في متناول المستثمر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كبيرة نتيجة اتّساع قاعدة المشاركين أيّاً كانت مقدرتهم المالية.

المطلب الثاني: البناء الهيكلي لسوق الأوراق المالية

تتوفر معايير متعدّدة يمكن على أساسها تصنيف أسواق الأوراق المالية. فقد يتم التصنيف على أساس نوع الأصل المالي فنجد: سوق أدوات الدين وسوق أدوات الملكية، ويتم من خلال الأولى تداول السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومة، ويتم من خلال الثانية تداول الأسهم التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال. كما قد يتم التصنيف تبعاً لأجل الورقة المالية المصدرة حيث تُقسّم سوق الأوراق المالية إلى: سوق قصيرة الأجل وسوق طويلة الأجل، حيث يتم تداول بعض أدوات سوق النقد كأذونات الخزانة والسندات قصيرة الأجل التي لا تزيد آجالها عن سنة واحدة في النوع الأول، بينما يتم تداول الأسهم والسندات متوسطة وطويلة الأجل والتي تزيد آجالها عن سنة في النوع الثاني. غير أن التصنيف الأكثر شيوعاً -والذي سنلتزمه خلال الدراسة- يكون وفقاً لطبيعة الإصدار، حيث تنصرف سوق الأوراق المالية إلى تلك السوق التي تهتم أساساً بعملية إصدار الأوراق المالية (أي تأسيس الشركات) وتداولها، وهي بهذا المعنى تنقسم إلى سوقين، أولاهما سوق الإصدار (السوق الأولية) وثانيتهما سوق التداول (السوق الثانوية أو البورصة)¹.

1- سوق الإصدارات (السوق الأولية):

يُتم طرح* الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم

¹ راجع في ذلك، زيان رمضان، مبادئ الإستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل، عمان، الأردن، 1998، ص: 125.

* يوجد نوعين من الطرح للأوراق المالية للإكتتاب العام في السوق الأولية هما: الطرح للتداول العام والطرح للتداول الخاص. حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام، بينما تُطرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص، وغالباً ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الإستثمارية. وهنا يجب أن نوضّح مسألة أساسية توضع في الإعتبار هي أنه أيّاً كان شكل الأوراق المالية المصدرة فإن الأوراق تمتص أموالاً جديدة لحساب مصدريها، على العكس بالنسبة للسوق الثانوية والتي - كما سنرى - يتم من خلالها تحويل الأوراق المالية الموجودة والقائمة بين الأطراف المشاركة فيها دون أن يترتب على ذلك تلقي مصدري الأوراق المالية أيّ أموال إضافية¹.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي²:

- أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى بـ "بنك الإستثمار أو بنكيير الإستثمار أو المتعهد" عملية الإصدار لحساب الشركة أو الحكومة، ويُعتبر بنك الإستثمار هو الوسيط الرئيسي في السوق الأولية بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قرّرت إصدارها، وهو بهذه الصفة يتعهد أو يضمن طرح الإصدار وبيعه (تصريفه)، وقد يشكّل بنك الإستثمار "إتحاد لضمان تصريف الإصدار، وفي جميع الأحوال يحصل هذا البنك على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائه للإصدار من الجهة المصدرة وسعر بيعه له. وتجدر الإشارة إلى أنه في الدول النامية التي تتسم بصغر سوق الأوراق المالية، قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار كما هو الحال بالنسبة للجزائر.
- أن تقوم جهة الإصدار بنفسها بالإتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع الأسهم والسندات المصدرة، وفي تلك الحالة قد يعرض بنك الإستثمار مساعدته للجهة المصدرة في البحث عن الجهة المستثمرة أو المشترية للإصدار.
- اللجوء إلى أسلوب المزاد، والذي بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروض تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العروض ذات السعر الأعلى ثم العروض ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذونات الخزينة.

ومهما يكن أسلوب الطرح، فإنه يتم إعلام المستثمرين بوجود إصدارات جديدة من خلال منافذ التجزئة (بيوت السمسة) عن طريق ما يسمى بـ "النشرة التمهيدية"³، وتمثل هذه النشرة ملخص للحقائق الهامة المتصلة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المزعم طرحها، والهدف من هذا المستند هو ضمان أن المستثمرين المحتملين للإصدارات الجديدة يأخذون في اعتبارهم عند تقييم الأوراق المالية محل الإصدار كافة الحقائق الخاصة بها والتي قد تنعكس على قيمة هذه الإصدارات.

ويتم تخصيص حصص الإصدارات بين منافذ التجزئة وفقاً لأنصبة تتحدد بعوامل عدة أهمها:

¹ عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 83-88.

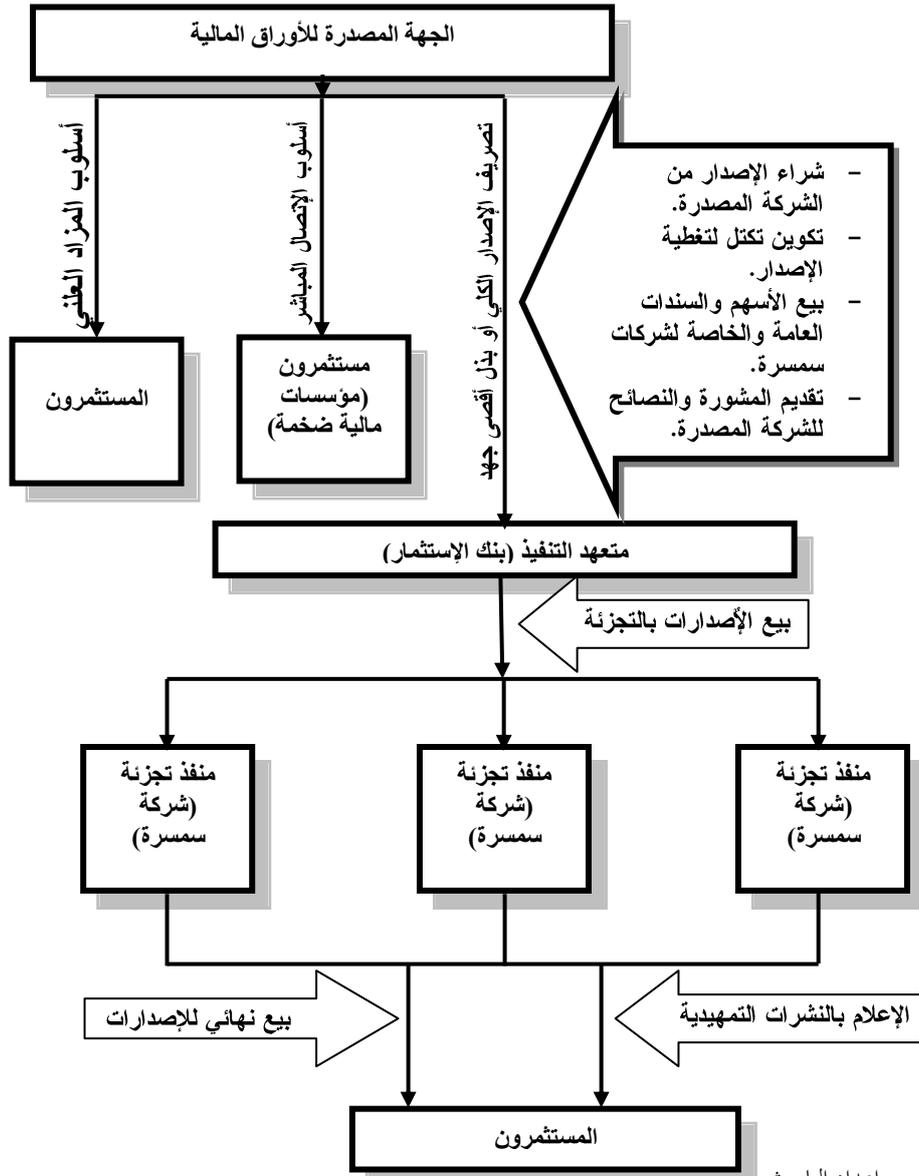
³ عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

- حجم الإصدار الكلي.
- عدد شركات السمسرة.
- درجة الاستفادة المحلية أو الإقليمية.

ويمكننا الشكل رقم (01-02) التعرف أكثر على الإطار العام لسير سوق الإصدار ودور المتعهد فيه.

شكل رقم (01-02):

آلية سير سوق الإصدار



المصدر: من إعداد الباحث

2- سوق التداول (السوق الثانوية):

يُقصد بالسوق الثانوية سوق التداول، حيث يتم التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أول مرة في السوق الأولية بيعاً وشراءً، أي أن لا يكون للجهة المصدرة لهذه الأوراق أي دور في عملية التداول، ولذلك فإن أيّ تغييرات تطرأ على قيم هذه الأوراق المالية هي ناتجة عما تخلقه قوى العرض والطلب في هذه السوق¹. وهي سوق يتم خلقها من خلال السماسرة "Courtiers" أو التجار. ويعمل السماسرة كوسطاء للتقريب بين المستثمرين والبائعين، بينما يتعامل التجار لحسابهم الخاص ويحدّدون الأسعار التي يكونون عليها على استعداد لإتمام البيع والشراء.

وتقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الإستغناء عنه لأيّ إقتصاد متقدّم أو سائر في طريق النمو، إذ أنّها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً. بمعنى أنه من دون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوق أولية للأوراق المالية. ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع، ولا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولاً وجاذبية، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر.

إن عدم وجود سوق ثانوية للأوراق المالية يعني صعوبة تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، لأنه في تلك الحالة يتعين الإحتفاظ بها -في حالة شرائها- حتى توارىخ استحقاقها، وبالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل إستثماراً مالياً بحتاً إلا أنّها تسهّل من تمويل الإستثمار الحقيقي.

وطالما أن السوق مستمرة ودائمة، يتعين القيام عليها بالوظائف التالية²:

- **استكشاف الأسعار:** بمعرفة سعر السوق حيث يرغب المشاركون بالتعامل الحالي بالأوراق المالية فإننا يمكننا استنتاج معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية التي يمتلكها المستثمرون.
- **توفير السيولة:** أحد الأسباب الشائعة في وجود الأسواق الثانوية هو في السيولة النقدية التي توفرها هذه الأسواق. فالورقة المالية التي تتصف بسيولة عالية قد تُباع فوراً وبدون تكلفة (عمولة، ضرائب، تأثيرات على السعر...إلخ). ففي الوقت الذي ترتفع فيه التكلفة والوقت المستهلك في التداول، فإن السيولة تنخفض.
- **تخفيض تكاليف المعاملة:** أي المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.
- **تحسين التنوع:** يشمل التنوع تملك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة، ويعتبر مبدأ رئيسي لتخفيض مخاطر المحفظة الإستثمارية.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2004، ص: 115.

² Meir Khon, **Financial Institutions and Markets**, Mc Graw hill, Inc, New York, 1994, p: 453.

من التحليل السابق، يمكننا استخلاص التأثير المتبادل بين كل من شقي سوق الأوراق المالية في الآخر. فوجود سوق نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويُسر وما ينتج عن ذلك من توافر إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل للأوراق المالية، يُشجّع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار، وكذلك يتيح الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والإكتتاب في أسهمها الفرصة أمام مزيد من تدفق الأوراق المالية إلى أسواق التداول على نحو يُؤدّي إلى تنشيطها، ومن ثمّ إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى تحديد سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب¹.

وتنقسم أسواق التداول إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

1-2- الأسواق المنظمة: يُطلق على الأسواق المنظمة "بورصة الأوراق المالية". وتعد البورصة بمثابة كيان له مكان مادي ملموس، يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعيها من خلال المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات، حيث تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاة لشروط التداول².

ولإدراج الأوراق المالية في البورصة تُمة شروط معيّنة تُنظّم عملية التسجيل، معايير صارمة يتعيّن استفاؤها، ومصاريف ورسوم يتعيّن سدادها للتسجيل. وتختلف هذه المعايير و الرسوم وتباين بين البورصات المختلفة، إلّا أنّها تتفق فيما بينها من حيث متطلبات أو معايير التسجيل المبدئي على النحو التالي³:

- المكاسب والأرباح المؤكدة التي حققتها الشركة المصدرة في الأعوام السابقة على التسجيل.
- حجم أصول الشركة.
- عدد الأسهم.
- عدد المساهمين.

2-2- الأسواق غير المنظمة: تُمثّل أسواق تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، وأحياناً يتم التعامل فيها في أوراق مالية مسجلة في البورصة مثل السندات الحكومية وسندات شركات الأعمال، وإلى جانب ذلك تشمل أسواق تداول أسهم الشركات الصغيرة التي تبحث عن تمويل محدود في السوق. ويُطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات التي تتم خارج صالة البورصة من خلال بيوت السمسرة المختلفة، حيث لا يوجد مكان ولا زمان محدد لهذه العمليات، بل يتم من خلال الإتصالات التليفونية أو الإلكترونية. ويعتبر كل تاجر في أسواق غير منظمة بمثابة صانع السوق للأوراق المالية التي يتم التعامل فيها، حيث يتم تحديد سعر الورقة المالية بالتفاوض. كما يُطلق على هذا النوع من الأسواق مصطلح "الأسواق الموازية"⁴.

¹ زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

² عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

³ نفس المرجع، ص: 30.

⁴ محمد البناء، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق للنشر، 1996، ص: 154.

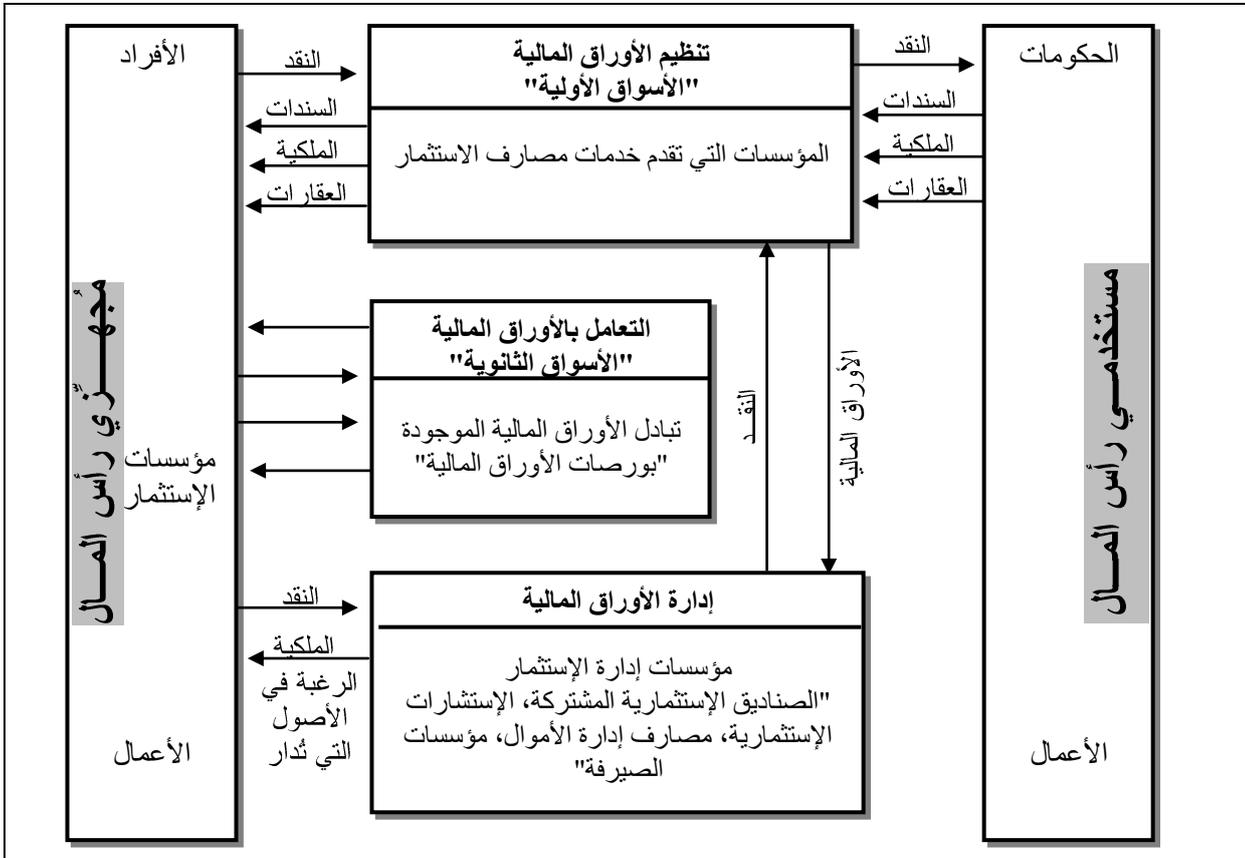
وفي الولايات المتحدة، تتعدد الأسواق غير الرسمية، فنجد السوق الثالثة والسوق الرابعة¹. تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظم يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في السوق المنظمة، من لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة وعلى استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم كتجار². وتنشأ هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصاً عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الإستثمارية الكبيرة كصناديق المعاش.

بينما تنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات الكبرى وشركات الأعمال العائلية والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طليبات كبيرة، والتي يقتصر دور الوسطاء فيها على تسهيل عمليات التبادل دون احتفاظهم بأي مخزون من الأوراق المالية ودون تحملهم لأي خسائر، والتي تقل فيها كثيراً عمولة الوسطاء عن الأسواق الأخرى لقلة تكلفتهم في عملية الوساطة.

ويعرض الشكل رقم (02-02) الموالي الهيكل التنظيمي المفصل لسوق الأوراق المالية:

شكل رقم (02-02):

الهيكل التنظيمي المفصل لسوق الأوراق المالية



المصدر: د. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 70.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 78-81.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1997، ص: 109-111.

المطلب الثالث: الأدوات الإستثمارية لسوق الأوراق المالية

تتباين الأدوات الإستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أدوات ملكية، أدوات مديونية، أدوات هجينة وأدوات مشتقة وغيرها، نعرضها مختصرة على النحو التالي:

1- أدوات الملكية العادية (الأسهم العادية):

وتمثل مستندات ملكية لها قيمة إسمية وقيمة دفترية فضلاً عن القيمة السوقية، ويملك حاملها حقوق يحددها القانون عادة¹. وللأسهم أنواع شتى تختلف وتتعدد بتعدد معايير التقسيم²، كما أن لها خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات نبينها في الآتي:

- **تساوي قيمة السهم:** إذ يجب أن تتساوى أسهم شركات المساهمة في القيمة، وتشكل في مجموعها رأس مال الشركة. ويعني تساوي القيمة في الأسهم أن تتساوى بالضرورة الواجبات والحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهمين مادامت من نوع واحد.
- **تساوي مسؤولية الشركاء:** أي أن تكون مسؤولية الشركاء مقسمة عليهم بحسب قيمة السهم، فلا يسأل المساهم عن ديون الشركة إلا بحسب أسهمه التي يمتلكها، مهما بلغت ديونها أو خسارتها.
- **عدم قابلية ملكية السهم للتجزئة:** أي لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، ولعل الفائدة من عدم تجزئة ملكية السهم تسهيل مباشرة الحقوق وأداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة³.
- **قابلية السهم للتداول:** ومعنى تداول الأسهم انتقال ملكيتها من مساهم لآخر، لأن واقع الأمر أنه يندر أن يبقى السهم عند صاحبه ليأخذ أرباحه فقط، بل تستمر العمليات في الأسهم بيعاً وشراءً. وتعتبر قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة، بل إن التداول هو المعيار الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال⁴.

¹ إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 04-07.

² لتفاصيل أكثر دقة حول تقسيمات الأسهم، راجع: أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، رسائل جامعية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م، ص: 49-62.

³ أبو زيد رضوان، شركات المساهمة، دار الفكر العربي، 1983، ص: 113.

⁴ نفس المرجع، ص: 114.

2- أدوات المديونية (السندات):

وتمثل صكوك مديونية وليس ملكية، ويتمثل عائدها في معدل الفائدة المقرر على السند، إذ يحصل حامل السند على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق المنشأة أرباحاً أو خسائر¹، وهي على أنواع مختلفة تتمثل أهمها في²: سندات ذات معدل فائدة متغير، سندات الدخل، سندات منخفضة الجودة، سندات مبتكرة (سندات بفائدة ثابتة وشروط متغيرة، سندات الخصوم، السندات المسترجعة، سندات بفائدة عائمة، سندات بشهادة حق).

3- أدوات تجمع بين الملكية والمديونية (الأسهم الممتازة):

هي تلك الأسهم التي تخول لأصحابها حق الحصول على أولوية في قبض ربح معين أو في استرداد ما دفع من رأس المال عند التصفية، أو أولوية في الأمرين معاً، أو أية مزايا أخرى مما لا تتوفر لأصحاب الأسهم العادية³، وتمتاز بأنها تتمتع بدخل ثابت⁴.

4- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

وتتمثل هذه الأوراق في السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركات وتعطي الحق لحاملها بتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية، ومن ثم تحقق هذه الأوراق ميزتين أساسيتين للمستثمر هما:

- الحصول على معدل عائد ثابت سواء كان معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون للسهم الممتاز.
- يتمتع المستثمر بالمشاركة في نمو الشركة في المستقبل وازدهارها عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

5- صكوك الشراء اللاحقة:

وتعد هذه الأداة إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركات لتحفيز المدخرين للإستثمار في الأسهم العادية. وهي عبارة عن صكوك يقوم المستثمر بشرائها. إذ بموجبها يكفل للمشتري (المستثمر) حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بغض النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية⁵.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 86.

² لتفاصيل أكثر حول هذه الأنواع وأنواع أخرى، راجع:

- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص: 82-91.

- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي - شركات وأسواق مالية-، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 264.

³ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

⁴ محمود صبيح، الابتكارات المالية - المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، جامعة عين شمس، مصر 1988، ص: 78.

⁵ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الباروزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 85.

4- الأدوات الإستثمارية المشتقة:

نشأت المشتقات من علم الرياضيات وهي تشير إلى متغير يشتق من متغير آخر. والمشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الجديدة التي قدمها منظرو الهندسة المالية، لأغراض التحوط والمضاربة والإستثمار، لذلك فهي تتطلب مهارات عالية لدى المهندس المالي، وأن يكون متعدد البراعات ويمتلك مهارات اتصال جيدة فضلا عن معرفة كبيرة بالأدوات المالية وتطبيقاتها وفهم جيد للنظرية المالية والمعرفة بالقوانين المحلية والعالمية المرتبطة بالأدوات والأسواق المالية والقدرة على استعمال الحاسوب، وغيرها من المهارات.

تُعرّف المشتقات المالية بأنها أحد الأدوات الإستثمارية الجديدة المشتقة من أدوات استثمارية تقليدية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتعتمد قيمة المشتقات على أسعار هذه الأدوات¹. كما أنها عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. وتضم المشتقات مزيجاً من العقود المالية التي تختلف وفق طبيعتها، ومخاطرها، وآجالها التي تتراوح بين 30 يوماً وعام أو أكثر. كما تتنوع الأدوات المشتقة تبعاً لدرجة تعقيدها، حيث ترتبط هذه الأدوات بعلاقة طردية مع درجة تعقد طبيعتها من زاوية كونها أساسية أو وسيطة أو هجينة. ومن أهم أنواع المشتقات المالية ما يلي:

4-1- العقود المستقبلية: هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم أو التسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما على صورة نقدية أو بصورة أوراق مالية، من أجل حماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء بالتزاماتهم². وتتسم العقود المستقبلية بالسمات التالية:

- لا تتم المتاجرة في هذه المنتجات بين البنوك وإنما تتم في الأسواق الآجلة التي حددت مواصفاتها وأوقات المتاجرة فيها ومواعيد الإستلام والتسليم.
- الصفة الأساسية لهذه المنتجات هي الإلتزام بالتنفيذ مستقبلاً ولكن بشروط تتم في الوقت الحاضر³.
- المنتجات المشتقة متجانسة ومتماثلة والتعامل فيها يتم بسلع وأصول متجانسة أيضاً وبشروط نمطية مما يسهل فهمها والتعامل فيها (تستثنى العقود الآجلة لشروطها غير النمطية).

¹ مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010، ص: 111.

² هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 631.

³ الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفا للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 188.

4-2- الخيارات المالية: وهي عقود معيارية (مغطاة) تعطي الحق لمالك الخيار (وليس الإلزام) لشراء أو بيع أداة استثمارية معينة في المستقبل بسعر يحدد اليوم مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض يسمى العلاوة، وهي غير ملزمة لمالك الخيار (المشتري) ولكنها ملزمة لمصدره (البائع)، ولها خصائص عدة منها¹:

- أن حامل الخيار لا يستلم أي مقسوم أرباح أو فوائد.
- عائدات الخيارات هي فقط عائدات رأسمالية.
- يمكن لحامل الخيار أن يتمتع بالإعفاء الضريبي.
- الخيارات يتاجر بها في بورصات الأسهم المنظمة.
- يمكن لحامل الخيار أن يتحكم بجميع حقوقه على الموجود الأساسي.
- الخيارات تعطي إمكانية الحصول على أرباح غير متوقعة.
- يمكن لحامل الخيار أن يتمتع بتكيفية توافقية واسعة من العائد والمخاطرة.
- الخيارات تقلل من كلفة الصفقات الكلية للمحافظ الإستثمارية.
- الخيارات تمكن المستثمرين من الحصول على عائدات كبيرة من كمية استثمارات محدودة.

4-3- العقود الآجلة: هي عبارة عن عقد بين طرفين لشراء أو بيع أحد الأصول بسعر محدد، وفي تاريخ محدد في المستقبل، وعادة ما تستخدم هذه العقود بكثرة من جانب البنوك والمستثمرين لتفادي تعرضهم لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، خاصة في مجال العمل الدولي، ومخاطر التدفقات الإيرادية المستقبلية الداخلة والخارجة.

4-4- عقود المبادلات: هي التزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة أصل معين، أو نوع معين من التدفقات النقدية مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي، ويتم هذا بموجب شروط يتفق عليها بين الطرفين عند التعاقد. ومن بين أهم أنواع المبادلات ما يلي²:

4-4-1- مبادلة الأسهم: بموجبها يتم الاتفاق على مبادلة لمعدل العائد على أحد الأسهم، أو لمجموعة من الأسهم، بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.

¹ أنظر:

- حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار الباروزي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 249-250.

- لطيفة جاسم العون، بيوع الأوبشن... هل هي جائزة؟، مجلة المستثمرين، على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=154> consulté le 07/10/2012.

² مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

4-4-2- مبادلة السلع: هي مبادلة بموجبها يقوم أحد الأطراف بالشراء من طرف آخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد وبالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فوراً، وفي ذات الوقت يتم بيعها له بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها بين الطرفين، البائع والمشتري.

4-5- خيارات المبادلات: وهي أداة مالية تجمع الخيارات مع مبادلات العملات ومبادلات أسعار الفائدة. فمشتري هذه الأداة له الحق (وليس الإلتزام) للدخول في عقد مبادلة جديد أو لإلغاء شراكة في عقد مبادلة قائم بتاريخ مستقبلي.

4-6- مشتقات الائتمان: لقد تطورت هذه الأداة منذ مدة قريبة، وهي أداة مالية حديثة غايتها التقليل من مخاطر الائتمان للقرض أو للورقة المالية، وهي تساعد المصارف التجارية والمؤسسات المالية لإدارة مخاطر الائتمان وتحمي المقرضين من مخاطر عدم إيفاء المقترضين. أما أهم مشتقات الائتمان هي:

4-6-1- مبادلات الائتمان: وهي من المبادلات التي تسمح للمؤسسات المالية بالتحوط من مخاطر الائتمان.

4-6-2- خيارات الائتمان: وتعني أن المستثمرين يمكن أن يقللوا من مخاطر عدم الإيفاء وذلك من خلال الحصول على وثيقة خيار ضمان مقابل مقدار إئتمائهم.

4-6-3- كميالة الائتمان المترابط: وهي تجمع ميزات السند القانوني وخيار الائتمان، وهذه الكميالة تضمن الحصول على دفعات فائدة قانونية ومنظمة، وهي أيضاً تضمن الحصول على قيمة السند في تاريخ الإستحقاق. إن هذا النوع من المشتقات يمكن أن يقلل المخاطرة ويمكن أن يعرض مستعمله لمخاطر مالية جديدة، فهي عقود ذات مفاوضات سرية وشخصية.

4-4- التعهدات: هي أوراق مالية تعطي لحاملها الحق لشراء عدد من السهم بسعر ثابت خلال مدة محددة من الزمن، وهي خيار طويل الأمد مصدر من قبل شركة ما تعطي لحاملها الحق بشراء عدد محدد من الأسهم العادية بسعر محدد في زمن محدد، والخيارات إذا أصدرتها شركات تسمى تعهدات. والتعهدات هي صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الأولي مرفقا بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم والسندات، وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها.

وللمشتقات المالية مزايا تشجع الكثير من المضاربين على التعامل بها، وتجعلها أكثر أدوات الإستثمار استعمالاً في عصرنا الحاضر. وتتمثل الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات في مايلي¹:

- **التغطية ضد المخاطر:** يتم ذلك بقيام المستثمر بشراء عقد على أحد الأصول في سوق العقود المستقبلية بتاريخ التسليم التي تتوافق مع توقيتات الحاجة إلى ذلك الأصل (تغطية العمليات الشرائية)، أو

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، مرجع سبق ذكره، ص: 335-339.

- بيع عقود مستقبلية لتجنب المخاطر المتعلقة بانخفاض أسعار الأصل محل التعاقد في المستقبل (تغطية العمليات البيعية).
- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.
 - إتاحة فرصة أفضل للتدفقات النقدية: حيث يسمح تسوية العقد المشتق بتحقيق أرباح تعوض البائع عن الإنخفاض الحاصل في أسعار الأصول المالية محل العقد.
 - إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: من خلال السماح لهم بالدخول كطرف في العقد لغرض تحقيق الأرباح، وليس لغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل لغرض الإستعمال.
 - تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي بدأ المستثمر بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.
 - سرعة تنفيذ الإستراتيجية الإستثمارية: نظراً لمرونتها، فضلاً عن سيولتها المتميزة.
 - تحقيق سمة الكمال للسوق: من خلال إمكانية عمل توليفات من عقود المشتقات والأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضر، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر.
- وفي مقابل كل هذه المزايا، فإن مخاطر الإستثمار في المشتقات المالية كبيرة جداً (مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق، المخاطر القانونية والتشغيلية)، وينشأ ارتفاع هذه المخاطر من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر، وإنما مع المستقبل. ويجب دراسة هذه المخاطر قبل إنشاء أي موقع في المشتقات، إذ أن استعمال المشتقات من غير فهم لمفرداتها وسلوكها يمكن أن يقود إلى أزمات غير محسوبة.

المبحث الثاني: نظريات أسواق الأوراق المالية

تأسست أسواق الأوراق المالية وتطورت على ركائز نظريات هامة، يعالجها الباحث بالتفصيل فيما يأتي من مطالب:

المطلب الأول: نظرية السوق الكفؤة (EMT) Efficient Market Theory

ينبغي إدراك أن كفاءة أسواق الأوراق المالية تضمن تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الإقتصاد القومي، الأمر الذي يقلل من فرص توجيه الإستثمارات تجاه مضاربات وتوقعات غير مستندة إلى معلومات وبيانات صحيحة، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الإقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية. وتأسيساً على ما تقدم، يتناول هذا المبحث بالشرح والتحليل لموضوع السوق المالية الكفؤة:

1- تكوين وتطور نظرية السوق الكفؤة (EMT):

في تفسير ضيق، فإن نظرية السوق الكفؤة تعني أن أسعار الأوراق المالية وبصورة دائمة تعكس جميع البيانات المعروفة. فإذا أُعلنت لشركة معلومات إيجابية غير متوقعة حول الإيرادات، فإن عامة المستثمرين يُسارعون إلى شراء الأوراق المالية بأسعارها السابقة فيجدون أنفسهم مضطرين للتداول وبأسعار جديدة أعلى تعكس هذا الإعلان. وعندما يشتري المستثمرون بالأسعار الجديدة فمن الممكن أن يتوقعوا عائداً عادلاً عند درجة من مخاطر الأوراق المالية.

والدراسات الميدانية عن الأسواق الكفؤة مردها إلى إحدى فترتين رئيسيتين. فخلال الستينات والسبعينات من القرن الماضي فإن كل الدراسات التي تناولت (EMT) كانت تُبَيِّن أنها نظرية فعالة وكانت تلقى دعماً بالتأييد، لكن دون أن يتم تتبُّع ذلك القدر من وجود أسواق غير كفؤة ولا حالة الكفاءة. وفي بداية الثمانينات أشارت بعض الدراسات التجريبية إلى أن أسواق الأوراق المالية لم تكن بتلك الكفاءة كما اعتقده المتخصصون، أو أن الفهم لنموذج تسعير الأصول وكفاءة السوق يجب توسيع دائرته.

وفيما يلي، بعض الدراسات التي أُجريت لتكوين فكرة كاملة عن تطوُّر (EMT):

1-1- المداخل الثلاثة لإختيار الأوراق المالية: توجد ثلاثة مدارس مميزة لإعطاء فكرة مقبولة في إختيار الأوراق المالية: الإختيار التقني، الإختيار الأساسي والإختيار المبني على افتراض كفاءة السوق.

1-1-1- الإختيار التقني (التحليل الفني): من الأمور التي يجب أن يدركها المستثمر في الأوراق المالية هو كيفية الإستفادة من المعلومات والبيانات المتاحة في سوق الأوراق المالية أو الإقتصاد عموماً، والتي يبني على ضوء تحليلها وتفسيرها قراره الإستثماري الرشيد بشراء الأوراق المالية أو بيعها. ومثل هذه الأمور تُبعد المستثمر عن أيّ

تصرفات غير مدروسة قد تسبب له خسائر. وعليه، فإن المستثمر في الأوراق المالية إنما يهتم ويستفيد من جملة من التحليلات من ضمنها ما يُعرف بـ"التحليل التقني (الفني) للأوراق المالية". يعتقد التقنيون أن دراسة السعر التاريخي وحجم التحركات يُمكن من تحديد كيفية تحرك الأسعار والتي على ضوءها يتم التنبؤ بشكل التحرك في المستقبل. وبسبب الاعتماد على خريطة الأسعار، فإنه يُطلق على التقنيين إسم "راسمو الخرائط chartistes". والتقني ذو الخبرة قد لا يُعير أهمية لما ستؤول إليه الشركة مستقبلاً (تصوّراته عن مستقبل الشركة)، الحالة المالية، خطر الإنتاج، وسيلة الحماية... معتقداً أن التطور التاريخي يعكس الموضوع كاملاً¹.

وفي دراسة مهمة قدّمها كل من "Edwards & Magee" سنة 1958، حدّداً بموجها الفروض التي يقوم عليها التحليل الفني للأوراق المالية بشكل عام، وهي²:

- القيمة السوقية للورقة المالية تُحدّد بفعل قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب يحكمه عدة متغيرات بعضها رشيد وبعضها الآخر غير رشيد.
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون حركة اتجاهاتها تستمر لفترة طويلة نسبياً بالرغم من احتمالات تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
- التغيير في العرض والطلب يمكن أن يُؤشّر عاجلاً أم آجلاً عن تغيير في حركة السوق.

1-1-2- الإختيار الأساسي أو الجوهرى³: يُطلق على مؤيدي الأسلوب الثاني بـ"المؤسسون". والمحللون الأساسيون يفحصون الظروف المحيطة بالشركة سواءً تمثلت في الظروف الإقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف الشركة ذاتها، وهدفهم من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تُفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للشركة، والتي تُعتبر محددات أساسياً للقيمة السّوقية للسّهم الذي تُصدره. ويستند هؤلاء المحللون إلى مدخلين: يستند المدخل الأول إلى التحليل الكليّ فالجزئيّ أو التحليل من أعلى إلى أسفل، ويتضمن ثلاثة مراحل، يتم التركيز في الأولى على تحليل الظروف الإقتصادية بهدف التعرف على التغييرات المحتملة في الظروف الإقتصادية والتأثير المحتمل على سوق رأس المال، ثم تحليل ظروف الصناعة في المرحلة الثانية في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الإقتصادية التي يُحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب تطوّر تكنولوجي أو تغيير إجتماعي أو أسباب أخرى، وأخيراً التحليل على مستوى المنشآت

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 241.

² أنظر:

- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص: 150-151.

- Francis, J.C, **Investments, Analysis and Management**, 5th. Ed., Mc Graw-Hill inc, 1992, p: 522-529.

³ راجع في مفهوم التحليل الأساسي ومدخله:

يهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الواعدة والتي يُوصي المحلل بالإستثمار في الأوراق المالية التي تُصدرها. أما المدخل الثاني فيستند إلى التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى. وببساطة، فيمكن القول أن المؤسسين يعتقدون أن من خلال التحليل المالي للورقة المالية يمكن تحديد الأوراق المالية التي لم تُسعر بصورة صحيحة.

1-1-3- إختيار السوق الكفؤة: تُشير نظرية السوق الكفؤة (EMT) إلى أن كفاءة المحلل عالية إذا تم تحديد الأوراق المالية التي لم تُسعر بصورة صحيحة، وعليه فإن عدم وجود مثل هذه الأوراق المالية يجعل سعر السوق للورقة المالية مساوياً لقيمتها الحقيقية العادلة. وإذا لم تكن مثل هذه الحالة، فإن المديرين ذوي التقنية العالية والمعلومات الجيدة سيكتشفون فوراً الأرباح المحتملة، وسيدفعون أسعار السوق إلى التعادل من خلال البيع والشراء. إذن، إذا كانت فرضية السوق الكفؤة صحيحة، نرى بأن اختيار الورقة المالية سيصبح عملية بسيطة جداً. أولاً نُحدّد مستوى المخاطرة المقبول لمحفظة استثمارية معيّنة، ثم نخلق مزيج واسع من أسهم وسندات مُحتفظ بها والتي لها تلك الدرجة من المخاطر. وأخيراً نُجرب المتاجرة (التداول) بسبب الإعتقاد بارتفاع الأسعار أو انخفاضها وهي ليست كذلك بل إن الأسعار عادلة¹. وهنا نشير إلى وجوب توفر فوائض نقدية أو وجود الرغبة في تحقيق منافع ضريبية لأجل أن تتم المتاجرة أو التداول.

2- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وعرض أهم أساسياتها:

1-2- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومستوياتها:

1-1-2- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: حتى تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص المدخرات على أفضل الإستثمارات لا بد أن تكون هذه السوق كفؤة. ويمكن تعريف السوق الكفؤة بأنها "تلك السوق التي يتساوى فيها سعر كل ورقة مالية مع قيمة الإستثمار في كل الأوقات"².

ووفقاً لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في الشركة المصدرة للسهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة³.

وفي السوق الكفاء، يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبشها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 248-249.

² محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 1997، ص: 111.

³ حسان خضرم، كفاءة أسواق الأوراق المالية، برامج التدريب عن بعد (تحليل أسواق الأوراق المالية)، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، على الموقع الإلكتروني: http://www.arab-api.org/course9/c9_3_1.htm consulté le : 23/08/2010

الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة. كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب¹. ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

2-1-2- مستويات الكفاءة: وهناك ثلاثة مستويات لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية²:

أ- **مستوى الكفاءة الضعيفة:** الذي يعني عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الإستثمار في السوق من خلال استخدام معلومات تاريخية سابقة عن اتجاهات أسعار الأسهم. ينفي هذا الفهم من الكفاءة وجود تقلبات نمطية لحركة أسعار الأسهم معلومة لدى البعض من المتعاملين في السوق، الأمر الذي يُقلل من فرص حيازة البعض لمعلومات غير متوفرة للآخرين واستخدامها للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم.

ب- **مستوى الكفاءة المتوسطة:** يعني عدم إمكانية التنبؤ بمعدل تغير سعر السهم باستخدام بيانات أسعار السهم من الماضي، والمعلومات الأخرى المنشورة عن السهم. وفقاً لهذا الفهم، فإن المعلومات المطلوبة لتحديد مسار حركة سعر السهم ليست كما هو الحال في مفهوم الكفاءة الضعيفة، بل تشمل بقية المعلومات بما فيها تصريحات مسؤولي السوق ومعلومات عن أداء الإقتصاد القومي أو القطاع الذي تعمل فيه الشركة المصدرة للأسهم، أو أي معلومات أخرى ذات صلة بالسهم شريطة أن تكون متاحة للجميع.

ت- **مستوى الكفاءة القوية:** يدل على عدم قدرة أحد من التنبؤ بعائد السهم (أو معدل تغير عائد السهم) باستخدام كل البيانات المتاحة بما فيها البيانات الخاصة التي قد لا تتوفر لكل المتعاملين في السوق. يحرص هذا الفهم من الكفاءة على عدم إمكانية أي جهة الإستفادة من أي نوع من المعلومات المتوفرة لديها لتحديد حركة أسعار الأسهم في السوق. تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن مستوى الكفاءة القوية يمثل صورة مثالية لأداء أسواق الأسهم، لكن في الواقع لا تتوفر حتى في الأسواق المتطورة^{*}، لأن حدوث التقلبات المفاجئة وانحيار الأسواق المالية وبعض الأسهم فيها لا يتسق مع مفهوم هذا النوع من الكفاءة.

¹ نادية أمين محمد علي، تحليل أسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، 2007/03/08-06، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، ص: 05.

² إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 08.

* في الواقع التطبيقي، عادة ما يتم التحقق من كفاءة أسواق الأوراق المالية بتحديد ما إذا كانت أسعار الأوراق المالية (وخاصة الأسهم) في الماضي والحاضر تمثل متنبأ جيداً لأسعار الأسهم في المستقبل. ويتأتى ذلك بوجود علاقة ارتباط ذاتي لأسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية المتتالية. وفي هذا الصدد، تقوم الأدبيات التطبيقية المتخصصة بدراسة علاقة الإرتباط بين أسعار الأسهم في مختلف الأسواق عبر الفترات الزمنية بواسطة منهجية الإقتصاد القياسي، وبالأخص إجراء اختبار ديكي فولر (Dickey - Fuller, 1979) واختبار فيليبس بارون (Phillips Parron, 1987). وتتوفر مثل هذه الدراسات لبعض أسواق الأسهم العربية، التي أوضحت أن أسواق الأسهم الخليجية بالإضافة إلى أسواق القاهرة والإسكندرية، وتونس والدار البيضاء والجزائر لا تتسم جميعها بالكفاءة حسب المفهوم الضعيف للكفاءة، الأمر الذي يُجتم ضرورة تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر الرقابية في هذه الأسواق، وذلك بغية تحسين أدائها من حيث الكفاءة.

2-2- شروط كفاءة سوق الأوراق المالية: أشرنا في المفهوم إلى أن أسواق الأوراق المالية قادرة على ترتيب أو تهيئة المعلومات، والأسعار لا تتعدّل طبقاً للمعلومات الجديدة بعد فترة أو حصول تأخر في ذلك، ولكن يحصل ذلك في حينه مباشرة أو بلحظات. وهناك أربعة شروط لخلق أسواق مسعرة وبكفاءة:

- أن تكون المعلومات غير مكلفة ومتاحة لكافة المشاركين في السوق في لحظة زمنية معيّنة، وعليه فإن لدى المستثمرين توقعات متشابهة أو متجانسة.
- لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب أو عوائق للمتاجرة، أي أن الأسواق غير مجزأة.
- ألا تتأثر الأسعار نتيجة التداول من شخص واحد أو شركة واحدة، والأفراد هو الآخذون للأسعار.
- أن يكون كافة الأفراد معتدلون في تعظيم المنفعة المتوقعة.

إن ما نريد أن نناقشه هو أن الشروط الأربعة هذه لا تكون صحيحة حصراً. فالمعلومات تُعطى إلى بعض الأطراف (مدراء الشركات مثلاً) قبل الآخرين مع وجود عمولة البحث عن تلك المعلومات. والشرط الثاني غير صحيح تماماً مادامت تكاليف المعاملات والضرائب وتشريعات القيود الإستثمارية موجودة. ومع أن تكاليف المعاملات منخفضة نسبياً، فلن تؤدي إلى اضطراب جوهري في الأسعار (هذا إذا ما استثنينا التغيرات الحادة في الأسعار بفعل المضاربات أي حالة الفقاعات التي تسبق نشوب أزمة مالية) دون ثباتها، وهو ما يجعلنا نقول بأن الشرط الثالث غير صحيح كذلك. والنتيجة نفسها بالنسبة للشرط الرابع لإتصاف العديد من المتعاملين بالاجشع والطمع والجري وراء الأرباح، إلا أن هذا الشرط يبقى الأكثر واقعية مقارنة بالشروط الثلاثة الأخرى. ولأن مثل هذه الشروط ليست صحيحة حصراً، فإن تمييزاً قد وُضع بين الأسواق الكفؤة تماماً وبين الأسواق الإقتصادية الكفؤة.

2-3- أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: ما بين كمّ من المعلومات والبيانات التي ترد إلى السوق ونوعها ثم تحليلها والتي تخص شركة الأعمال المصدرة للأسهم، وبين استجابة الأسهم للتغير في قيمتها السوقية زيادة أو نقصاناً وفق ما تحمله تلك المعلومات من أنباء تفاؤلية أو تشاؤمية، يُمكن أن نُميّز بين نوعين من الكفاءة، هما¹:

2-3-1- السوق ذات الكفاءة الكاملة: عندما ينعلم الفاصل الزمني بين تحليل المعلومات التي ترد إلى السوق عن الجهة المصدرة للأسهم واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية وبسرعة وفق تلك المعلومات، يُشار إلى هذه السوق بأنها سوق ذات "كفاءة كاملة"، حيث تضمن هذه السوق حصول كل المستثمرين على المعلومات، ومن

¹ راجع في ذلك:

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 42
- حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 130-133.

- Bhalla, V.K, *Investment Management*, op.cit, p: 384.

ثمَّ تُتاح لأيٍّ من حملة الأسهم فرصة مماثلة لما يُمكن أن تُتاح للمستثمرين الآخرين نتيجة تماثل التوقعات وغياب تكاليف الحصول على المعلومات.

ولكي تصل السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة، لابد من توفُّر عدد من الشروط، أهمُّها¹:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أيِّ قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب.
- لا توجد أي قيود على التعامل بالأسهم من ناحية البيع والشراء.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يُؤثِّر لوحده على أسعار الأوراق المالية.
- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

إن المتعمِّق في الدراسات المالية يُلاحظ أن هذه الشروط لا يُمكن أن تتحقق في الحياة الإقتصادية، أو على الأقل بعضاً منها، وخصوصاً الشرط الأول والثاني والثالث والرابع، ليضل مقبولاً نسبياً الشرط الخامس والمتضمن الرشد في القرار الإستثماري، حيث أن الرشد يعتبر المنهج لأي عملية استثمارية، وعليه تفقد السوق صورة الكفاءة الكاملة لنتقل إلى شكل السوق بكفاءة إقتصادية.

2-3-2- السوق ذات الكفاءة الإقتصادية: في ظلّ هذه السوق، يُتوقَّع أن يكون هناك فاصل زمني ما بين توفُّر المعلومات ووصولها إلى السوق واستجابة السهم للتغير في قيمته السوقية في ضوء تلك المعلومات. وإن حصل ذلك، يُقال بأن السوق ذات كفاءة إقتصادية، وهذا يعني أن القيمة السوقية لأيِّ سهم يُمكن أن تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية ولفترة من الزمن، فقد لا يكون الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية كبيراً إلى درجة تُمكن المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية في المدى البعيد².

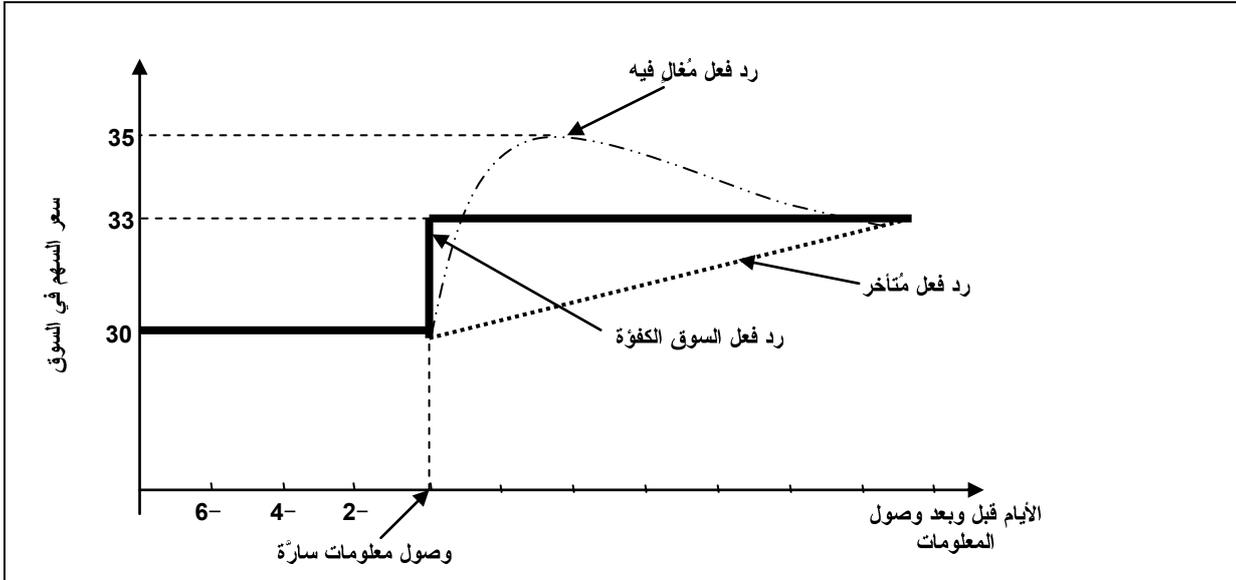
وقد عرض "Haugen" في كتابه "نظرية الإستثمار الجديدة Modern Investment Theory" توضيح العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية للسوق، وحركة التغير التي تحصل في الأسعار في الشكل التالي رقم (02-03):

¹ صالح مفتاح، أ. معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010، ص: 183.

² French D, *Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management*, Merrily Publications, 1989, p: 207.

شكل رقم (02-03):

العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق أوراق مالية



Source: Haugen, R.A, Modern Investment Theory, 3rd.ed, Prentice-Hell, Inc, 1993, p: 642-643. بتصرف الباحث

المطلب الثاني: نظرية المحفظة المالية

تُنسب نظرية المحفظة إلى العالم "هاري ماركويتز Harry Markowitz" الذي وضع أساسها في سنة 1952، ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال: Turner, Conen, Sharp، وهي تمثل الأساس الذي قامت عليه معظم النماذج الحديثة في الإستثمار.

1- مفهوم المحفظة المالية والمحفظة المالية المثلى:

تعني مجموعة الأصول المالية والإستثمارات المجمعة في كيان استثماري واحد مع مراعاة العلاقة بين مكوناتها بهدف إما تحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستويات المخاطرة المحيطة بالأسواق، أو تحقيق أقل درجة من المخاطرة في ظل مستويات مختلفة من العوائد¹. أو هي بمثابة أداة مركبة من أصول مالية (أسهم، سندات، أدوات الخزينة والخيارات...) تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى "مدير المحفظة المالية"، و يكون هدف المستثمر من تكوينها هو²:

- تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها.
- تنمية قيمتها السوقية لتحقيق أرباح رأسمالية إلى جانب الأرباح الإيرادية التي قد يحصل عليها من جراء احتفاظه بتلك الأصول الحقيقية والمالية.

¹ محمد الصبري، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2006، ص: 209.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص: 30.

- أما المحفظة المالية المثلى فتعرّف بأنها "تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع"¹.
- وُتبنى نظرية المحفظة على خمسة (05) فرضيات أساسية تتعلق بسلوك المستثمر، وهي كالآتي²:
- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الإحتمالي للعائد المتوقع عبر الزمن.
 - أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، ومنحنى المنفعة له يعكس تناقص في المنفعة الحدية للثروة.
 - ينظر المستثمر إلى المخاطر على أساس كونها التقلّب في العائد المتوقع.
 - أن القرار الاستثماري يقوم فقط على متغيرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة.
 - أن المستثمر يبغض المخاطر، بمعنى أنه إن كان عليه المفاضلة بين بديلين استثماريين يتولّد عنهما العائد نفسه، فسوف يختار أقلهما مخاطرة. وفي المقابل، إذا كان يفاضل بين بديلين على ذات الدرجة من المخاطر، فإنه سيختار البديل الأعلى عائداً.

2- أهمية وأنواع التنوع في المحفظة المالية:

- 2-1- معنى التنوع وأهميته:** يقصد بالتنوع التعدد والتنوع في محفظة الاستثمار فيما بين استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل في أصول مالية متنوعة ولمؤسسات متعددة في قطاعات اقتصادية مختلفة محلياً و/أو دولياً، لتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة.
- ويعد تعدد الأهداف الاستثمارية دافعاً جوهرياً للتنوع. إذ يحقق التنوع مزايا يصعب تحقيقها في حالة الإستثمار الفردي (الإستثمار في أصل مالي واحد). والتنوع في حد ذاته لا يمثل طوق النجاح للمستثمر، إذ يجب أن يبنى على أسس ومبادئ علمية متعارف عليها (التنوع الكفاء)، وليس تنوع جزائي أو عشوائي قد يضيع على المستثمر مكاسب كان من الممكن تحقيقها لو أحسن تنوع محفظته الإستثمارية.

2-2- أنواع التنوع في المحفظة المالية:

2-2-1- تنوع جهة الإصدار:

- أ- **التنوع الساذج أو البسيط:** هو تنوع يتركز على فكرة تعدد الأصول المالية في محفظة الإستثمار، وفلسفته أن أية زيادة في عدد هذه الأصول سيؤدي إلى خفض المخاطر. وعليه يقصد بالتنوع الساذج الإختيار العشوائي

¹ بن موسى كمال، المحفظة الإستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، عدد 03، 2004، جامعة ورقلة، ص: 44.

² Rilly. F, **Invest analysis & portfolio management** (2nd ed), The Dryden Press, 1985, P: 323.

للأصول المالية المكونة للمحفظة الإستثمارية دون دراسة وتحليل هذه الأصول. وفلسفة التنويع الساذج هي أنه كلما زاد عدد الأصول المالية بالمحفظة الإستثمارية، ينخفض حجم المخاطر الكلية لها. فمع كل أصل مالي إضافي تنقلص المخاطر غير المنتظمة إلى أن تقترب من الصفر، بينما تبقى المخاطر المنتظمة والتي يتم تعويض المستثمر عن تحملها لها.

وإذا كان التنويع الساذج يساهم في تخفيض المخاطر مع زيادة عدد الأصول المالية المختارة عشوائياً داخل المحفظة، إلا أنه تشوبه بعض المآخذ منها:

- تخفيض العائد المحقق.
- لن تنخفض المخاطر الكلية للمحفظة بعد عدد معين من الأصول المالية المكونة للمحفظة (15 أصل مالي)*.
- المغالاة في التنويع تصاحبها صعوبة في متابعة الإستثمارات وزيادة كبيرة في كلفة المعاملات.

ب- التنويع المثالي: يطلق عليه التنويع الكفاء أو تنويع ماركويتز. ويقصد به إختيار الأصول المالية للمحفظة الإستثمارية بناءً على دراسة وتحليل معامل الارتباط بين العوائد المختلفة لهذه الأصول. فإذا كانت العلاقة طردية بين عوائد الأصول، إرتفعت درجة المخاطر. والعكس بالعكس. وكلما إنخفضت قيمة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة الإستثمارية، إنخفضت مخاطر هذه المحفظة، والعكس صحيح.

ونستنتج معنى تخفيض المخاطر من خلال التنويع من خلال المقولة "عدم وضع البيض كله في سلة واحدة". ووفقاً لذلك، جاء ماركوتز بفكرة أو مفهوم "التنويع الكفاء" الذي يبرز المخاطر الدنيا للمحفظة الإستثمارية بصورة أوضح، وقد بيّن أن في حالة إمكانية الحل من إكمال تقديرات للعوائد المتوقعة للورقة المالية، الإنحرافات المعيارية ومعاملات الارتباط، فإن المعادلة التالية يمكن حلها عن طريق الكمبيوتر¹:

$$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^N \chi_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i}^N \chi_i \chi_j \sigma_i \sigma_j r_{ij} \right]^{1/2}$$

تحت شرط:

1. $R^* \leq E(R_p) = \sum_{i=1}^N \chi_i E(R_i)$
2. $\sum_{i=1}^N \chi_i = 1.0$

* تشير الدراسة الشهيرة التي قام بها "Even" و "Archer" سنة 1968 على أن احتواء المحفظة الإستثمارية على 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر غير المنتظمة، حيث تتناقص هذه الأخيرة تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة حتى يصل عدد هذه الأوراق 15 ورقة مالية حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة عدم الجدوى في تخفيض هذه المخاطر.

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص: 206.

حيث:

- σ_p : الإنحراف المعياري للمحفظة الإستثمارية.
- χ_i : النسبة المئوية المستثمرة بالورقة المالية i .
- χ_j : النسبة المئوية المستثمرة بالورقة المالية j .
- σ_i^2 : تباين الورقة المالية i .
- σ_j : الإنحراف المعياري للورقة المالية i .
- r_{ij} : معامل الارتباط بين عائد الورقة المالية i والورقة المالية j .
- $E(R_p)$: توقع عائد المحفظة الإستثمارية.
- $E(R_i)$: توقع عائد الورقة المالية i .
- R^* : العائد الفعلي للمحفظة الإستثمارية.
- N : عدد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة.

إذن، فالتنوع الكفاء هو تنوع يأخذ في إعتباره أربعة أمور غاية في الأهمية، هي:

- المخاطر الكلية لمحفظة الإستثمار.
- الفروض الخمسة لنظرية المحفظة المالية.
- العائد المتوقع على المحفظة في ظل إختلاف الأوزان النسبية للأصول المالية المكونة للمحفظة.
- درجة (معامل) الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة المالية.

2-2-2- تنوع تواريخ الإستحقاق: إن المشكلة التي يواجهها مدير محفظة الأوراق المالية بشأن توزيع

مخصصات المحفظة بين السندات الطويلة الأجل والسندات القصيرة الأجل، من الممكن التغلب عليها من خلال الأساليب التالية¹:

أ- **الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة:** يتطلب هذا الأسلوب من مدير المحفظة إحداث تغييرات مستمرة في محتويات المحفظة وذلك وفقاً للإتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا توقع ارتفاع أسعار الفائدة، فعليه أن يسارع ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل واستبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل، ويقوم بالسلوك العكسي إذا ما توقع انخفاضات في أسعار الفائدة.

إن نجاح الأسلوب الهجومي يتوقف على مدى صحة التوقعات، فعند تحقق هذه التوقعات فإن المستثمر يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التغيير المستمر للأوراق المالية، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلاً فإن المستثمر قد يتعرض إلى خسائر وهزات عنيفة في عائد المحفظة قد تؤدي به إلى الإفلاس.

ب- **تدرُّج تواريخ الإستحقاق:** يقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بتوزيع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ إستحقاق متتالية.

¹ أنظر:

- منير صالح هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص: 229-236.
- أحمد العلي، إدارة الإستثمارات والمحافظة الإستثمارية، كلية الإقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سوريا، 2007/2008، ص: 36-37، بتصرف من الباحث.

وتتمثل مزايا هذا الأسلوب في التنويع في تحقيق أهداف المحفظة من خلال توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقت. حيث أن استرداد قيمة السندات قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، والإستثمار في السندات طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد.

ت- التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل: يُقصد بهذا الأسلوب استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل، وبالتالي تشكيل المحفظة من إستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل فقط. ويعود السبب في ذلك إلى أن الإستثمارات قصيرة الأجل تسهم في توفير السيولة، بينما الإستثمارات طويلة الأجل توفر فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة انخفاض أسعار الفائدة. أما الإستثمارات متوسطة الأجل فهي لا تحقق أي من هدي السيولة والربحية.

2-2-3- التنويع الدولي: يقصد به الإستثمار في أصول ومنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي والعملات، وذلك للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية في سوق المال المحلية. ويقدم التنويع الدولي للمستثمرين علاقة تعويضية أفضل بين العائد والمخاطرة¹.

3- سياسات الإستثمار في المحفظة المالية واستراتيجيات إدارتها:

3-1-3- سياسات الإستثمار في المحفظة المالية: السياسة الإستثمارية هي مجموعة القواعد المرشدة في عمليه صنع وإتخاذ القرارات المالية والإستثمارية. وتختلف السياسات الإستثمارية من محفظة إستثمار لأخرى، نظراً لإختلاف أهداف المستثمرين وأمطهم. وهذه السياسات ما هي إلا إنعكاس طبيعي لنمط وفكر المستثمر في إدارة المخاطر وتحقيق مستويات محددة من العائد. وبالتالي يمكن التمييز بين أربعة أنواع رئيسة من السياسات الإستثمارية، هي:

3-1-1- السياسة الهجومية: و تهدف للحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة وتتكون في الغالب من الأسهم العادية وهذا النوع من المحافظ مخاطره مرتفعة ويمكن أن تحقق أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع لأسعار الأسهم بنسب تفوق معدلات التضخم.

3-1-2- السياسة المتحفظة أو الدفاعية: ويطلق عليها عادة اسم محافظ الدخل لأنها تؤمن ثبات واستمرارية تحقيق الدخل، بذات الوقت التي توفر فيها عامل الأمان لرأس مال المحفظة، وتتكون عادة من أسهم ممتازة وسندات حكومية.

¹ التنويع الدولي، موقع غولف بيز (Gulf Base) للمعلومات المالية التفصيلية لجميع الشركات المساهمة في دول مجلس التعاون الخليجي، على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.gulfbase.com/ar/investmenttutorial/section?id=154&pageID=154> consulté le 09/09/2012.

3-1-3- السياسة المتوازنة: هي خليط بين النوعين السابقين لتحقيق توازن بين الدخل الثابت وعامل الأمان بالمحافظة على رأس المال المستثمر.

3-1-4- قاعدة الرجل الحريص: تستهدف هذه السياسة تجنب المشكلات التي قد تؤثر على قدرة المحافظة المالية على النمو والاستقرار، وبالتالي يلجأ المستثمر إلى تلافي المشكلات التي قد يقابلها عند بناء محفظة الإستثمار، مثل: إرتفاع كلفة المعاملات، التنوع غير الضروري، عدم الإستفادة من البدائل الإستثمارية المتاحة، عدم الإستفادة من تحليل المؤشرات المالية. وفي ضوء هذه القاعدة يتصرف المستثمر بحرص شديد حتى يتجنب المشكلات المشار إليها.

3-2- استراتيجيات إدارة المحافظ المالية: يقصد بإستراتيجية الإستثمار أفضل طريقة لتحقيق أهداف وطموحات المستثمر. ويتوافر العديد من إستراتيجيات إدارة المحافظ المالية، منها:

3-2-1- الإستراتيجية السلبية: ويطلق عليها إستراتيجية الشراء والإحتفاظ، ومؤداها شراء الأصول والمنتجات المالية والإحتفاظ بها. وتتطلب هذه الإستراتيجية شرطي الكفاءة والتماثل في عملية التوقعات. وتحقق هذه الإستراتيجية عائداً أقل، نظراً لأنها تحتاج إلى جهد أقل.

3-2-2- الإستراتيجية الإيجابية: تتمحور هذه الإستراتيجية حول حسن تقدير كلا من العائد والمخاطر، ومن ثم تملك السوق ومن ثم:

- الشراء عندما ينخفض السعر.

- البيع عندما يرتفع السعر.

- إعادة استثمار الأرباح لتحقيق أرباح أخرى (تدوير الأرباح).

وترى هذه الإستراتيجية أن الإستثمار يحتاج إلى وقت أطول وتحمل مخاطر أكبر.

3-2-3- إستراتيجية المستثمر الإيجابي: يهتم المستثمر الإيجابي بعنصري العائد والمخاطر، أما الموقف الضريبي والسيولة فليس مهماً بالنسبة له، كما أن لا حدود للوقت، فهو لا يتعجل السيطرة على السوق، وإن كان يحرص على فرص التغلب على السوق. فالمستثمر الجيد هو الذي يبنى إستراتيجيته على أساس معلومات دقيقة وحديثة، فإذا تبنى الإستراتيجية الإيجابية يحقق منها النجاح، وإذا لم تتوفر له المعلومات فعليه أن يستثمر فيما يعرف ويتقن، أي في بدائل الإستثمار الأكثر أماناً.

3-2-4- إستراتيجية هيكله المحافظة: هناك العديد من العوامل التي تحدد تكوين المحفظة المالية وتخصيص الأموال للإستثمار بشكل يحقق طموحات المستثمر في الحصول على العائد الذي يتوقعه. وتندرج هذه العوامل تحت مايسمى التحليل الأساسي والتحليل الفني.

4- مقاييس العائد والمخاطرة وتقييم أداء المحفظة المالية:

4-1-1-4 مقاييس العائد والمخاطرة: تتكون العملية الإستثمارية من جزأين رئيسيين هما: تحليل السوق والأوراق المالية وكافة البدائل الإستثمارية من حيث العائد المتوقع على هذه الإستثمارات والمخاطر المحتملة التي قد نواجهها، والجزء الثاني هو الوصول إلى تكوين محفظة من هذه الأدوات الإستثمارية بحيث نصل إلى أفضل توزيع للأصول من حيث الموازنة بين العائد المتوقع لهذه المحفظة والمخاطر المتوقعة عليها. وحتى تتمكن من تحليل العوائد والمخاطر لا بد لنا من استعراض مقاييس العوائد والمخاطر التي قدمتها نظرية المحفظة.

4-1-1-4-1 عائد المحفظة المالية وقياسه: العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله¹. ويختلف عائد المحفظة المالية عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشككة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة².

وفي هذا الصدد، ينبغي أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع:

أ- العائد الفعلي أو الحقيقي للمحفظة: وهو العائد الذي حققه المستثمر فعلاً بين شرائه وبيعه للأوراق المالية، وقد يكون عائداً إردياً أو رأسمالياً أو مزيجاً بينهما. ويُقاس بالعلاقة التالية³:

$$R_p = \sum_{i=1}^N W_i R_i$$

حيث:

R_p : العائد الفعلي أو الحقيقي للمحفظة
 R_i : العوائد التاريخية للورقة المالية i .
 W_i : النسبة المئوية المستثمرة بالورقة المالية i داخل المحفظة.
 N : عدد الأوراق المالية المشككة للمحفظة.

ب- العائد المتوقع أو المرجح للمحفظة: وهو صعب التحديد لأنه يعتمد على المستقبل وبالتالي فهو متعلق بحالة عدم التأكد، لذا يجب على المستثمر أن يضع إطاراً للتوزيع الإحتمالي، أي يقدر العوائد المحتملة الممكنة واحتمال تحقق كل عائد محتمل وقيمة العائد المتوقع في ظلها. ويوضح الجدول رقم (02-01) الموالي طرق قياس معدل العائد المتوقع على ورقة مالية وعلى محفظة مالية مكونة من ورقتين ماليتين أو أكثر:

¹ لتفاصيل أكثر حول مفهوم العائد، راجع:

- حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة، 1992، ص: 236.

- Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik, **Marchés Financiers :Gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 1998, p: 08-81.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005/2004، ص: 216.

³ Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille (Analyses quantitative de rentabilité et des risques)**, Pearson éducation, 2004, p: 12.

جدول رقم (01-02):

قياس العائد المتوقع

معدل العائد المتوقع لمحفظه من N من الأوراق المالية	معدل العائد المتوقع لمحفظه من ورقتين ماليتين	معدل العائد المتوقع لورقة مالية
$E(R_p) = \sum_{i=1}^N W_i E(R_i)$	$E(R_p) = W_1 E(R_1) + W_2 E(R_2)$	$E(R_i) = \sum_{i=1}^N P_i R_i$

المصدر: من إعداد الباحث.

4-1-2- مخاطرة المحفظة المالية وقياسها:

تم تعريف الخطر في قاموس "Webster" بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة¹. أما المخاطرة في الإستثمار فتُعرّف بأنها "احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الإستثمار، وتُقاس المخاطرة بناءً على ذلك بمقدار الإنحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع"². وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لمخاطرة المحفظة المالية بأنها عبارة عن درجة الإنحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة³.

وتنوع المخاطرة الكلية للمحفظة بين المخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة. فالمخاطرة المنتظمة هي المخاطرة التي لا يمكن السيطرة عليها عن طريق تنوع المحفظة لأنها ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام بحيث لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين إذ ترتبط هذه العوامل بالظروف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية كالتضخم أو الكساد أو الحروب... الخ⁴. أما المخاطرة غير المنتظمة هي المخاطرة التي يمكن السيطرة عليها من خلال سياسة تنوع المحفظة، وتنشأ عن عوامل تتعلق بالشركة أو بقطاع معين حيث تتأثر العوائد المتوقعة لتلك الشركة⁵. ويمكن قياس المخاطرة بعدة مقاييس منها:

أ- **الإنحراف المعياري أو مقياس المخاطرة الكلية (σ):** يعتبر من المقاييس المهمة للمحفظة المالية، إذ يمكن تعريفه على أنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أو هو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة⁶.

¹ حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، ص: 260.

² محمد مطر، د. فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص: 32.

³ فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك: مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل، عمان، الأردن، 2000، ص: 124.

⁴ عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة الأنبار، العراق، ص: 10.

⁵ انظر: عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور إداري ومحاسبي -، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص: 11.

⁶ عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي، مرجع سابق، ص: 10.

ب- معامل بيتا أو مقياس المخاطرة المنتظمة (β): يقيس حساسية عائد السهم تجاه عائد محفظة السوق¹. ويتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابه بناءً على فترة ستين شهر. إذا كان بيتا يساوي 1 فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق، أما إذا كان بيتا أكبر من 1 فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق، وإذا كانت بيتا أقل من 1 فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق. ويوضح الجدول التالي مقاييس المخاطرة الكلية والمخاطرة المنتظمة لورقة ومحفظة مالية:

جدول رقم (02-02):

قياس مخاطرة المحفظة المالية

نوع المخاطرة	مخاطرة ورقة مالية	مخاطرة محفظة من ورقتين ماليتين (1 و 2)	مخاطرة محفظة من أكثر من ورقتين ماليتين (N)
المخاطرة الكلية (σ)	$\sigma_i = \sqrt{\sum_{i=1}^N (R_i - E(R))^2 P_i}$	$\sigma_p = \sqrt{w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 \text{COV}_{(1,2)}}$ حيث: التباين المشترك لعوائد الورقتين الماليتين 1 و 2، ويُقاس بالمعادلة التالية: $\text{COV}_{(1,2)} = \rho_{1,2} \sigma_1 \sigma_2$	$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^N w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i}^N w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij} \right]^{1/2}$ حيث: ρ_{ij} : معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ويُقاس بالمعادلة التالية: $\rho_{ij} = \frac{\text{COV}_{(1,2,3,\dots,N)}}{\sigma_1 \sigma_2 \sigma_3 \dots \sigma_N}$
المخاطرة المنتظمة (β)	$\beta_i = \rho_{(i,m)} \sigma_i \sigma_m / \sigma_m^2 = \text{COV}_{(i,m)} / \sigma_m^2$ حيث: $\rho_{(i,m)}$: الارتباط بين عائد محفظة السوق وعائد السهم. σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق σ_m^2 : تباين عائد محفظة السوق.	$\beta_p = w_1 \beta_1 + w_2 \beta_2$ حيث: β_1 : بيتا الورقة المالية 1. β_2 : بيتا الورقة المالية 2.	$\beta_p = \sum_{i=1}^N w_i \beta_i$ حيث: w_i : الوزن النسبي لكل ورقة مالية داخل المحفظة المالية. β_i : بيتا كل ورقة مالية داخل المحفظة المالية. N : عدد الأوراق المالية داخل المحفظة المالية.

المصدر: من إعداد الباحث.

ت- معامل الاختلاف (CV): يحسب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري على المتوسط الحسابي أو العائد المتوقع، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد والتي تؤدي إلى مقارنة ذات مغزى²، ويُفضّل استخدامه في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الإستثمارات البديلة، وبحسب وفق المعادلة الآتية:

$$CV = \sigma_i / E(R_i)$$

¹ ربايعة عبد الرؤوف، حطاب سامي، التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص: 36.

² الشماع خليل محمد حسن، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، بغداد، العراق، 1992، ص: 414.

4-2- تقييم أداء المحفظة المالية: توجد عدة مؤشرات (نماذج) لتقييم أداء المحافظ المالية يُطلق عليها أيضاً النماذج المزدوجة أو المركبة، لأنها تأخذ العائد والمخاطر في الحسبان. ومن أهم النماذج أو المؤشرات المستخدمة في قياس أداء محافظ الأصول المالية، ما يوضحه الجدول رقم (02-03) الموالي:

جدول رقم (02-03):

مؤشرات قياس أداء المحافظ المالية

إسم المؤشر وتعريفه	صيغة المؤشر	مدلول المؤشر في الحكم على أداء المحفظة
مقياس شارب Sharpe Measure : يُعرف هذا المعيار أيضاً بمعدل المكافأة إلى التقلب (عدم الاستقرار). وطبقاً لهذا المقياس يتم استخدام المخاطرة والمقاسة بالانحراف المعياري لمعدل العائد كأساس لقياس أداء المحفظة المالية. يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على الإنحراف المعياري.	$Sharpe \ Rasio = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\sigma_p}$ حيث: $\overline{R_p}$: متوسط عوائد المحفظة لفترة. $\overline{R_f}$: متوسط العائد الخالي من المخاطرة لفترة. σ_p : الإنحراف المعياري لعوائد المحفظة لفترة. $\overline{R_p} - \overline{R_f}$: مقابل المخاطرة.	$S = 0$: أداء متوسط للمحفظة. $S < 0$: أداء ضعيف للمحفظة. $S > 0$: أداء مقبول للمحفظة. S ذو قيمة عالية: أداء عال للمحفظة.
مقياس ترينور Treynor Measure : يقوم على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على معامل بيتا، ويشبه مقياس شارب ولكنه يختلف عنه في أنه يعتمد على معامل بيتا للمحفظة وليس على الإنحراف المعياري، وبالتالي فإنه يفحص الأداء في المحفظة من زاوية مدى قدرة الإدارة على تنويع الاستثمارات على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطر غير المنتظمة.	$Treynor \ Rasio = \frac{\overline{R_p} - \overline{R_f}}{\beta_p}$ حيث: β_p : معامل بيتا للمحفظة خلال فترة.	- كلما ارتفعت قيمة T كان ذلك دليلاً على أداء أفضل للمحفظة المالية محل التقييم. - إذا كانت قيمة T للمحفظة أكبر من قيمة T لمؤشر السوق، فإن أداء المحفظة المالية يفوق أداء السوق. والعكس صحيح.
مقياس جنسن Jensen Measure : يطلق عليه أيضاً مقياس العائد التفاضلي أو مقياس ألفا. ويعتمد هذا المقياس على استخدام "CAPM" كمعيار لتقييم أداء المحفظة المالية، وذلك من خلال مقارنة متوسط معدل العائد الفعلي الذي تحققه المحفظة خلال فترة التقييم مع متوسط معدل العائد الذي يجب أن تحققه المحفظة باستخدام "CAPM".	$\alpha_p = \overline{R_p} - [\overline{R_f} + \beta_p(\overline{R_m} - \overline{R_f})]$ حيث: $\overline{R_f}$: متوسط العوائد الخالية من الخطر خلال فترة. $\overline{R_m}$: متوسط عوائد محفظة السوق خلال فترة.	$\alpha_p > 0$: أداء المحفظة أعلى من أداء السوق. $\alpha_p = 0$: أداء المحفظة يعادل أداء السوق. $\alpha_p < 0$: أداء المحفظة أقل من أداء السوق.

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

- مركز التعليم المفتوح، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010، ص: 18-23.
- سامي حطاب، المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص: 22-24.

- وبنظرة تحليلية للجدول أعلاه، تمكنا من رصد بعض الملاحظات التي يجب أن تؤخذ في الحسبان عند استخدام النماذج المركبة أو المزدوجة في تقييم أداء المحافظ المالية، وتضم هذه الملاحظات النقاط التالية:
- يتشابه نموذج شارب مع نموذج ترينور إلى حد ما. لذلك فإن المفاضلة بينهما تتوقف على نوعية الخطر الذي يعتقد القائم بعملية التقييم أنه يمثل مخاطر المحفظة تمثيلاً دقيقاً.
 - لا تظهر أية فروق بين نتائج التقييم في النماذج السابقة إذا تم تنويع المحفظة المالية تنويعاً كاملاً. ويحدث ذلك عندما يكون معامل الارتباط بين عائد المحفظة وعائد السوق يساوي الواحد الصحيح.
 - يصعب في الواقع العملي تحديد معدل السوق المناسب للمقارنة مع عائد المحفظة المالية، على أساس أن عائد السوق (محفظة السوق) يمثل متوسط عوائد الأسهم المدرجة بالبورصة، في حين أن عائد المحفظة المالية لا يمثل متوسط عائد الأسهم فقط، بل يضم أيضاً متوسط عائد المنتجات المالية الأخرى مثل السندات وأذونات الخزينة والودائع والنقد الأجنبي، الأمر الذي يؤثر في مصداقية نتائج النماذج التي تعتمد على معدل عائد السوق.
 - يلاحظ أن نموذج ترينور ونموذج جنسن يعتمدان على معامل بيتا لقياس درجة المخاطر المنتظمة فقط، وبالتالي أهمل النموذجان المخاطر غير المنتظمة.
 - من الملاحظات المهمة على نموذج ترينور أنه من الممكن أن تكون نتيجته سالبة، وهذا ما يحدث غالباً مع نوعين من المحافظ المالية، هما المحافظ ضعيفة الأداء والمحافظ قوية الأداء في مواجهة مخاطر أقل. فعلى الرغم من أن نتيجة النموذج في الحالتين ستكون سالبة، إلا أن الأولى تشير إلى سوء الأداء، بينما تشير الثانية إلى قوة الأداء، مما يتطلب الأمر ضرورة الرجوع مرة أخرى لمعرفة العائد المتوقع ومقارنته بالعائد الفعلي المحقق للحكم على هذا النوع من المحافظ المالية.

المطلب الثالث: نظريات (نماذج) تسعير الأصول الرأسمالية

تساهم نظريات أو نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد معدل العائد المطلوب أو المتوقع للسهم، ومن أشهر هذه النماذج أو النظريات نجد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج العوامل الثلاثة، ونظرية المراجعة، حيث سيتم التعرف على هذه النماذج أو النظريات بشيء من التفصيل.

1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model:

لقد توالى البحوث في شأن إدارة المحافظ المالية، وهذا بعد نظرية ماركويتز التي تعتبر كحجر الأساس لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹.

1-1- مضمون الـ CAPM وفلسفته: يعتبر CAPM، الذي يُنسب إلى " William F. SHARPE" والذي قدمه في سنة 1964، من أشهر نماذج الفكر المالي والإستثماري التي توضح العلاقة

التوازنية بين العائد المطلوب والخطر لأي أصل مالي أو أية محفظة للأوراق المالية.

تتجسد فلسفة النموذج في أن المستثمر عندما يفكر في إضافة استثمار جديد إلى محفظته الإستثمارية، فإنه يرغب في معرفة معدل العائد المطلوب، وهو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة²، قبل اتخاذ قرار الإستثمار. ويتحدد هذا المعدل في ضوء عدة متغيرات، هي:

- معدل العائد الخالي من المخاطر، ويقصد به معدل العائد على ورقة مالية ذات دخل ثابت تصدرها جهة حكومية، قادرة تماماً على سداد ما عليها من إلتزامات تجاه حامل تلك الورقة، مثل معدل العائد على أذونات الخزينة، معدل العائد على السندات الحكومية، ومعدل العائد على ودائع التوفير.
- بَدَل أو تعويض المخاطرة، أي تعويض عن المخاطرة التي يتحملها المستثمر عند شراء واقتناء الأصل المالي، ويقاس هذا التعويض بحاصل ضرب الفرق بين معدل العائد المتوقع على محفظة السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر في معامل بيتا للأصل المالي.
- درجة المخاطر المنتظمة، والمعبر عنها بمعامل بيتا.
- معدل عائد السوق، وهو متوسط عوائد كل الإستثمارات في السوق، ويطلق عليه معدل العائد المطلوب أو المتوقع لمحفظة السوق.

فالمستثمر لن يقبل معدل عائد أقل من معدل العائد الخالي من المخاطر، وهو معدل مضمون سوف يحصل عليه المستثمر على وجه اليقين لو قرر استثمار أمواله في قنوات استثمارية تحقق هذا العائد، مثل الإستثمار في

¹ Christian Hurson, Constantin Zodounidis, *Gestion de portefeuille et analyse multicritère*, Economica, France, 1998, P: 10.

² النعيمي عدنان تابه، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 94.

أذونات الخزينة أو السندات الحكومية أو ودائع التوفير. ولن يقنع المستثمر بالحصول على العائد الخالي من المخاطر، بل سيسعى للحصول على بَدَل يعوضه عن المخاطر. وعلى المستثمر كذلك أن يقيس درجة المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا.

ويشمل الـ **CAPM** على نوعين من العلاقات وهي:

1-1-1- خط سوق رأس المال (CML) **The Capital Market Line**: يوضح خط سوق

رأس المال (أو خط السوق للمحافظ المثلى) العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع والمخاطرة الكلية لجميع محافظ الأوراق المالية الكفاءة سواءً كانت تحتوي على أصول عديمة المخاطرة أو أصول ذات مخاطرة¹، ومعادلتة تكون كالتالي:

$$R_p = R_f + \left[\frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} \right] \sigma_p$$

حيث:

- R_p : معدل العائد المتوقع للمحفظة.
- R_f : معدل العائد الخالي من الخطر.
- R_m : معدل عائد السوق.
- σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.
- σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة.

1-1-2- خط سوق الأوراق المالية (SML) **The Security Market Line**: يوضح خط

سوق الأوراق المالية العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع للسهم الواحد والخطر المنتظم (خطر السوق)، حيث معادلة ذلك الخط هي معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية².

1-2-1- فرضيات الـ **CAPM** وصيغته الرياضية:

1-2-1-1- فرضيات الـ **CAPM**: يعتمد الـ **CAPM** على الفرضيات التالية³:

- لا توجد ضرائب .
- لا توجد عمولة سمسرة بشأن شراء وبيع الأوراق المالية .
- تماثل جميع توقعات المستثمرين فيما يتعلق بعوائد الإستثمارات، ومدى التباين والارتباط بين هذه الإستثمارات.
- يفضل جميع المستثمرين الأصل المالى الذى يحقق أكبر عائد ممكن فى ظل درجة مخاطرة معلومة.

¹ محمد مطر، د. فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

² حنفي عبد الغفار، الإستثمار فى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص: 372.

³ مركز التعليم المفتوح، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 32-33.

- يستطيع المستثمرون الإقراض والإقراض بمعدل العائد الخالي من الخطر، والذي يظل ثابتاً لفترة زمنية محددة.
- تتسم سوق الأوراق المالية بالتنافسية والكفاءة، حيث تكون المعلومات عن الشركات صاحبة الأوراق المالية واحتمالاتها المستقبلية متاحة للجميع (خاصة وعامة) وبدون تكلفة.
- يحتفظ المستثمرون باستثماراتهم المالية في شكل محافظ استثمارية على درجة عالية من التنوع، بحيث يتأثر معدل العائد الذي يطلبونه عليها بالمخاطر المنتظمة فقط لكل استثمار مالي داخلها.
- توقعات العائد والخطر متماثلة عند جميع المستثمرين¹.

1-2-2- الصيغة الرياضية لـ CAPM: طبقاً للفرضيات السابقة، تم التوصل إلى الصيغة النهائية لنموذج

تسعير الأصول الرأسمالية على الشكل التالي:

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

يتضح من الصيغة السابقة للنموذج أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر على الموجودات المالية يتكون من العائد الخالي من المخاطرة (R_f) وعلاوة للمخاطرة الورقة المالية السوقية ($\beta_i(R_m - R_f)$) وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله الإستثمار، كما يتضح بأن عائد السوق هو المتغير الوحيد الذي يؤثر على عائد السهم².

لذلك إذا كانت الورقة المالية ذات معامل بيتا يعادل معامل بيتا لمحفظة السوق (أي معامل بيتا يساوي الواحد الصحيح)، فإن معدل العائد المطلوب أو المتوقع على الورقة (في حالة توازن السوق) يساوي معدل العائد المطلوب على محفظة السوق. أما إذا كان معامل بيتا للورقة المالية أكبر من معامل بيتا لمحفظة السوق، يكون معدل العائد المطلوب على الورقة المالية أكبر من معدل العائد المطلوب على محفظة السوق. كذلك إذا كان معامل بيتا للورقة المالية أقل من معامل بيتا لمحفظة السوق، يكون معدل العائد المطلوب على الورقة المالية أقل من معدل العائد المطلوب على محفظة السوق.

ويرى الباحث بأن هناك العديد من العوامل التي يستند عليها المستثمر عند اتخاذ قرار الإستثمار من أهمها مدى قدرة الشركة على الإستمرارية في نشاطها، ومدى قدرتها على تحقيق عائد جاري، ومدى جودة الأرباح المتحققة، ومدى حجمها في السوق، كل تلك العوامل لا يعقل تجاهلها والإعتماد فقط على درجة تأثير السهم بعائد السوق عند اتخاذ قرار الإستثمار.

¹ François Watier, *Analyse de moyenne-variance d'un portefeuille multivarié actualisé en contexte multipériodique*, Département de mathématiques, Université du Québec à Montréal, Canada, p: 02.

² النعيمي عدنان تابه، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

2- نظرية التسعير بالمراجحة (APT) Arbitrage Pricing Theory:

نتيجة للإنتقادات¹ الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية خاصة فيما تتعلق بالعوامل المؤثرة في عائد الإستثمار في المحفظة المالية، حيث تم التوصل إلى أن العائد المتوقع يتأثر بالعديد من المتغيرات مما أدى إلى ظهور نماذج ونظريات جديدة وعلى رأسها نظرية التسعير بالمراجحة ونموذج العوامل الثلاثة أو المتعددة.

1-2- فحوى نظرية التسعير بالمراجحة "APT": هي نظرية تم عرضها من طرف ستيفن روس (ROSS) سنة 1976، وهي تعتبر بمثابة بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية. بمعنى أدق، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو حالة خاصة من نظرية تسعير المراجحة.

وتعد نظرية تسعير المراجحة نظرية للتوازن، تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك العائد كم هو موضح في المعادلة التالية:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta'_{i1}I_1 + \beta'_{i2}I_2 + \dots + \beta'_{in}I_n + \varepsilon_i$$

حيث:

- $E(R_i)$: معدل العائد المتوقع على الورقة المالية i .
- α_i : العائد المتوقع على الورقة غير المرتبط بالعوامل.
- ε_i : العائد المتوقع على الورقة الإضافي المرتبط بها.
- $\beta'_{i1}, \beta'_{i2}, \dots, \beta'_{in}$: معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة
- I_1, I_2, \dots, I_n : العوامل المشتركة لكل الأوراق المالية وعددها n .
- i : للعوامل.

وعليه، فوفقاً لنظرية تسعير المراجحة فإن العائد ينقسم إلى جزأين جزء غير منتظم، وجزء منتظم يتأثر فيه العائد بمجموعة من العوامل المشتركة، وكل عامل مرتبط بمعامل حساسية، هذا الأخير الذي يلعب بالنسبة للعامل نفس الدور الذي يلعبه بالنسبة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إلا أن العامل هنا هو السوق².

¹ للإطلاع على أهم الإنتقادات الموجهة لـ CAPM، أنظر:

- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007/2006، ص: 64-66.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 390-391.
- مركز التعليم المفتوح، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 45-46.
- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 1976, p:136.
- Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille**, op cit , p: 88.

² Christian Hurson , Constantain Zopounidis, OP cit , P: 12.

2-2- افتراضات نظرية التسعير بالمراجعة: قام "Stiven Ross" سنة 1976 بتقديم مقارنة مختلفة لتسعير الأصول الرأسمالية تعتمد على منطق المراجعة¹، حيث حدد من خلالها الفروض الثلاث التي بنيت عليها النظرية:

- اتسام سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة، مما يعني عدم وجود تكلفة للمعاملات، أو تكلفة للإفلاس، أو تكلفة في شكل ضرائب كما لا توجد قيود على البيع على المكشوف.
- محصلة عائد الورقة المالية يخضع لعدد من العوامل.
- يسعى المستثمر دائماً إلى تعظيم ثروته².
- وقد أضاف "Harington" و "Elton" et "Gruber" ثلاث فروض أخرى³:
- تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.
- لا توجد مخاطر تحيط بفرض المراجعة.
- تساوي بين معدل الإقراض ومعدل الإقتراض.

2-3- مزايا وعيوب الـ ATP: تتميز نظرية التسعير بالمراجعة بمزايا أهمها:

- أنها تنطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد.
- لا تفترض النظرية (النموذج) ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق⁴.
- كما رصد الباحث بعض ما يكتنف هذه النظرية من عيوب:
- لا يوجد تحديد حاسم للعوامل المؤثرة على العائد، على عكس نموذج الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يمكن قياسه هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا.
- أنها تفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف.
- يرى الباحث أن من عيوب نظرية التسعير بالمراجعة أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم، حيث أن نظرية التسعير بالمراجعة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم.

¹ Mondher Bellalah, *Gestion de portefeuille*, op.cit, p: 92.

² إيهاب دسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الأساسية للإستثمار في البورصة- البورصة المصرية الإمبريكية-"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 28.

³ بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

⁴ منير صالح هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 456.

3- نموذج العوامل الثلاثة (TFM) :The Three Factors Model

قدم هذا النموذج كلا من Eugene F. French و Kenneth R. French سنة 1992. ويفترض النموذج أن خط سوق الأوراق المالية (SML) يجب أن يحتوي على ثلاثة عوامل، أما العامل الأول فهو معامل بيتا للسهم والذي يقيس خطر السوق للسهم، حيث أنه يفترض أن هناك علاقة طردية مهمة ما بين معامل بيتا والعائد المطلوب، أما العامل الثاني هو حجم الشركة والذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لحقوق الملكية، حيث يفترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطر أكبر من الشركات الكبيرة، لذا فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة، أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية لحقوق الملكية (B/M)، حيث يفترض النموذج بأنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية له، فإن المستثمر يكون متفائل حول مستقبل السهم، والعكس صحيح. لذا فإن الشركات التي تمتلك معدل مرتفع لـ B/M يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لـ B/M . ويأخذ النموذج الصيغة الرياضية التالية:

$$R_i = R_f + \beta_1 (R_m - R_f) + \beta_2 (B/M_L - BM_s) + \beta_3 (S_s - S_L)$$

حيث:

R_i : العائد المطلوب على السهم .
 R_f : العائد المتوقع على الورقة غير المرتبط بالعوامل.
 R_m : العوامل المشتركة لكل الأوراق المالية وعددها n .
 B/M_L : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل مرتفع للقيمة الدفترية/القيمة السوقية لحقوق الملكية
 B/M_s : عائد المحفظة للشركات التي تمتلك معدل منخفض للقيمة الدفترية/القيمة السوقية لحقوق الملكية.
 S_s : عائد محفظة الشركات الصغيرة.
 S_L : عائد محفظة الشركات الكبيرة.
 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات بيتا للعوامل السابقة.

يتضح مما سبق أن هناك علاقة طردية بين كلا من عائد السوق ومعدل B/M من جهة وبين عائد السهم المطلوب من جهة أخرى، وعلاقة عكسية بين حجم الشركات وعائد السهم المطلوب¹. يرى الباحث بأن هذا النموذج يعتبر دليلاً ضد نظرية العامل الواحد (CAPM)، حيث أن ذلك النموذج أو تلك الدراسة التي قدمها سنة 1992 تثبت أن هناك عوامل أخرى بخلاف عائد السوق يؤثر على عائد السهم المطلوب أو المتوقع للسهم.

¹ Brigham Eugene F, Ehardt Michael C, **Financial Management Theory and Practice**, Lachina publishing services, The United States of America, 2005, p: 200.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية

تعتبر غالبية أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة، ومن ثمّ فهي قليلة الخبرة والتجربة، وتخضع لعمليات تشريع وإعادة تنظيم بشكل مستمر، إذ تزايد الإهتمام في السنوات الأخيرة بدور الأسواق المالية العربية نتيجة التفاعل بين العوامل الداخلية والخارجية، بغرض تقديم وظائفها بفعالية، وتعزيز قدرتها التنافسية لاستقطاب الإستثمار الأجنبي، حيث انعكس هذا الإهتمام على أدائها. ويختص هذا المبحث بدراسة نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية العربية، الخصائص المشتركة لها، وتطور البنية الجزئية لها، وذلك فيما يلي:

المطلب الأول: تأسيس أسواق الأوراق المالية العربية وتطور أدائها

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية نموًا وتطوراً منذ نشأتها، واختلفت وتائر ذلك النمو والتطور من سوق إلى آخر بحسب توقيت برامج الإصلاحات الإقتصادية التي باشرتها الدول العربية ومضمونها، وقد انعكست نتائج تلك الإصلاحات على مؤشرات أداء هذه الأسواق.

1- تأسيس أسواق الأوراق المالية بالإقتصاديات العربية:

زاد الإهتمام في العديد من الدول العربية بتأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الإقتصادي، نظراً لأهميتها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الإستثمارية المختلفة في ظل نظام الإقتصاد الحر، و باعتبارها آلية مناسبة لتنفيذ برامج الخصخصة، ويعد إنشاء اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية تجسيداً واضحاً لهذا الإهتمام، حيث يهدف الإتحاد إلى تنسيق العمل بين أعضائه وتيسير تبادل المعونة والخبرة الفنية والمساهمة في تنسيق وتوجيه القوانين والأنظمة وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار العربي وكذلك المساهمة في إنشاء سوق مالية عربية موحدة يسهل تبادل الأوراق المالية العربية فيها.

وتعتبر غالبية أسواق الأوراق المالية العربية حديثة النشأة، ومن ثمّ فهي قليلة الخبرة، وتخضع لعملية تشريع وإعادة تنظيم بشكل مستمر، وتختلف من حيث نشأتها وتطورها من دولة إلى أخرى لإختلاف تجاربها إلى حد كبير، وتفتقر بعض الدول العربية إلى النوعية والحجم الكافي من النشاط الإقتصادي والتجاري لتبرير إنشاء أسواق مالية محلية متطورة مثل جيبوتي والصومال وموريطانيا، وهناك منها من تبذل جهود لإنشاء أسواق مالية متكاملة مثل سوريا، اليمن وليبيا، تتزامن مع الإصلاحات الإقتصادية والمالية التي تطبقها هذه الدول. أما الدول العربية التي توجد بها أسواق أوراق مالية تعد الأكثر نشاطاً فهي السعودية، الإمارات، مصر، قطر، الكويت، الأردن، البحرين، عمان، المغرب، لبنان وتونس، وفي دول عربية أخرى توجد بها أسواق منظمة ولكن نشاطها ضعيف جداً، لقلة الشركات المدرجة والمتعاملين وعدد الجلسات، وهي تحتاج للمزيد من الجهود لتطوير البنية الأساسية والأطر القانونية والتنظيمية كسوق بغداد للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، وبورصة الجزائر.

2- مؤشرات قياس تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

2-1- مؤشرات حجم السوق: يوجد مؤشران لقياس حجم السوق وهما:

2-1-1- معدل القيمة السوقية "MCAP": يعادل هذا المؤشر نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي¹، ويعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للإستثمار². إلا أن هذا المؤشر له وجه قصور يتمثل في أنه توجد بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة، لذلك يتم الإستعانة بمؤشر عدد الشركات المدرجة.

2-1-2- عدد الشركات المدرجة: يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني، إلا أنه يجب استخدام المؤشرين معاً لأنه قد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن قيمتها السوقية صغيرة. ويوضح الجدول رقم (02-04) التالي تطور مؤشري حجم السوق في أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2002-2012):

جدول رقم (02-04):

تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشرات الحجم خلال الفترة (2002-2012)

السنوات	معدل القيمة السوقية (%)	نسبة التغير (%)	عدد الشركات المدرجة	نسبة التغير (%)
2002	49	32.43	1826	8.23
2003	53.56	9.32	1723	-5.64
2004	79.63	48.65	1597	-7.31
2005	133.17	67.32	1665	4.25
2006	78.48	-41.1	1623	-2.52
2007	74.19	-5.45	1550	-4.49
2008	47.19	-36.4	1542	-0.51
2009	52.03	10.25	1495	-3.04
2010	49.73	-4.42	1411	-5.61
2011	47.5	-4.48	1392	-1.34
2012	--	--	1466	5.31

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.
- صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، أعداد مختلفة.

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته ببعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية، مجلة الإدارة والإقتصاد، السنة الرابعة والثلاثون، العدد الثامن والثمانون، 2011، الجامعة المستنصرية، العراق، ص: 105.

² عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 211.

من خلال الجدول أعلاه، نرصد الملاحظات التالية:

- تذبذب في معدل القيمة السوقية خلال الفترة (2002-2012)، ذلك بارتفاع هذا المعدل لأقصى قيمة له سنة 2005 وكانت 133.117% أي بعد الإرتفاع التدريجي له منذ سنة 2002، ليعاود الإنخفاض التدريجي ويحقق أقل قيمتين له سنتي 2008 و 2011 بنسبة 47.19% و 47.5% على التوالي، ويمكن تفسير ذلك الإرتفاع لمدى مساهمة أسواق الأوراق المالية العربية في الإقتصاديات العربية، أما الإنخفاض فيرجع سببه لآثار الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية على هذه الأسواق.
- إنخفاض تدريجي في عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية من 1826 شركة سنة 2002 إلى 1392 شركة سنة 2011، لترتفع إلى 1466 شركة بنهاية سنة 2012، ويعزى هذا الإنخفاض لشطب عدد من الشركات وذلك لعدم أخذها بمعايير الإفصاح والشفافية التي أقرتها معظم الهيئات الرقابية بأسواق الأوراق المالية العربية.

2-2- مؤشرات السيولة: تشير السيولة إلى القدرة على تسويق (بيع وشراء) الأصول المالية بسهولة بالسوق المالية، وذلك دون تغير كبير في قيمتها السوقية. وثمة مؤشران يستخدمان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:

2-2-1- معدل القيمة الكلية المتبادلة (TVT): يعادل هذا المؤشر نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية التي يتم تبادلها في السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة¹، وهو يعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني، كما يُكْمَل معدل القيمة السوقية².

2-2-2- معدل دوران السهم (TOR): وهو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتبادلة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة³. يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر عن انخفاض تكاليف إتمام الصفقات، كما يعكس مستوى نشاط السوق.

ويوضح الجدول رقم (02-05) التالي تطور كل من معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدل الدوران بأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2002-2011):

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته ببعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

² عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص: 214-215.

³ هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته ببعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

جدول رقم (02-05):

تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشرات السيولة خلال الفترة (2011-2002)

السنوات	معدل القيمة الكلية المتبادلة (TVT)	نسبة التغير (%)	معدل الدوران (TOR)	نسبة التغير (%)
2002	16	60	31	10.55
2003	34	112.5	64	105.5
2004	73	114.7	91	42.9
2005	148	102.7	111	22
2006	148	0	189	70
2007	61	58.8-	83	56-
2008	61	0	130	56.6
2009	37.67	38.24-	46.15	64.5-
2010	19	49.56-	38.2	17.22-
2011	16.63	12.47-	44	15.18

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أعداد مختلفة.
- صندوق النقد العربي، النشرات الفصلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية، أعداد مختلفة.

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ الباحث:

- ارتفاع تدريجي لمعدل القيمة الكلية المتبادلة ليلعب أقصى قيمة له والمساوية لـ 148% سنتي 2005 و 2006، ليعاود هذا المعدل الإنخفاض بصفة فجائية إبتداءً من سنة 2007 حيث سجل أدنى نسبة له والمقدرة بـ 16.63% سنة 2011، ويؤشر هذا الإنخفاض على إنكماش السيولة في أسواق الأوراق المالية العربية ومن ثم في اقتصادياتها.
- ارتفاع تدريجي في معدل دوران السهم إبتداءً من سنة 2002 والذي كان معادلاً لنسبة 31% ليستمر ويصل لأقصى نسبة له سنة 2006 والتي كانت مساوية لـ 189%، ثم تم انخفاض هذا المعدل بعد ذلك ليلعب أدنى مستوى له سنة 2010 والبالغ 38.2%، ليدل بذلك على ارتفاع تكاليف إتمام الصفقات وتراجع مستوى نشاط أسواق الأوراق المالية العربية.

3-2- مؤشر تركز السوق: يشير مؤشر درجة التركز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ أن ارتفاع درجة تركز السوق يساهم في التأثير السلبي على السوق، وتقاس درجة تركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر الشركات على رأس مال السوق. ويمكن إيضاح هذا المؤشر ودرجته بالنسبة لأهم أسواق الأوراق المالية العربية وذلك كما يلي:

جدول رقم (02-06):

نسبة التداول لأعلى خمس شركات مدرجة في أبريل 2013

نسبة تركُّز التداول (%)	السوق
18.81	السوق المالية السعودية
72.9	بورصة عمان
32.23	سوق مسقط للأوراق المالية
65.24	سوق دبي المالي
65.2	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
44.87	بورصة قطر

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى البيانات المنشورة بالمواقع الإلكترونية للأسواق الموضحة.

من خلال الجدول السابق، يُلاحظ أن أهم البورصات العربية تعاني من انحصار التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، وترجع أهم أسباب ذلك إلى ضيق حجم الإقتصاديات العربية وتركُّزها في قطاعات محدودة.

2-4- مؤشر التقلُّب: واصلت أسواق الأوراق المالية العربية الإتجاه الصعودي لمؤشرات تقلباتها خلال سنة 2011 (أنظر الجدول رقم (02-07))، والمستقاة من الإنحراف المعياري للتغير اليومي لمؤشرات أسعار هذه الأسواق. فقد كانت زيادة درجة تقلبات الأسواق العربية سمة في السنوات الأربعة الماضية، مع ازدياد عدد المستثمرين وتزايد الإنفتاح على الإستثمار الأجنبي، إلا أن الأزمة المالية العالمية قد زادت نسبياً من حدة هذه التقلبات. ومع ذلك، فإن مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية مازالت نسبياً أقل تقلباً من أسواق مثيلاتها لدى الأسواق الناشئة والمتقدمة الأخرى¹.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 161.

جدول رقم (02-07):

تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية حسب مؤشر التقلب سنة 2011

السوق	مؤشر الأسعار (نقطة)	أعلى مستوى	أدنى مستوى	التغير السنوي في مؤشر الأسعار (%)	معدل التقلب في مؤشر الأسعار (%)
بورصة عمان	1995.1	2505.4	1916.0	-15.9	8.6
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	2402.3	2780.1	2337.7	-11.4	9.9
سوق دبي المالي	1353.4	1691.6	1317.9	-17.0	17.8
بورصة البحرين	1143.7	1475.1	1129.3	-20.2	8.8
بورصة تونس	4722.3	5217.4	4058.5	-7.1	15.0
السوق المالية السعودية	6417.7	6788.4	5323.3	-3.1	20.2
سوق دمشق للأوراق المالية	869.5	1751.8	842.1	-49.4	16.5
سوق مسقط للأوراق المالية	5695.1	7044.4	5408.3	-15.7	12.1
بورصة قطر	8779.0	9290.2	7489.3	1.1	14.4
سوق الكويت للأوراق المالية	5814.2	7004.8	5746.0	-16.4	8.7
البورصة المصرية	3622.4	7245.8	3578.1	-49.3	31.1
بورصة الدار البيضاء	11027.7	13401.3	10716.5	-12.9	12.7

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 408.

من خلال الجدول أعلاه، يعتبر مؤشر البورصة المصرية أكثر مؤشرات الأسواق العربية تقلباً خلال سنة 2011، يليه مؤشر أسعار سوق الأسهم السعودي ثم سوق دبي المالي، فسوق دمشق للأوراق المالية ثم بورصة تونس. وقد بلغت نسبة التقلب للبورصة المصرية نحو 31.1%، بينما بلغت هذه النسبة لسوق الأسهم السعودي 20.2% و 17.8% لسوق دبي المالي، في حين بلغت هذه النسبة لسوق دمشق للأوراق المالية وبورصة تونس نحو 16.5% و 15% على التوالي. وتجاوزت هذه النسبة 10% بالنسبة لأسواق قطر ومسقط والدار البيضاء، فيما كانت بورصة عمان الأقل تقلباً بين الأسواق العربية خلال سنة 2011، حيث بلغت نسبة التقلب في المؤشر اليومي لبورصة عمان نحو 8.6% فقط.

وبوجه عام، توجد علاقة بين درجة تقلب مؤشرات أسعار أسواق الأوراق المالية ومثلتها في الأسواق العالمية مقاسة بمعامل الارتباط حسب ما يوضحه الجدول رقم (02-08) التالي:

جدول رقم (02-08):

معاملات ارتباط مؤشرات الأسعار لأسواق الأوراق المالية العربية بمؤشرات الأسعار العالمية سنة 2011

السوق	EMasia	Nikkei 225	Dow Jones	S&P500	FTSE 100	CAC 40
بورصة عمان	0.76	0.74	0.55	0.66	0.77	0.77
سوق أبوظبي للأوراق المالية	0.80	0.83	0.57	0.63	0.68	0.74
سوق دبي المالي	0.87	0.81	0.64	0.73	0.80	0.84
بورصة البحرين	0.85	0.76	0.61	0.72	0.77	0.86
بورصة تونس	0.63-	0.39-	0.61-	0.59-	0.49-	0.63-
السوق المالية السعودية	0.89	0.82	0.86	0.91	0.94	0.93
سوق مسقط للأوراق المالية	0.75	0.77	0.58	0.70	0.81	0.81
بورصة قطر	0.31	0.34	0.39	0.42	0.47	0.32
سوق الكويت للأوراق المالية	0.73	0.72	0.56	0.67	0.79	0.80
البورصة المصرية	0.72	0.80	0.46	0.58	0.71	0.75
بورصة الدار البيضاء	0.48	0.49	0.32	0.45	0.57	0.61

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 408.

ومن الجدول أعلاه، تصل تلك العلاقة أعلاها لسوق الأسهم السعودي، تليها أسواق دبي والبحرين ومسقط والكويت وأبو ظبي، فيما يصل أدنى معامل ارتباط بأسواق الأسهم العالمية في بورصة تونس.

المطلب الثاني: الخصائص المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية

من خلال دراسة الباحث لمؤشرات السيولة، حجم السوق ودرجة تركزه، ومؤشر التقلب، في أسواق الأوراق المالية العربية، يمكن استنتاج بعض الخصائص لهذه الأسواق وهي كما يلي:

1- ضيق نطاق السوق عرضاً وطلباً:

تتميز أسواق الأوراق المالية العربية (مع التركيز على أسواق الأسهم) عموماً بضيق نطاق السوق، سواء من جانب انخفاض العرض أو تدني الطلب. فمن ناحية العرض، والذي يُقاس بمؤشري عدد الشركات المدرجة في السوق ومعدل القيمة السوقية، وبمتابعة هذين المؤشرين سنلاحظ محدودية حجم أسواق الأوراق المالية العربية، فقد انخفض عدد الشركات المساهمة المدرجة في بورصات الأوراق المالية العربية نهاية سنة 2011 ليلعب 1392 مقابل 1826 شركة مدرجة نهاية سنة 2002. كما تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بانخفاض القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتزداد ضآلة حجم السوق إذا ما انصرف تركيزنا على الأسهم النشطة، حيث بلغت

هذه النسبة 47.5% بعد أن سجّلت أعلى مستوى لها سنة 2005 والبالغ 133.17% (أنظر الجدول (02-04)).

أما من جانب الطلب الذي يُقاس بعدد وحجم أوامر الشراء، فيلاحظ أنه يتسم بالتدني، ومن أهم أسباب ذلك هو ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في البورصات العربية، حيث أن دور المؤسسات لا يتعدى 30% من حجم التعامل في هذه البورصات مقابل 80% للأفراد، بينما تصل مساهمة المؤسسات في الأسواق المتقدمة حوالي 70% من حجم التعامل. ضف إلى ذلك، انخفاض معدل الدخل النقدي والإدخار الفردي، باستثناء الدول الخليجية، وتدني الوعي الإستثماري لدى العديد من الأفراد لاسيما فيما يتعلق بالأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول، وتفضيلهم توظيف مدخراتهم في الموجودات الثابتة كالعقارات والودائع المصرفية. هذا علاوة على منافسة القطاع العام لجمهور المدخرين لحصول على الأوراق المالية المطروحة في ظل محدوديتها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية في الحد من الطلب على الأوراق المالية للشركات، حيث تُلزم الدول في بعض الأحيان المؤسسات المالية والمصرفية وشركات التأمين ومؤسسات الضمان الإجتماعي بجائزة نسب معينة من هذه الأوراق¹.

2- ضعف سيولة السوق:

يمكن استنتاج ضعف سيولة أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تتبّع تطور كل من معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدل دوران الأسهم (أنظر الجدول رقم (02-05)). فنسب الدوران في أسواق الأوراق المالية العربية متقلبة وغير مستقرة حيث سجلت أدنى مستوى لها سنة 2010 خلال الفترة (2003-2012) والبالغ 38.2% نزولاً من أعلى مستوى والمقدر بـ 189% سنة 2006. أما فيما يتعلق بمعدل القيمة الكلية المتبادلة، فشهدت هي تذبذباً وعدم استقرار إذ تراجعت من 148% سنة 2006 (أعلى مستوى خلال الفترة (2002-2012)) إلى 16.33% سنة 2011 (أدنى مستوى خلال نفس الفترة). ويعود ضعف سيولة أسواق الأوراق المالية العربية لا سيما خلال الفترة (2009-2012) إلى ضعف نوعي في الأدوات المتاحة للإستثمار وتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على هذه الأسواق بحكم ارتفاع نسبي في درجة الإرتباط بينها وبين الأسواق المالية العالمية.

3- ارتفاع درجة تركيز التداول:

تعاني غالبية أسواق الأوراق المالية العربية من ارتفاع درجة تركيز التداول، وهو ما يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية، الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة

¹ شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 92-93.

في السوق (أنظر الجدول رقم (02-06)). وترجع أهم أسباب تركيز التداول إلى احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لاسيما أسهم شركات القطاع العام¹، فضلاً عن ضيق حجم الإقتصاديات العربية وتركيزها في قطاعات محدودة. من الممكن توسيع التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية توطئة لإنشاء سوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.

4- ارتفاع مستوى التقلب في الأسعار:

أصبحت التقلبات السعرية الحادة داخل أسواق الأوراق المالية العربية، لاسيما أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تمثل 81.56% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية سنة 2011 (أنظر الشكل رقم (02-04))، تشكل مصدر قلق، حيث تنصدر البورصة المصرية الأسواق العربية في التقلبات الحادة، تليها السوق المالية السعودية في المرتبة الثانية، ثم سوق دبي المالي (أنظر الجدول رقم (02-07)). وعلى ضوء ذلك، يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي²:

- تركيز التداول في أسهم محدودة، مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات³.
- اعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض، وإصدار مزيد من الأسهم بدلاً من الإعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة، وهو نمط تمويلي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.
- ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية من شأنه كذلك أن يتسبب في عدم استقرار السوق عموماً.
- ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسعير الأوراق المالية، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

¹ منير إبراهيم هندي، آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، الإستثمار في البورصات العربية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، 2000، ص: 12.

² لتفاصيل أكثر حول أسباب التقلبات الحادة في أسواق الأوراق المالية العربية، أنظر: د. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد الثمانون، فبراير 2009، السنة الثامنة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 07-08.

³ استناداً لدراسة بحثية للدكتور "إبراهيم أونور"، وُجد أن تأثير العوامل غير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقية يمثل حوالي 85% من حركة الأسعار في أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي، الأمر الذي يدعم عدم فعالية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة. لتفاصيل أكثر راجع الورقة البحثية التالية:

Onour, I., **Decomposing Fundamental and Nonfundamental Volatility Components in GCC Stock Markets**, unpublished research paper, 2008.

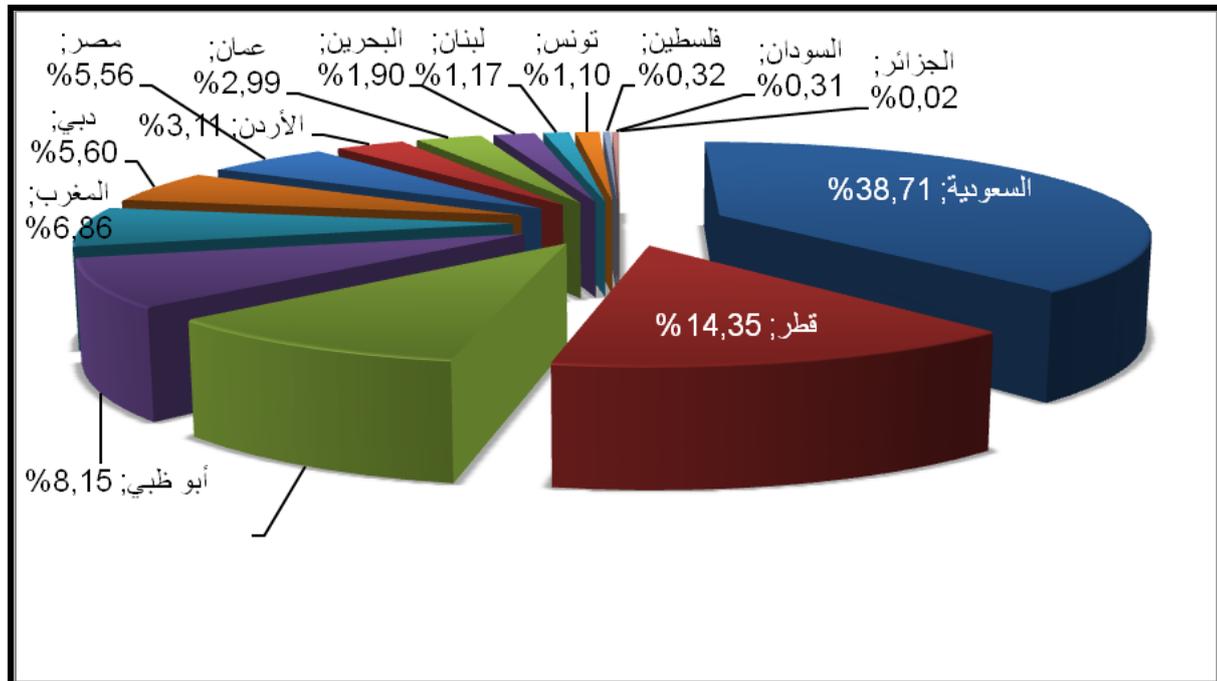
- انعكاسات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 على الأسواق المالية العربية من خلال تأثيرها على عامل التوقعات المرتبط بالتداعيات النفسية للمستثمر العربي. وللتأكيد على أهمية العامل النفسي في التأثير على حركة أسعار الأسهم في الأسواق العربية، ينبغي ملاحظة أنه في نفس اليوم الذي أعلن فيه بنك "Lehman Brothers" وشراء "Bank of America" لـ "Merrill Lynch" شهدت أسواق الخليج انخفاضاً حاداً في أسعار الأسهم، حيث تراجع مؤشر السوق السعودي بنسبة 6.6%، وتراجع مؤشر سوق الكويت بنسبة 4.4% وسوق أبو ظبي بنسبة 4.7% وسوق الدوحة بنسبة 7% وسوق دبي بنسبة 5%.

5- تباين الأداء بين أسواق الأوراق المالية العربية:

يمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل رقم (02-04) التالي الذي يبين الوزن النسبي للأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي في نهاية سنة 2011:

شكل رقم (02-04):

النصيب المئوي لأسواق الأوراق المالية العربية المكوّنة لمؤشر صندوق النقد العربي نهاية سنة 2011
(حسب القيمة السوقية)



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2012، المملكة العربية السعودية، ص: 68.

يعكس الشكل أعلاه أن السوق المالية السعودية أكبر الأسواق العربية وأكثرها سيولة، وعلى العموم أن أسواق الأوراق المالية الخليجية في كل من قطر والسعودية والكويت والإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى سوق مصر والمغرب تساهم بنسبة كبيرة في مؤشر صندوق النقد العربي، هذا بعكس باقي أسواق الأوراق المالية العربية.

المطلب الثالث: البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية العربية

تطورت المعرفة بنظرية البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية¹ (نخص بالذكر أسواق الأسهم) خلال الثلاثين سنة الأخيرة، وذلك لما يحظى به هذا المجال البحثي من اهتمام متصاعد من طرف الباحثين والمستثمرين والسلطات الإشرافية في ضوء التحول السريع لبيئة أسواق الأسهم من خلال البيئة والتقنية والتنظيم. إن هذه النظرية تركز على أربعة عناصر أساسية تتمثل في أنظمة التداول، طبيعة المتداولين، السيولة والشفافية.

1- أنظمة التداول:

ترتبط وظيفة التداول ارتباطاً وثيقاً بعملية قبلية وهي عملية توجيه الأوامر، وعملية بعدية وهي التسوية، وذلك باعتماد أنظمة توجيه إلكترونية، مع الإستعانة بمصادر خارجية كالإنترنت. إن البحث عن التنظيم المثالي للأسواق الذي يمكن من تحقيق السيولة والكفاءة والشفافية إلى جانب تخفيض تكاليف المعاملات يتوقف على المواجهة والمقارنة والمقاربة بين نموذجين تعمل حسبهما غالبية أسواق الأسهم، فنجد نموذج السوق التي تحركها الأسعار وتلك التي تحركها أوامر البيع والشراء. أما بالنسبة للمعايير التي تشرح الفرق فتتلخص في ثلاثة عناصر، وهي التوقيت والمناظر ومكان التبادل. وتؤدي هذه المعايير إلى التمييز بين سوق مستمرة أو غير مستمرة وهي سوق التثبيت، وبين سوق تحركها الأسعار أو الأوامر وبين سوق مركزية أو غير مركزية².

1-1- معيار الزمن: يميز هذا المعيار بين ما إذا كان التبادل مستمر خلال كامل الفترة أو واقعا في وقت محدد من اليوم. في الحالة الأولى تُعرف السوق بالسوق المستمرة*، أما الحالة الثانية فتعرف بسوق التثبيت**.

1-2- النظراء: في السوق التي تحركها الأوامر، يلعب دور النظراء أصحاب المصلحة المواجهة بمعنى الجهات ذات الأوامر العكسية، أما في السوق التي تحركها الأسعار فالنظير هو صانع السوق. تسمى السوق التي تحركها الأوامر بـ "سوق المزاد المزدوج"، حيث يتم مواجهة وتنفيذ أوامر البيع والشراء كلما أمكن ذلك، وحيث يقوم المستثمرون باختيار نوعية الأوامر التي وفقاً لمتطلباتهم من حيث السعر والتوقيت. أما السوق التي تحركها الأسعار، فعادة ما

¹ الهدف من هذه النظرية هو النظر في "الصندوق الأسود" الذي تتحول أوامر المستثمرين بيعاً وشراءً من خلاله إلى صفقات. كذلك، تحاول هذه النظرية إعادة النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم المهيمنة، والتي أُعيد تسميتها بـ "عقلانية أسواق الأسهم" حين يتم الأخذ بعين الإعتبار طبيعة المشترين في التداول، أنظمة التداول الحقيقية واتساق المعلومات المتاحة في إطار نموذج إقتصادي جزئي، في محاولة لتفسير التقلبات الحادة في أسعار الأسهم وإعادة طرح مسألة عقلانية هذه الحركات وعلاقتها بالقيمة العادلة لهذه الأسهم. لتفاصيل أكثر، راجع الدراسات التالية:

- Hmaied, Dorra Mezzez, Grar Adel and Sioud Olfa Benouda, **Electronic Markets, Dynamics of Market Liquidity of Tunisian Stocks: An Analysis of Market Resiliency**, 16/ 2/2006, pp: 140 -153.
- Madhavan A., **Market Microstructure: A survey**, Journal of Financial Markets, 2000, pp: 205- 258.
- O'Hara M., **The market microstructure theory**, Blackwell, 1995.

² وليد عبد مولا، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد الواحد والتسعون، مارس 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 03.

* تُعرف السوق المستمرة بأنها تلك السوق التي يجري فيها التداول بصفة مستمرة وتتسم بعد تزامن وصول وتنفيذ الأوامر.

** سوق التثبيت هي السوق التي تتزامن فيها عمليات التبادل وتتم في أوقات محددة سلفاً.

تتمحور حول صناعات السوق الذين يعرضون بصورة دائمة أسعار شراء وأسعار بيع تمكن المستثمرين من التداول بسرعة، ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ما يُعرف بـ "النطاق سعري"، الربح الذي يتقاضاه صانع السوق من جراء عملية الشراء والبيع.

1-3- مكان التداول: تعد مركزية التداول أو تجزأته من أهم التدابير التي يتم اتخاذها من أجل تعزيز تدفق الأوامر إلى السوق. حيث تتركز كل أوامر البيع والشراء في السوق المركزية في نفس المكان. وفي ظل السوق المجزأة التي يقودها صانعو السوق، فإن تعدد النظراء من شأنه أن يمكن المتعاملين من إبرام صفقات على أسعار مختلفة في نفس الفترة.

2- طبيعة المتداولين:

بالإضافة إلى نظرة على طبيعة المتداولين في بعض أسواق الأوراق المالية العربية (الجدول رقم (02-09))، فإنه يمكن ملاحظة أن نسبة المتداولين الأفراد أقل من نسبة تداول المؤسسات في غالبية الأسواق سنة 2011.

جدول رقم (02-09):

طبيعة المتداولين ونسبة تعاملات الأجانب من التداول في أسواق المال العربية في سنة 2011 (%)

السوق	التعاملات وفقاً لطبيعة المستثمر (%)		نسبة تعاملات الأجانب من التداول (%)
	مؤسسات	أفراد	
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	28.0	72.2	34.2
سوق دبي المالي	27.3	72.7	47.3
بورصة البحرين	66.6	33.4	43.9
السوق المالية السعودية	4.0	96.0	2.5
سوق مسقط للأوراق المالية	58.9	41.1	25.6
بورصة قطر	51.8	48.2	34.9
سوق الكويت للأوراق المالية	55.6	44.5	9.2
البورصة المصرية	59.0	41.0	29.5

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص: 409.

فنسبة المتداولين المؤسساتيين فاقت 50% في كل من بورصة البحرين (66.6%)، وسوق مسقط للأوراق المالية (58.9%)، وبورصة قطر (51.8%)، وسوق الكويت للأوراق المالية (55.6%)، والبورصة المصرية (59%)، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 72.2%، ونسبة 72.7% و96% في كل من سوق دبي المالي والسوق المالية السعودية على التوالي.

3- السيولة:

يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية العربية تبقى غير متجانسة رغم تطورها النسبي، حيث لا تزال سوقي السعودية والكويت متفوقة من حيث الحجم والسيولة تليها أسواق كل من دبي، أبو ظبي، مصر وقطر، خلافاً لأسواق تونس والمغرب والجزائر وعمان التي لا زالت صغيرة. وتتميز أسواق الأوراق المالية العربية بضيق نطاقها وضعف سيولتها مقارنة بأسواق الأسهم الناشئة والمتقدمة، مما يضاعف من فرص تنويع الإستثمار ويؤدي إلى تقلبات شديدة في الأسعار. كما ترتبط سيولة السوق بعلاقة عكسية مع النطاق السعري، حيث يضيق هذا الأخير كلما ارتفعت سيولة السوق. وتجدر الإشارة إلى افتقار أسواق الأوراق المالية العربية لأية بحوث تطبيقية تخص النطاق السعري كمؤشر لسيولتها ومدى تفاعله سلباً أو إيجاباً مع مختلف التطورات في البنية الجزئية لهذه الأسواق¹، وذلك راجع لعدم توفير قواعد البيانات العالية التردد للباحثين في هذا المجال.

4- الشفافية:

تعد الشفافية أحد أهم الشروط الأساسية لكفاءة أسواق الأسهم، حيث تقيس مدى توفر المعلومات المالية المطلوبة عن الشركات مثل مستويات الأسعار، عمق السوق والتقارير المالية المدققة. هذا، وتعمل أسواق الأوراق المالية العربية -على غرار أسواق الأوراق المالية المتقدمة- على فرض الإفصاح المستمر للشركات المدرجة، وذلك حرصاً منها على تحقيق أكبر قسط من الشفافية من شأنه الحد من عزوف صغار المستثمرين -على وجه الخصوص- عن الإستثمار في هذه الأسواق، إذ يُدعّم مبدأ العدل والمساواة في الحصول على المعلومات المتعلقة بالشركات والسوق إحساس هؤلاء المستثمرين بالثقة والإرتياح، مما يدفعهم على الإقبال على توسيع نطاق عملياتهم الإستثمارية مما يرفع من سيولة السوق. وتجدر الإشارة إلى أن كل الأسواق الخليجية تعتمد على نظام السوق المستمرة التي تحركها الأوامر، كما تعتمد هذه الأسواق على فترات تمهيدية يطبق فيها سعر التثبيت لمدة تتراوح ما بين 15 و 30 دقيقة. ويبقى سجّل الأوامر غير مرئي إلى كل المتداولين ما عدا أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء. بينما قامت أسواق البحرين والكويت ودبي وأبو ظبي وتونس بكشف أفضل خمس أوامر شراء (السعر والكمية) في محاولة لتحسين شفافية السوق وتمكين المتداول من استجلاء أكبر جزء من سجل الأوامر ومن ثم اتجاه السوق.

¹ تقتصر البحوث في هذا المجال على الأربع أوراق بحثية التالية:

- وليد عبد مولاه، البنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية والأزمات المالية، سلسلة اجتماعات الخبراء، رقم 32، 2009.

- Hmaied, Dorra Mezzez, Grar Adel and Sioud Olfa Benouda, **Electronic Markets, Dynamics of Market Liquidity of Tunisian Stocks: An Analysis of Market Resiliency**, 16/ 2/2006.

- Bellalah Mondher, Boubaker Adel and Sebai Saber, **Estimation of Transaction Costs on the Tunisian Stock Exchange: An Empirical Reseach via a Tobit Model with Frictions**, Inter4national Journal of Business, 11/02/2006.

خلاصة الفصل:

استهدف هذا الفصل دراسة الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية وأسواق الأوراق المالية العربية، حيث تعد سوق الأوراق المالية، التي تمثل أحد فروع السوق التمويلية الذي يتم من خلاله تداول الأصول المالية كالأسهم والسندات سواءً عند إصدارها الأول أو عند تداولها بعد ذلك، بمثابة بديل مفاده ضمان توفير رأس المال بتكلفة منخفضة نسبياً مقارنة بالقروض البنكية، علاوة على إمكانية مساعدة الحكومات والقطاع الخاص على تعبئة رأس المال لتمويل قطاع واسع من البنيات الأساسية بما يسمح بتلبية الاحتياجات الاجتماعية ومتطلبات النمو وتوفير فرص العمل.

وتأخذ أسواق الأوراق المالية العديد من التقسيمات، وفقاً لمجموعة من المعايير كنوع الأداة المالية المستخدمة في التعامل وأجال المعاملات التي تتم في السوق وغيرها، إلا أن المعيار الأهم هو ذلك المعيار الذي يقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق الإصدارات الأولية التي توفر احتياجات التمويل للإستثمار الحقيقي، وسوق التداول التي تُسهّل تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وتُمنّي الثروة المالية، كما تعتبر الأدوات المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية) العنصر المشترك لهذين السوقين، إذ يمكن عن طريقها تحويل الأموال من أولئك الذين يملكون فوائض مالية إلى أولئك الذين يحتاجون الأموال لغرض الإستثمار في الأصول الحقيقية، كما انها تؤدي إلى إعادة توزيع الخطر الذي لا يمكن تجنبه بين طالبي وعارضي الأموال.

وتقوم أسواق الأوراق المالية على عدة نظريات مفسّرة لها، كنظرية السوق الكفاءة التي ينصرف مضمونها إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الإقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية، ونظرية المحفظة المالية التي تدرس تحليل العائد والمخاطرة للأوراق المالية وطرق بناء المحافظ المالية والمفاضلة بينها، ونظريات تسعير الأصول الرأسمالية التي تدرس العلاقة بين معدل العائد المطلوب على الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك المعدل.

ولأهمية هذه الأسواق، دأبت الدول العربية على إنشاء وتطوير أسواقها للأوراق المالية، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والناشئة غير العربية، فأسواق الأوراق المالية العربية تتميز بضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي الذي يقاس بمعدل القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، كما تتصف أيضاً بضعف سيولتها الذي يُبرّزه انخفاض معدل دوران الأسهم ومعدل القيمة الكلية المتبادلة، وارتفاع درجة تركيز التداول وانحصارها في أسهم شركات محدودة للغاية، وتؤدي هذه الخصائص إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار. وقد أشرّت تلك السمات على تواضع حجم الأسواق العربية أمام نظيراتها من الأسواق المتقدمة، إلا أن ذلك لم يمنع من وجود درجة ارتباط شبه قوية بينهما، وهو الأمر الذي سهل انتقال تداعيات الأزمات المالية من الإقتصاديات التي تعاني أنظمتها المالية من عدم الإستقرار المالي إلى أسواق الأوراق المالية العربية، مما دفع بالجهات الفاعلة في أسواق رأس المال العربية بذل مزيداً من الجهود لتطوير مقومات البنية الأساسية والتنظيمية لأسواقها.

الفصل الثالث: الأساليب التقليدية لتحسين أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات

المبحث الأول: تحسين جودة الرقابة المالية

المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثالث: وضع نظم للإنذار المبكر بأزمات أسواق
الأوراق المالية

المبحث الرابع: الحصانة من الأزمات بالاندماج

المبحث الخامس: أساليب حماية ووقائية أخرى

الفصل الثالث:

الأساليب التقليدية لتحسين أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية

تهديد:

أكدت العديد من الأزمات المالية الدولية خصوصاً في أعقاب أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 والأزمة المالية العالمية سنة 2008 أنه يجب الأخذ باحتياطات هامة حتى يمكن لأسواق رأس المال تجنب تلك الأزمات، خاصة في ظل الإندماج المالي بين مختلف الأنظمة المالية العالمية الذي يسهل انتقال عدوى الأزمات المالية إلى أسواق الدول غير المتضررة والتي لم يكن لها دور مباشر في حدوثها، ناقلة إليها بذلك تداعياتها المكلفة إقتصادياً واجتماعياً.

وتجزم التداعيات المتسارعة لتلك الأزمات المالية بفعل العدوى صعوبة بقاء الإقتصاديات العربية بمنأى عنها، خاصة في ظل مساعي تحرير الحسابات الرأسمالية للعديد منها ودوره في دعم التكامل المالي العربي، لذلك يستدعي الأمر وضع سياسات إقتصادية وأساليب حمائية للتحوط ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية ورفع حصانتها ضد مختلف الأزمات المالية، ومحاولة الحد من آثارها حالة حدوثها.

ولتوضيح تلك الأساليب والسياسات الحمائية وتحليلها، قام الباحث بتقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث لهذا الغرض، وهي على النحو التالي:

- المبحث الأول: تحسين جودة الرقابة المالية.
- المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية.
- المبحث الثالث: وضع نظم للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية.
- المبحث الرابع: الحصانة من الأزمات بالإندماج.
- المبحث الخامس: أساليب حمائية ووقائية أخرى.

المبحث الأول: نحسين جودة الرقابة المالية

تُعد مهمة الرقابة على أسواق الأوراق المالية من المهام الدقيقة غير السهلة التي ينبغي القيام بها بحكمة وروية لإقامة نوع من التوازن بين المصلحة العامة للدولة والمصالح الخاصة لعملاء السوق من المتعاملين في الأوراق المالية. وتُسند مهمة الرقابة والإشراف على سوق الأوراق المالية لأجهزة معينة يُقدَّر أنَّ لديها من الكفاءة والإمكانات البشرية والمادية ما يجعلها جديرة بالقيام بهذه المهمة الصعبة على وجهها السليم. وتتمثل هذه الهيئات في البنوك المركزية وهيئات أسواق رأس المال.

المطلب الأول: دور البنك المركزي في الرقابة على سوق الأوراق المالية

على الرغم من اكتساب السياسات النقدية أهمية متزايدة بصفتها خط الدفاع الأول ضد الأزمات المالية وانحيار النظام المالي لأنها يمكن أن تكون أكثر نشاطاً بكثير مقارنة بالأدوات الأخرى لسياسات الإقتصاد الكلي، فقد احتدم الجدل في ظل الأزمة المالية الأخيرة حول مفاهيم عمليات البنوك المركزية، وأصبح دورها وصلاحياتها الملائمة موضع تمحيص في أنحاء العالم، وصارت الإقتصادات المتقدمة وإقتصادات الأسواق الناشئة على السواء أكثر عرضة للأزمات المالية نتيجة للعملة، إذ أوجد تزايد انفتاحها أمام التدفقات التجارية والمالية قنوات أوسع لإنتقال تداعيات الأزمات عبر الدول، وأصبح من الصعب على البنك المركزي في الفترة الحالية استخدام أدوات مثل تغيير أسعار الفائدة لتحقيق أهداف محلية.

وبالتالي يمكن القول بأن الأزمة المالية العالمية الأخيرة قد أثارت جدلاً حاداً واسع النطاق حول دور البنوك المركزية العربية والعالمية ومسؤولياتها وأهدافها والدرجة المثلى لإستقلاليتها. وسنطرح في هذا الصدد عدة قضايا من الممكن أن تواجهها هذه البنوك التي يجب أن تستخلص دروساً من الأزمة المالية وتقوم بإصلاحات ملموسة لتعزيز دورها الرقابي على سوق الأوراق المالية:

1- دور البنوك المركزية في منع فقاعات أسعار الأصول:

قد يكون لفقاعات الأسعار في الأسهم والعقارات السكنية آثار مدمرة على سوق الأوراق المالية عند انفجارها في نهاية المطاف. ويبدو أن هذه الحقيقة تضيء شرعية على الحجة القائلة بأن البنوك المركزية لا يمكنها تجاهل فقاعات أسعار الأصول وأن أي إطار ضيق يضع قيوداً على البنوك المركزية في اتخاذ إجراءات وقائية ضد الفقاعات مآله إلى الفشل¹. فالفقاعات التي تغذيها السياسة النقدية التيسيرية - التي ربما كانت على سبيل المثال انتعاش سوق الإسكان في الولايات المتحدة - ينبغي معالجتها من خلال السياسة النقدية، في حين أن فقاعات أخرى - مثل انتعاش أسعار أسهم القطاع التكنولوجي في بداية الألفينات - ينبغي التعامل معها باستخدام

¹ إسوار براساد، إعادة التفكير في البيان المالي - بعد السقوط -، مجلة التمويل والتنمية، العدد الثاني، جوان 2010، ص: 23.

سياسات تنظيمية أو تركها لتأخذ مسارها الطبيعي. والنتيجة حسب دراسة (Blinder, 2010)، أن في أعقاب الأزمات سيكون من الصعب على البنوك المركزية تجاهل أسعار الأصول حتى ولو لم تستهدفها بأي طريقة رسمية. وبالفعل فإن أي تفويض صريح بتحقيق الإستقرار المالي سوف يقتضي إدارة البنوك المركزية لأسعار الأصول¹.

وحسب رأينا، فإن هذا الجانب الخاص بـ "تجاوز نطاق الإختصاص" ينطوي على مخاطر أكبر. فالبرغم من إدراج وضع أسعار الأصول ضمن إطار السياسة النقدية أمر مغري، فإنه من الخطر أن يُطلب من البنوك المركزية إدارة نتائج أسعار الأصول دون معايير واضحة، ودون معرفة طبيعة تأثير إجراءات السياسة النقدية على أسعار الأصول، وتلك مجالات مجهولة، لكن من الواضح أنه لا يمكن إيقاف ممارسة البنوك المركزية لأعمالها ريثما يتم التوصل إلى حلول نظرية لهذه القضايا.

2- البنوك المركزية والإستقرار المالي داخل أسواق الأوراق المالية:

يُعنى بالإستقرار المالي مدى قدرة القطاع المالي على امتصاص أثر الصدمات الاقتصادية الخارجية والحد من تداعياتها على مكونات القطاع المالي الرئيسية. وعلى الرغم من صعوبة الاتفاق على مفهوم واحد للإستقرار المالي نتيجة اختلاف الهياكل الاقتصادية، إلا أن المفهوم الأكثر شيوعاً في العالم حالياً هو أن الإستقرار المالي يعني به التوصل إلى الحالة التي يستطيع فيها القطاع المالي استيعاب وتخفيف حدة الضغوط على مؤسساته من جراء الأزمات الاقتصادية².

وعلى الرغم من أن الحديث عن الإستقرار المالي ومقوماته ينشط خلال الأزمات المالية، إلا أن مفهوم الإستقرار المالي لا يركز فقط على كيفية التعامل مع الأزمات المالية، ولكنه يعمل في الأساس على إعداد القطاع المالي لاستيعاب تلك الأزمات والحيلولة دون وقوعها ومنع انتقال تداعيات الأزمات الخارجية إلى القطاع المالي وهو ما يتطلب قدراً كبيراً من الشفافية وحوكمة المؤسسات والأسواق المالية، بالإضافة إلى ضرورة الربط بينها وبين المؤشرات الاقتصادية الكلية والمؤشرات الخاصة بالسلامة المصرفية.

وبينما يوجد اتفاق واسع على أن الإستقرار المالي ليس تلقائياً أو حتمياً، فهناك اتفاق أقل على ما إذا كان ينبغي إدراجه صراحة ضمن صلاحيات البنوك المركزية أو لا. ومن الحجج المطروحة أن إدراجه صراحة لن يضيف

¹ Blinder, Alan, "How Central Should the Central Bank Be?", Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, 2010, pp. 123-33.

² لتفاصيل أكثر حول مفهوم الإستقرار المالي، أهميته وإطاره المؤسسي، أنظر:

- صندوق النقد العربي، التطورات النقدية والمالية وفي أسواق المال في الدول العربية - إطار خاص بمفهوم الإستقرار المالي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 141.

- أحمد مهدي بلواني، البنوك الإسلامية والإستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد الإسلامي، المجلد 21، العدد 02، 2008م/1429هـ، ص: 69-75.

جديداً لأن الإستقرار المالي شرط ضروري - وإن كان غير كافٍ - لتحقيق أهداف البنك المركزي التقليدية المتعلقة بالتضخم والناتج وتوظيف العمالة¹.

وكإحدى الأدوات الواضحة التي تمتلكها البنوك المركزية للحفاظ على الإستقرار المالي نجد وظيفة "الملاذ الأخير للإقراض". فأثناء الأزمة المالية العالمية 2008، قامت البنوك المركزية بضخ كميات هائلة من السيولة في الأسواق المالية وذلك عن طريق نوافذ مقرض الملاذ الأخير. وبينما وُقِر ذلك السيولة للمؤسسات الفردية، ظلت السوق تعاني من نقص السيولة، مما كشف عن حدود هذه الأداة في مكافحة جفاف السيولة. فالبنك المركزي يمكنه ضخ السيولة ولكنه من الصعب ضمان عدم استخدام الأموال الوفيرة الرخيصة المتاحة في شراء أصول تتآكل قيمتها بسرعة، وقد يصبح الخيار الوحيد له أن يقوم بشراء الأصول، مما يعني ألا يقتصر دوره على الإقراض، بل أيضاً يصبح صانع سوق الملاذ الأخير.

3- استقلالية البنوك المركزية مقابل المزيد من المساءلة:

لقد نسّقت الحكومات والبنوك المركزية جهودها خلال الأزمة المالية العالمية 2008 لإطلاق سياسات مالية عامة ونقدية توسعية غير مسبوقة سمحت بعودة التوترات المعتادة بين السياسات النقدية والمالية إلى الظهور، ومن شأن احتمال عودة هيمنة السياسة المالية أن يُقلص من استقلالية البنوك المركزية.

ومن ثمّ، يجب أن تكون المسؤولية عن الإستقرار المالي مشتركة بين الحكومة والبنك المركزي وغيرهما من الجهات التنظيمية. وعلى الرغم من أن هذه المسؤولية ليست مشكلة في حد ذاتها، فهناك مصدران للقلق متصلان بها يتمثل أولهما في أن إنقاذ المؤسسات المالية إجراء سياسي بطبيعته، وقد تُؤدّي المشاركة في مثل هذه القرارات إلى الإضرار بالمصدقية التكنوقراطية للبنوك المركزية في هذا المجال. أما مصدر القلق الثاني فيتمثل في المخاطرة بأن يتجاوز التنسيق مع الحكومة بغرض تحقيق الإستقرار المالي حدوده وينتشر إلى مجالات أخرى تقع ضمن اختصاصات البنوك المركزية مُحفّضة بذلك استقلاليتها².

وتتعرّض مبرّرات استقلالية البنوك المركزية لضغط متزايد بسبب التطورات التي أفرزتها الأزمة. وبالتالي يجب على البنوك المركزية المطالبة بالإستقلالية ليس بالحجج القوية وإنما ببذل جهود أقوى وطوعية لكي تكتسب سمات الشفافية والتجاوب والمساءلة.

¹ دوفري سوبارو، إعادة تعريف البنوك المركزية، مجلة التمويل والتنمية، العدد الثاني، جوان 2010، ص: 27.

² نفس المرجع، ص: 27.

المطلب الثاني: الدور الرقابي لهيئات أسواق الأوراق المالية العربية على السوق

يعتبر الدور الرقابي من الأدوار الرئيسية التي تناط بهيئات الأوراق المالية في مختلف دول العالم، وقد شهد هذا الموضوع تطورات هامة على المستوى الدولي دفعت هذه الهيئات في نهاية المطاف إلى إنشاء مؤسسة دولية تضم في عضويتها هيئات الأوراق المالية والأسواق من مختلف دول العالم بهدف وضع توصيات موحدة لتحكم عمل الهيئات الرقابية والأسواق في دول العالم وهي المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق المال "IOSCO". يتضح لنا مما سبق أهمية الرقابة على أسواق الأوراق المالية، والتي تتطلب من هيئات الرقابة العربية الإجتهد من أجل تحسينها وإتقانها بما تملكه من أنظمة للرقابة والتفتيش وطرق لإنفاذ القوانين.

1- أهمية الرقابة على أسواق الأوراق المالية العربية:

تهدف الهيئات الرقابية الأعضاء بشكل أساسي إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادل وكفؤ لجميع المتعاملين بالأوراق المالية، بحيث تتم جميع التعاملات في سوق الأوراق المالية على أسس سليمة وعادلة تتسم بالنزاهة والمصداقية، وتسعى هذه الهيئات من وراء ذلك إلى تحقيق المزايا الرئيسية التالية¹:

- تطوير السوق وزيادة حجم التداول فيه وجذب الإستثمارات الأجنبية.
- أن الرقابة الفاعلة تساعد على استباق ومعالجة أي حدث طارئ وجديد يمكن أن يؤثر على سلامة السوق، لأن الرقابة الواعية والحديثة تأخذ في الإعتبار كافة المستجدات التي تطرأ وذلك للإستعداد ومواجهتها قبل أن تصبح أمراً واقعاً.
- تغطية أي نقص أو قصور في القوانين أو اللوائح المنظمة لعمل الأسواق.

2- أنظمة الرقابة:

يمكن تصنيف أهم أنواع الرقابة في الهيئات الرقابية العربية إلى²:

1-2- الرقابة على التداول: وتشمل الرقابة اليومية على عمليات التداول في سوق الأوراق المالية لحماية السوق من عمليات التلاعب وضبطها، وكشف أي تداول يتم بناءً على معلومات داخلية وغيرها من الممارسات غير المشروعة، والرقابة المعمول بها حالياً لدى معظم الهيئات هي رقابة إلكترونية تعتمد على برامج إلكترونية متطورة توفر إمكانية تتبّع كافة عمليات التداول اليومية.

2-2- الرقابة على الجهات المصدرة للأوراق المالية: للتأكد من إلتزامها وتقيدها بمتطلبات الإفصاح والإلتزام بمبادئ حوكمة الشركات ومعايير الإنضباط المؤسسي الواجبة التطبيق.

¹ الأمانة العامة لإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية (الصياغة النهائية): د. فوزي بهزاد وآخرون)، دراسة واقع قطاع الأوراق المالية العربي، نتائج أعمال اللجان الدائمة بالإتحاد وفرق العمل المنبثقة عنها، إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نوفمبر 2009، ص: 74.

² نفس المرجع، ص: 74-75.

2-3- الرقابة على المرخص لهم: والتي تشمل الرقابة على أعمال جميع الشركات المرخص لها لمزاولة الخدمات المالية في الأسواق للتأكد من مدى إلتزامها بأحكام القوانين والأنظمة واللوائح الداخلية للأسواق.

2-4- مراقبة عمليات غسل الأموال: حيث تولي الهيئات الرقابية إهتماماً متزايداً في وضع إجراءات وضوابط تنظيمية لمكافحة عمليات غسل الأموال وتمويل الإرهاب من خلال تشريعاتها وأنظمتها الرقابية على الجهات الخاضعة لرقابتها، حيث ألزمت هذه التشريعات كافة الجهات العاملة في مجال الأوراق المالية بالإلتزام الكامل بالقوانين المحلية المعنية ومتطلباتها الخاصة بمكافحة عمليات غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

3- أنظمة التفتيش المطبقة:

تتوفر لدى الهيئات الرقابية العربية أنظمة وإجراءات عديدة ومتباينة فيما بينها لغرض التفتيش من خلال نظام خاص بهذا الغرض، وذلك للتأكد من توافر الإلتزامات المستمرة التي تفرضها التشريعات المنظمة لعمل الشركات المرخصة للعمل في مجال الأوراق المالية، وكذلك للتأكد من إلتزام الأشخاص المعتمدين العاملين لدى هذه الشركات بمعايير السلوك المهني.

وغالبا ما تقوم الهيئات بنوعين من برامج التفتيش هما:

- برامج التفتيش الدوري التي تقوم بها الهيئات بصفة دورية مرة أو أكثر خلال العام.
- برامج التفتيش المفاجئة التي تقوم بها الهيئة الرقابية تلبية لإحتياجات وأغراض معينة.

4- قواعد وصلاحيات إنفاذ القوانين في الهيئات الرقابية العربية والأسواق:

بالرجوع إلى تجارب الدول العربية مجال إنفاذ القوانين وسريان العمل بها، يتبين لها القواعد والصلاحيات المعمول بها في هذا الشأن من قبل الهيئات الرقابية، وهي على النحو التالي:

4-1- قواعد وإجراءات إنفاذ القوانين والأنظمة واللوائح من قبل الهيئات الرقابية والأسواق: يكون بدء العمل بقانون الهيئة الرقابية واللوائح والأنظمة الصادرة بمقتضاه بعد نشر هذه التشريعات في الجريدة الرسمية، واستثناءً من ذلك فقط تتطلب بعض الإعتبارات تأجيل بدء العمل بتشريع معين إلى ما بعد نشره في الجريدة الرسمية بفترة خاصة إذا كان النظام يرتب بعض الإلتزامات والواجبات على الأسواق أو الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو الشركات المدرجة، وبالتالي فإن تأجيل العمل به أو تطبيقه على عدة مراحل يكون لإعطاء هذه الجهات فرصة مناسبة لتوفيق أوضاعها وفقاً لمتطلبات هذا التشريع، ويترتب على الإخلال بأحكام هذه التشريعات عقوبات إدارية وجنائية على حد سواء.

ومن الجدير بالذكر أن الإجراءات والطرق المتبعة لإنفاذ القوانين الخاصة بإنشاء الأسواق المالية واللوائح الداخلية الصادرة عنها تتوافق مع الإجراءات والطرق الخاصة بالإنفاذ للتشريعات المتعلقة بالهيئات الرقابية.

4-2- - صلاحيات الهيئات الرقابية في مجال التفتيش والتحقيق والإجراءات المترتبة عليها: تتباين صلاحيات الجهات الرقابية بشأن الجهة المختصة بإجراء التفتيش والتحقيق وما يترتب على ذلك من جزاءات يمكن اتخاذها بحق الأشخاص المخالفين إذا ما كانت هذه المخالفات متعلقة بالقوانين والأنظمة الخاصة بمجال الأوراق المالية.

وباطّاعنا على تجارب الدول العربية في مجال المخالفات المتعلقة بالقوانين والأنظمة المعمول بها في الهيئات الرقابية على أسواق الأوراق المالية*، خلصنا إلى تشكيل الجدول رقم (03-01) التالي:

جدول رقم (03-01)

جهات التفتيش والتحقيق وإصدار الجزاءات التأديبية

البلد	جهة التفتيش والتحقيق	الجزاءات التأديبية
الجزائر	غرفة تأديبية وتحكيمية	الإنذار، الغرامة المالية، حضر النشاط أو سحب الإعتماد.
الأردن	مجلس مفوضي هيئة الرقابة	الإنذار، نشر نتائج التحقيق، فرض غرامة مالية، تعليق أو إلغاء الترخيص، الإيقاف عن التداول.
الإمارات	هيئة الرقابة	التنبيه، الإنذار، الغرامة المالية، الإيقاف عن التداول، إلغاء الترخيص.
السعودية	محكمة خاصة	تبعاً لجسامة المخالفة، وقد تصل إلى فرض غرامة مالية والسجن.
سوريا	مجلس المفوضين	التنبيه أو الإنذار، وقد تصل إلى وقف التداول أو الوقف عن العمل والشطب من السجل.
عمان	التحقيق: هيئة الرقابة الجزاءات: اللجنة التأديبية	التنبيه، الإنذار، الغرامة المالية، الوقف عن العمل في السوق لمدة لا تزيد عن 03 أشهر، الشطب النهائي من عضوية السوق.
قطر	هيئة الرقابة	الإنذار، اللوم، الإيقاف عن العمل لفترة زمنية محددة لا تتجاوز 06 أشهر، سحب الترخيص، فرض جزاء مالي لا يتجاوز 5000 ريال عن المخالفة المستمرة، فرض جزاء مالي بما لا يتجاوز مبلغ مقداره 10 ملايين ريال.
مصر	هيئة الرقابة	الإنذار، الغرامة المالية، وقف المرخص لهم عن مزاولة النشاط لمدة أقصاها 30 يوماً، المنع من مزاولة كل أو بعض الأنشطة وقد تصل إلى حد إلغاء الترخيص.
لبنان	مفوض الحكومة	1- عقوبات من الدرجة الأولى: التنبيه، اللوم. 2- عقوبات من الدرجة الثانية: تختلف باختلاف أعضاء بورصة بيروت: - أعضاء السوق (المستثمرون): غرامة نقدية حداها الأقصى خمسة أضعاف الإشتراك السنوي. - الوسطاء: غرامة نقدية حداها الأقصى يعادل 10000 دولار بالليرة اللبنانية كل مرة، أو تعليق الوسيط عن العمل في البورصة لمدة لا تتجاوز 03 أشهر، أو لمدة لا تتجاوز السنة، أو شطب الوسيط نهائياً. - المصدرون: غرامة نقدية حداها الأقصى نصف في المائة من رأس مالها في كل مرة، تعليق المصدر لمدة لا تتجاوز 06 أشهر، نقل المصدر من السوق الرسمية إلى السوق الموازية، شطب المصدر من أسواق بورصة بيروت.

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية والفصلية والمواقع الإلكترونية لأسواق الأوراق المالية العربية المعنية.

* تم الإطلاع على هذه التجارب من خلال التقارير السنوية والفصلية الصادرة عن أسواق الأوراق المالية العربية ومواقعها الإلكترونية.

المطلب الثالث: إعادة هيكلة النظم الرقابية لأسواق الأوراق المالية

تتطلب عملية إعادة هيكلة الأنظمة الرقابية تحديد مراحل الدورة الرقابية وتصنيفات النماذج الرقابية، واستعراض التجارب الدولية في هذا المجال، وصولاً إلى استخلاص أهم الدروس لفائدة النظم الرقابية العربية بناءً على تلك التجارب.

1- مراحل الدورة الرقابية:

إستند في تحديد مراحل هذه الدورة إلى جهود التعاون المالي الأوروبي-الأمريكي خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتي أضرت باقتصاديهما ودفعت بهما إلى إعادة النظر في مدى كفاءة نظامهما الرقابي وصلاحيته وقت الأزمات. وحددت هذه المراحل بأربعة¹، حيث أن المرحلة الأولى هي مرحلة إدارة المخاطر وتحقيق الإستقرار، ثم ظهور "الخطة الكبرى" في المرحلة الثانية بالتعاون الدولي من قبل مجموعة العشرين ومجلس الإستقرار المالي، مما أدى إلى بداية استقرار إقتصاد بعض دول العالم.

أما المرحلة الثالثة، فقد شهدت ظهور عدد من المقترحات التشريعية المفصلة، كما بدأت بعض اقتصادات العالم في التعافي من الأزمة المالية العالمية، ثم جاءت المرحلة الرابعة التي تم فيها تجربة المقترحات التشريعية المفصلة، وزاد فيها التفهق في النمو الصناعي، وضعف القرار السياسي، ليدخل العالم في مرحلة التطبيقات العملية الطويلة للوصول إلى نموذج الهيئات الرقابية المثالية.

2- تصنيفات الأنظمة أو النماذج الرقابية المالية العالمية المتبعة:

تتعدد النماذج الرقابية على القطاع المالي -بما فيه قطاع الأوراق المالية-، كما تتباين الدول تبعاً لذلك في تبني كل نموذج (أنظر الجدول رقم (03-02))، حيث يجب التنويه إلى أن كفاءة أي نموذج رقابي تكمن في الفلسفة التي بُني عليها ذلك النموذج وفي جودة القرارات التي تصدر من جرائه، وأن تبني هذه الأنظمة وما حصل عليها من تطورات ناجم كله عن الأزمة المالية العالمية 2008.

¹ تشارلز تيلور، إعادة هيكلة الدور الرقابي في القطاع المالي، تجربة المملكة المتحدة، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص: 25.

جدول رقم (03-02):

نماذج النظم الرقابية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008.

نموذج المنظمين المتعددين والبنك المركزي	النموذج القطاعي	النموذج الوظيفي	النموذج المتفرد	النموذج المتكامل	نموذج Twin Peaks	
					√	الو.م.أ
					√	بريطانيا
		√	√			فرنسا
			√			ألمانيا
					√	هولندا
					√	بلجيكا
				√		إيرلندا
					√	أستراليا
			√			سنغافورة
√						الدول العربية

المصدر: من إعداد الباحث.

وفيما يلي شرح نماذج الرقابة الموضحة في الجدول أعلاه وأهم الدول المتبعة لكل نموذج:

1-2- نموذج "القمم المزدوجة أو Twin Peaks": هو نموذج الإشراف الثنائي، تُعطى في ظلّه مهمة رقابة القطاع المالي للبلد إلى جهتين رقابيتين، حيث يتم التحول إليه من خلال تحويل ودمج الإشراف على قواعد ممارسة الأعمال في كل من البنوك والأوراق المالية والتأمين في جهة رقابية واحدة، كما يتم دمج الإشراف على الرقابة الإحترازية للجهات الثلاث المذكورة في جهة رقابية أخرى مع التنسيق بينهما. وفي ظل الأزمة المالية العالمية 2008، فقد تبنت كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، هولندا، إسبانيا، إيطاليا، بلجيكا وأستراليا هذا النموذج.

ولنموذج Twin Peaks جملة من المزايا، منها:

- الحيلولة دون إعطاء الرقابة الإحترازية الأسبقية أو الأفضلية على قواعد ممارسة العمل.
- قد يكون نموذج Twin Peaks أمثل من حيث التأكيد على قضايا الشفافية ونزاهة وعدالة الأسواق.
- يعطي نموذج Twin Peaks حماية المستهلك أهمية قصوى.
- وسيلة للحصول على مزايا النظم المتكاملة مع التركيز الواضح على حماية المستثمرين خاصة الأفراد.
- يمكن لكل من الجهتين الرقابيتين تعيين موظفين لهم خبرات مناسبة للأعمال المنوطة بهم، وأن فصل المسؤوليات في جهات منفصلة يمكن أن يؤدي إلى تقليل تعارض المصالح.

2-2- النموذج المتكامل (الموحد): تتبنى هذا النموذج دولة إيرلندا، والذي يقوم على دمج الجهات الرقابية المختلفة للبلد (جهتان رقابيتان أو أكثر) في جهة رقابية واحدة موحدة الهيكل والأهداف والوظائف سعياً نحو القضاء على الثغرات الرقابية وتشتت المصالح والتعارض بينها.

وتتدعم كفاءة هذا النموذج بما وجهه رئيس البنك المركزي في بريطانيا من انتقاد لنظام الكيانات الثلاثة في التنظيم المالي والتي وزعت الأدوار الرقابية بين البنك المركزي وسلطة الخدمات المالية والخزانة حيث لم يسيطر أي منهم على مستوى المديونية، وحين أتت الأزمة لم يعرف أحد من هي المؤسسة المسؤولة. ضف إلى ذلك، أن المفاهيم الخاطئة الكثيرة والأداة الإعلامية لـ "Bundesbank"، والتي لم يتم النظر إليها بعين ناقدة من قبل المنظم في ألمانيا "BaFIN"، فقد تم تكميته من قبل وزارة المالية ما أدى إلى فشل المنظم في الكشف ودق جرس الإنذار عن نسبة الإلتزامات الإئتمانية المبالغ فيها في بنك الصناعة الألماني¹.

2-3- النموذج المُتفرد: تسير على هذا النموذج كل من فرنسا، ألمانيا، سنغافورة، مركز دبي المالي العالمي، ووقفه يتم تأسيس هيئة رقابية احترازية مرتبطة بالبنك المركزي لتكون الهيئة الرقابية الوحيدة المسؤولة عن إصدار الرخص للبنوك، ولقطاعات الخدمات الإستثمارية والتأمينية.

ي طرح هذا النموذج مجموعة من المخاوف عما إذا كان ممكناً لمؤسسة واحدة أن تقود بإدارة نظام متكامل يشمل المؤسسات الكبرى والصغرى في آن واحد، وإدارة السياسات المالية في نفس الوقت.

2-4- النموذج الوظيفي: تتبّع فرنسا هذا النموذج أيضاً، والذي يتم فيه مراقبة المؤسسات وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها، مما يتطلب من هيئة الرقابة أن تزخر بعدد كبير من الخبراء والفنيين.

2-5- النموذج القطاعي: وهو النموذج الذي يتم فيه مراقبة المؤسسات المالية المختلفة تبعاً لأصناف الوظائف التي تقوم بها.

2-6- نموذج المنظمين المتعددين والبنك المركزي: يتميز هذا النموذج بوجود أكثر من هيئتين للرقابة على القطاع المصرفي والأوراق المالية وقطاع التأمين والخدمات الإستثمارية، مع وجود بعض سوء التنسيق بين الهيئات المشرفة على هذه القطاعات وتداخل في المصالح وكثرة الثغرات التشريعية المسببة للرقابة المفلتة، وتسير على هذا النموذج كل الدول العربية وغالبية الدول النامية.

¹ نايل أوتليه، الحاجة إلى تكامل الأدوار الرقابية في القطاع المالي، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص: 28.

* تُطبّق فرنسا نظاماً مختلطاً للرقابة ما بين الوظيفي والمتفرد.

3- استعراض تجربة الرقابة الأمريكية والأوروبية والإتجاه نحو نموذج "Twin Peaks":

كردّ فعل للأزمة المالية العالمية، أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية قانون "Dodd-Frank" في 2010/07/21، والذي يعتبر أكبر مراجعة لتشريعات الأسواق المالية منذ ثلاثينات القرن الماضي. وتوسع هذا القانون في زيادة السلطات والصلاحيات الرقابية للهيئات الحالية، والحد من سلطات وصلاحيات نظام رقابة وإشراف الهيئة الواحدة، بالإضافة إلى إنشاء وإيجاد مجلس جديد للهيئات الرقابية¹. ويحتوي قانون "Dodd-Frank" على 10 مكونات رئيسية تضم إنشاء مجلس للرقابة على الإستقرار المالي، التوسع في الصلاحيات الممنوحة لبنك الإحتياط الإتحادي، هيئة التسجيل النظامية والتوسع لهيئة تأمين الإيداعات الإتحادية "FDIC"، تفعيل قاعدة الحذر المعروفة بـ "Volker Rule" التي تحظر على الجهات البنكية من التداولات وتجارة العقارات أو ملكيات التحوط، وكذلك تملك صناديق الأسهم الخاصة. ومن أهم مكوناته أيضاً توسيع دائرة الملاءة المالية المعمول بها في البنوك لتمتد أيضاً لتشمل الشركات غير البنكية العاملة في مجال الخدمات المالية والمشتقات المتداولة خارج المقصورة. وتم التوسع في سلطات وصلاحيات حماية المستثمرين المعمول بها في هيئة الأوراق المالية، إضافة إلى التوسع في النظم الرقابية والإشرافية المنظمة لشركات التقييم الإئتماني، وتنظيم عمل صناديق التحوط بما يضمن تسجيل مدراء صناديق التحوط، الإحتفاظ بسجلات عن التداول، إعتداد نظام التقارير، وكذلك أعمال الفحص والتفتيش، كما يتضمن أيضاً مكتب الحماية المالية للمستثمرين، ومكتب التأمين الإتحادي².

وعن بريطانيا، فقد تحولت بعد الأزمة المالية العالمية إلى نموذج الرقابة المزدوجة، حيث يتولى البنك المركزي المتمثل في هيئة الرقابة الإحترازية الإشراف المالي والإحترازي على البنوك والجمعيات العقارية، وبنوك الإستثمار، وشركات التأمين ومؤسسات مالية أخرى، بينما تقوم هيئة حماية المستهلكين والأسواق بالإشراف على الأسواق وشركات الوساطة في مجال التأمين والإستثمار والرهن العقاري. وبعد تطبيق هذا النموذج في النصف الثاني من سنة 2012، سيركز دور هيئة الرقابة الإحترازية على الرقابة الإحترازية، حيث سيتم تزويدها بكل ما تحتاج إليه من الفلسفة والنظم والمهارات لتحقيق الأهداف المرجوة، كما ستعمل على دعم الإستقرار والعملية الإحترازية للنظام المالي من خلال تنظيم ومراقبة الشركات المالية كل على حدى بهدف التقليل من التأثير السلبي الذي يمكن أن تسببه أي شركة عند فشلها، أما هيئة حماية المستهلكين والأسواق فيتركز دورها بشكل رئيسي على حماية المستهلكين، وهي مسؤولة عن تنظيم أعمال حوالي 25 ألف شركة، بالإضافة إلى 2200 شركة أخرى تحت الرقابة المباشرة لهيئة الرقابة الإحترازية³.

¹ بول ماكو، إعادة هيكلة النظم الرقابية في القطاع المالي - قانون دود فرونك، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص: 23.

² بول ماكو، إعادة هيكلة النظم الرقابية في القطاع المالي - قانون دود فرونك، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

³ تشارلز تيلور، إعادة هيكلة الدور الرقابي في القطاع المالي، تجربة المملكة المتحدة، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

أما فرنسا فتعتمد النموذج الوظيفي، ولتقوية وتدعيم سوق رأس المال الفرنسي تم إصدار قانون البنوك والمالية الجديد لسنة 2010، حيث تم إنشاء مجلس الرقابة والمالية والمخاطر النظامية، مع تقوية دور هيئة الأسواق المالية من حيث قواعد ممارسة العمل وحماية المستثمرين، وإنشاء هيئة الرقابة الإحترازية، ثم إصدار قواعد للمشتقات والبيع على المكشوف ومؤسسات التصنيف الائتماني وتشريعات لمقدمي المنتجات المالية والخدمات¹.

وفي هولندا، أدى الإصلاح الرقابي إلى الفصل بين مسؤوليات الرقابة الإحترازية والتي أُحيلت إلى البنك المركزي الهولندي ليقوم بالإشراف على جميع المؤسسات المالية بالبلد، ومسؤوليات الرقابة على مؤسسات الأعمال والتي تم إحالتها إلى مؤسسة جديدة وهي هيئة الأوراق المالية التي تم تأسيسها وتكليفها بمراقبة التعاملات في الأسواق وحماية المستثمرين. وبناءً على ما سبق، تم دمج الهيئة الرقابية القائمة آنذاك في الهيئة الجديدة، بينما تم دمج معظم المؤسسات الرقابية للتأمين والمعاشات مع البنك المركزي الهولندي².

وفي بلجيكا، قررت الحكومة البلجيكية التحرك نحو نموذج **Twin Peaks**، وذلك بدمجها جانب الرقابة الإحترازية لمؤسساتها المالية في البنك المركزي، على عكس الحكومة الإيرلندية التي شكلت مؤسسة رقابية متكاملة وموحدة³.

وفيما يخص تجربة أستراليا، فهي تعتمد نظام **Twin Peaks** حيث تتولى هيئة الرقابة الإحترازية "APRA" مسؤولية الرقابة الإحترازية على البنوك وشركات الإستثمار والتأمين وصناديق التقاعد، أما هيئة الأوراق المالية والإستثمار "ASIC" فهي مسؤولة عن الرقابة على الأسواق المالية لضمان نزاهة الأسواق وحماية المستهلك، أما بنك الإحتياط فيتولى الإشراف على الإستقرار المالي من خلال تأثيره في السياسة النقدية، وأخيراً مفوضية المنافسة والمستهلك فتتولى مسؤولية قواعد حماية المنافسة⁴.

أما سنغافورة، فهي تعتمد النظام المتكامل حيث تتولى الهيئة النقدية "MAS" الرقابة على أعمال البنوك والأوراق المالية والتأمين.

¹ منذر بركات، نماذج الرقابة المالية في ظل الأزمة المالية الحالية، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص: 31.

² بول كوستر، الهيكل الرقابي للنظام المالي الهولندي، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، ص: 24.

³ بول كوستر، الهيكل الرقابي للنظام المالي الهولندي، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

⁴ منذر بركات، نماذج الرقابة المالية في ظل الأزمة المالية الحالية، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

4- دروس مستنبطة من التجارب الدولية لإعادة هيكلة النظم الرقابية المالية العربية ونموذج رقابي مقترح:

1-4- دروس من التجارب الدولية لإعادة هيكلة النظم الرقابية المالية العربية: تُطبّق الدول العربية نموذج المنظمين المتعددين والبنك المركزي (وزارة المالية، هيئة الأوراق المالية، البنك المركزي، الخزانة العامة، سلطات الخدمات المالية وغيرها) مع ضعف في التنسيق وتداخل في الأدوار والوظائف، الأمر الذي يسبب ثغرات تشريعية وهو ما قد يؤدي إلى الإفلات من الرقابة.

فعلى سبيل المثال -لا الحصر-، تُعطي قوانين الأوراق المالية في الدول العربية هيئات الأوراق المالية دوراً أكثر أهمية في تنظيم الخدمات المالية ولوائح أكثر تفصيلاً بشأن آليات التداول والتسوية والمقاصة والإعفاءات في السوق للأوراق المالية المحلية (والأجنبية في بعض الأسواق)، وفي المقابل نجد البنك المركزي ينظم عرض وبيع الأوراق المالية حسب تشريعاته، فهذه المسؤولية يمكن أن تُعطى لهيئة الأوراق المالية، مع حصر سياسة السوق المفتوحة داخل السوق النقدية فقط للسماح للبنك المركزي بالتحكم في عرض النقود، مع التنسيق المشترك بين الهيئة والبنك فيما يتعلق بهذا الجانب.

وإذا تفحصنا جيداً تجارب إعادة هيكلة الأنظمة الرقابية المالية الأوروبية والأمريكية، أمكننا ذلك من استخلاص مجموعة من الدروس المهمة لفائدة نظم الرقابة المالية العربية إذا ما أرادت أن تحذو حذوة هذه التجارب في إعادة الهيكلة. ومن جملة هذه الدروس ما يلي:

- تمثلت أهم الأخطاء السابقة التي برزت وقت الأزمة المالية العالمية في الفراغ بالسياسات في الناحية الإحترازية، والتي لم تستطع التعامل مع الأزمة لإيجاد حلول، إضافة إلى تصميم الهيكل التنظيمي وتنفيذ السياسات.
- لم تقدم الأزمة العالمية دليلاً على النظام الرقابي الأمثل، وأن تركيز الرقابة الإحترازية من خلال البنك المركزي يجعله قادراً على النظر بعمق للأنظمة في جوانب النظام المالي كافة، وأن يستجيب بسرعة وحسم عند الضرورة، وأن النظام أو النموذج الأمثل لأي دولة يعتمد على عوامل عدة تشمل الحجم، وطبيعة القطاع المالي وإلى أي مدى تعتبر الشركات نشطة ومتداخلة في إطار الحدود التقليدية بين القطاعات.
- تكمن كفاءة أي نموذج رقابي في الفلسفة التي بُني عليها ذلك النموذج وفي جودة القرارات التي تصدر من جرائه.
- يؤدي وجود عدة جهات رقابية إلى تداخل المصالح وحدوث ثغرات تشريعية وهو ما قد يؤدي للإفلات من الرقابة.

- أي نموذج رقابي سواء متكامل أو Twin Peaks له مزاياه وعيوبه، ولا يجب النظر للنموذج على أنه النهائية بل على أن يكون الأمثل. إن جودة الأحكام وفلسفة النظام المالي هي التي تحدد فعالية النظام الرقابي.
- التعاون الدولي هام وحيوي، ولكن التطبيق يجب أن يكون محلياً في إطار كل دولة عربية لتطبيق إجراءات نظامية ملائمة، ويجب تنسيق الجهود المحلية والدولية.
- قبل إعادة هيكلة أي نظام رقابي عربي، يجب متابعة المبادرات التي تقوم الأنظمة الأخرى، ودراسة ما إذا كانت الأنظمة العربية بحاجة إلى هيكل إشرافي جديد.

4-2- نموذج رقابي مقترح للنظم العربية بجدول زمني للتنفيذ: إن الرقابة المالية متعددة الأطراف والمتداخلة

- دون حدود واضحة تعتبر تحدياً كبيراً للأنظمة الرقابية المالية العربية حيث الفصل والإستقلال ما بين الجهات الرقابية هو عنصر هام لفعالية الرقابة، وأن إعطاء الحماية القانونية للجهات الرقابية عن تصرفاتها أمر بالغ الأهمية.
- وبناءً على ما سبق من تجارب ودروس، فإننا نقترح أن تقوم الدول العربية بإعادة هيكلة أنظمتها الرقابية بتغيير نموذجها الرقابي الحالي والتحول نحو نموذج القمم المزدوجة Twin Peaks بتعيين (تشكيل) جهتين رقابيتين فقط ومستقلتين، وتحت سقفين منفصلين بجعل تبعيتهما لوزارتين مختلفتين:

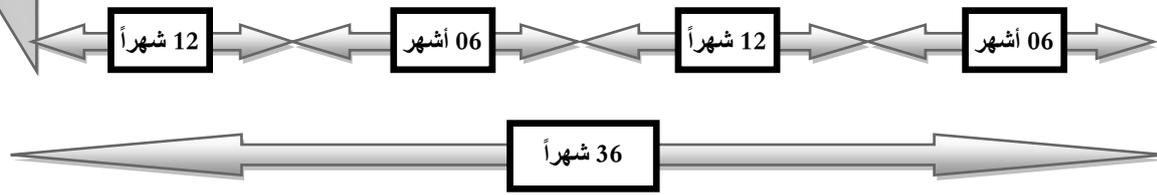
- هيئة الأوراق المالية تابعة لوزارة الإقتصاد أو الإستثمار، تتولى الإشراف على الأسواق المالية وقواعد ممارسة العمل وحماية المستهلك.
- البنك المركزي كهيئة رقابية احترازية تابعة لوزارة المالية، يشرف على الرقابة الإحترازية والنظامية من خلال الإشراف على البنوك والشركات العقارية، وبنوك الإستثمار، وشركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى، والسهر على تنفيذ السياسة النقدية.

أما عن الجدول الزمني المقترح للتنفيذ فهو موضَّح في الشكل رقم (03-01) التالي:

شكل رقم (03-01):

مراحل إعادة هيكلة النظم الرقابية المالية العربية بالتحوّل نحو نموذج Twin Peaks

وضع الإستراتيجية	التخطيط	التنفيذ	المتابعة
<ul style="list-style-type: none"> - تحديد المستهدفات. - نظرة استراتيجية حول التعامل مع الجهات الرقابية القائمة. - تحديد أهداف وأدوار الجهتين الرقابيتين بدقة. - استراتيجية للتقيد بالمدى الزمني للتنفيذ. 	<ul style="list-style-type: none"> - وضع الهيكل المؤسسي للجهتين الرقابيتين. - وضع القواعد والتشريعات واللوائح المنظمة لعمل الجهتين. 	<ul style="list-style-type: none"> - تنفيذ استراتيجية وخطة العمل. - شروع الجهتان الرقابيتان في العمل وفق الإستراتيجية الجديدة. - إطلاق بداية تطبيق نموذج Twin Paeks 	<ul style="list-style-type: none"> - استكمال الهيكل التنظيمي. - متابعة مدى تنفيذ قواعد العمل. - حل المشاكل المعترضة.



المصدر: من إعداد الباحث.

حيث يقترح الباحث أن يتم التنفيذ عبر أربعة مراحل خلال أجل أقصاه 36 شهراً، حيث يتم إنجاز المرحلة الأولى وهي وضع الإستراتيجية الملائمة والمستهدفات نحو ستة (06) أشهر، والمرحلة الثانية وهي التخطيط وتستغرق 12 شهراً وهي وضع الهيكل المؤسسي التفصيلي للجهتين الرقابيتين المعنيتين والقواعد والتشريعات، والمرحلة الثالثة وهي التنفيذ وتستغرق نحو ستة (06) أشهر وفيها يتم تنفيذ ما حُطِّط له، والمرحلة الأخيرة تستغرق نحو 12 شهراً لإتمام واستكمال الهيكل التنظيمي وقواعد العمل وحل أيّة مشاكل قد تطرأ.

المبحث الثاني: حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية

ظهرت الحاجة إلى الحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة خلال العقود القليلة الماضية، خاصة في أعقاب الإخيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين، وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي من اختيارات مالية ومحاسبية خلال وبعد سنة 2008، حيث نتج عن ذلك تأثير ثقة المستثمرين في أسواق المال مع هبوط حاد في أداء مؤشرات البورصات، وضعف آليات الرقابة على تصرفات المديرين، ووقوع كثير من الشركات في أزمات مالية.

المطلب الأول: دور الحوكمة في الحفاظ على استقرار أسواق الأوراق المالية

يكن الدور الذي يمكن أن تؤديه حوكمة الشركات في تحقيق الاستقرار داخل أسواق الأوراق المالية في قدرتها في التأثير على هذه الأسواق للوصول للسعر العادل للسهم، وهو ما سنبرزه فيما سيأتي من فروع:

1- إثبات العلاقة بين حوكمة الشركات واستقرار سوق الأوراق المالية:

نظرياً، يمكن إثبات تلك العلاقة بالرجوع إلى نظرية كفاءة السوق المالية ودورها في بلوغ السعر العادل للسهم، والإسترشاد بالأسباب والإستشهاد بالظواهر التي تُؤيد علاقة حوكمة الشركات بأسعار الأسهم.

1-1- نظرية كفاءة السوق واستقرار أسواق الأوراق المالية: تعتمد هذه النظرية على ما يلي:

- يستجيب المستثمرون لأي معلومات جديدة تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. وعلى ذلك، فإن أي معلومات حتى ولو كانت في الإيضاحات سوف ينعكس أثرها على أسعار الأسهم.
 - أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة، وأن التقارير المحاسبية تمثل جزءاً من هذه المعلومات.
 - لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق مكاسب غير عادية على الأسهم.
- ويرى "عباس مهدي الشيرازي"¹ أن فرض كفاءة السوق ما هو إلا تطبيق لشرط توازن السوق والذي يتحقق عند مستوى صفر أرباح. فالمعاملون في حالة تنافس للحصول على المعلومات سواء كانت محاسبية أو غير محاسبية. كما يُلاحظ أن فرض كفاءة السوق يهتم بكفاءة إنتاج واستخدام المعلومات وأثر ذلك على أسعار الأسهم.

ويرى "عصاف سيد أحمد عاشور"² أن الأسعار التي يحددها الشكل القوي لكفاءة السوق تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة. أي أن القيمة الحقيقية تعكسها القيمة العادلة للسهم.

¹ عباس مهدي الشيرازي، نظرية المحاسبة، الطبعة الأولى، ذات السلاسل، الكويت، 1990، ص: 373.

² عصاف سيد أحمد عاشور، دور معايير المحاسبة في تشجيع الإستثمار في سوق الأوراق المالية، مجلة الفكر المحاسبي، العدد الأول، السنة السادسة، ص: 12.

ويرى "يسري محمد محمود بلتاجي"¹ أن سعر السهم في السوق الكفاءة تعكس كافة المعلومات عن الشركة التي أصدرت السهم، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية. وتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكنت السوق من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين إما عن طريق القضاء على مسبباتها أو استخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة.

كما استخلص "Diamond"² من إحدى دراساته حول كفاءة سوق المال أن الإفصاح عن المعلومات الداخلية يُقلل عدم تماثل المعلومات، ويُقلل صنّاع السوق، ويزيد من أسعار الأسهم وتقلّ التقلبات السعرية. ويخلص الباحث، من خلال ما اعتمدت عليه نظرية كفاءة السوق ونتائج بعض الباحثين، إلى أن هناك ضرورة لوجود آلية ترفع من كفاءة الأسواق المالية، ويرى الباحث أن هذه الآلية هي الحوكمة، ويظهر ذلك من خلال ذكر تلك الدراسات السابقة من ضرورة وجود قواعد محدّدة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة. ويرى الباحث أن استخدام القواعد المحدّدة تتمثل في قواعد الحوكمة، لأنها تُعد ذات أهمية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، وتؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم، حيث أنه في السوق الكفوءة يُتم تسعير الأسهم في ضوء المعلومات المتاحة.

وبعد التعرف على نظرية كفاءة السوق وعلاقتها باستقرار أسعار الأسهم وبالتالي استقرار أسواق الأوراق المالية، ينحو الباحث نحو الظواهر الفعلية التي حدثت والتي تُؤيد هذه العلاقة.

1-2- الظواهر المختلفة والتي تُؤيد علاقة حوكمة الشركات باستقرار أسعار الأسهم: من بين الظواهر التي تُؤيد تلك العلاقة ما يلي:

- أوضح بنك "Crédit Lyonnais" في تقاريره لعامي 2001 و2002 أن حوكمة الشركات ترتبط إرتباطاً وثيقاً بكل من الأداء المالي وتقييم الأسهم³.
- بمجرد مرور سنة واحدة بعد بداية تطبيق مؤشر حوكمة الشركات في بورصة "ساوباولو" أثبت نجاحه وقامت شركات تمثّل 20% من إجمالي رأس المال السوقي، وتمثّل 19% من إجمالي نشاط التداول بالقيود في قطاع حوكمة الشركات، كما أن أداء أسعار الأسهم كان أفضل كثيراً في خلال تلك السنة⁴.

¹ يسري محمد محمود بلتاجي، دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة استطلاعية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص: 21.

² Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E., Disclosure, **Liquidity and the clientele of capital**, Journal of Finance, September, 1991, pp. 1325-1359.

³ ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص: 49.

⁴ أمار جيل، حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص: 61.

- شهدت الشركات (وجميع الأسواق) في الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي، والتي حققت تقدماً في حوكمة الشركات تحسناً في تقييم الأسهم¹.
 - تحسين أو تدهور الحوكمة له دور أكبر في تحديد أداء أسعار الأسهم².
- ومن الظواهر السابقة، يتضح أنّ هناك علاقة قويّة وطردية بين حوكمة الشركات واستقرار أسواق الأوراق المالية عن طريق تحديد السعر العادل للسهم.
- وفي النهاية، يرغب الباحث في إيضاح لماذا ترتبط حوكمة الشركات بأسعار الأسهم.

1-3- لماذا ترتبط حوكمة الشركات بأداء الأسهم؟ هناك مجموعة من الأسباب تجيب على هذا السؤال منها:

- أنّ نوعية المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين تعكس جودة الحوكمة، حيث يمكن إتاحة تلك المعلومات بتطبيق مبادئ الحوكمة لاسيما مبدأ الإفصاح والشفافية³.
 - أنّ حوكمة الشركات هي انعكاس لنوعية الإدارة، حيث أنّ الإدارة الواعية تتأكد من أنّ ارتفاع مستوى حوكمة الشركة هو المفتاح الذي يربطها بأداء سعر السهم، على العكس الإدارة غير الواعية، تسعى دائماً للحصول على منافع ذاتية من ضعف مستوى الحوكمة ممّا يؤثّر على أداء سعر السهم.
 - أنّ حوكمة الشركات بما لديها من آليات رقابية على الإدارة، تمنعها من التلاعب بالمعلومات الداخلية ممّا يؤدّي إلى حدّ ما تماثل المعلومات بين المستثمرين ممّا ينعكس في النهاية على أداء سعر السهم.
 - أنّ هناك علاقة ارتباط طردية بين درجة حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية⁴.
- ويخلص الباحث في الأخير إلى أهمية الحوكمة في تحقيق السعر العادل للسهم، ومن ثمّ تحقيق استقرار سوق الأوراق المالية وتحسينه من الأزمات الناتجة عن بعض العمليات لاسيما عمليات المضاربة.

¹ ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

² أمار جيل، حوكمة الشركات وحتمية التطبيق التدريجي، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

³ للإطلاع على مضمون هذا المبدأ، راجع: المرجع السابق، ص: 65-66.

⁴ محمد عبد الفتاح محمد إبراهيم، إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية (مدخل تحليل لتفعيل إقتصاد المعرفة)، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والإقتصادية، الجزء الثاني، المؤتمر الخامس، جامعة الإسكندرية، سبتمبر 2005، ص: 228.

2- دراسة تحليلية للمتغيرات الخاصة بالحوكمة في ضوء علاقتها باستقرار أسواق الأوراق المالية: أثبتنا فيما سبق العلاقة الطردية بين حوكمة الشركات كمتغير مستقل وإستقرار سوق الأوراق المالية (استقرار أسعار الأسهم عند السعر العادل) كمتغير تابع، وعلى ذلك فإن هذه العلاقة سوف تأخذ الشكل الرياضي التالي:

$$SMB = f(VG)$$

حيث:

SMB: La stabilité du marché boursier: استقرار سوق الأوراق المالية.

VG: Variables de gouvernance: متغيرات الحوكمة، وتشمل ما يلي:

- الشفافية والإفصاح.

- المعاملة العادلة (التكافؤ) للمساهمين.

- العلاقة مع أصحاب المصالح.

- حقوق المساهمين.

- مسؤوليات مجلس الإدارة.

2-1- الشفافية والإفصاح: يركز تعامل أي مستثمر في سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات الدقيقة مع سرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتسنى له اتخاذ قراره الإستثماري بطريقة صحيحة، ولذلك تحرص كافة التشريعات المنظمة لأسواق رأس المال على وجوب الإلتزام بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح، وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه. وحتى يكون لتطبيق الحوكمة أثر ملموس على الإستقرار الإقتصادي، ومنع الإنهيارات والأزمات التي تصيب أسواق الأوراق المالية، فإنه يجب أن تلتزم الهيئات المشرفة على هذه الأخيرة بالعناية بمتطلبات الإفصاح الواقعي¹ والشفافية للوصول إلى سوق مالية كفوءة مبنية على معلومات موثوقة وسليمة. وقد أصبح الإفصاح والشفافية متلازمين ضروريين لأسواق الأوراق المالية لأسباب كثيرة نوجزها فيما يلي²:

- انتشار استخدام الهندسة المالية من دون الإدراك التام بصيغها وطبيعة الفروض التي بنيت عليها، إذ أصبح من السهل تشويه نتائجه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والمصدقية³.

¹ لتفاصيل أكثر حول متطلبات الإفصاح الواقعي، راجع: د. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، جانفي 2012، ص: 08.

² محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، جريدة الإقتصادية الإلكترونية، العدد 6003، الصادرة بتاريخ 2010/03/19، الكويت، على الموقع الإلكتروني التالي: http://www.aleqt.com/2010/03/19/article_365837.html consulté le 27/02/2012.

بتصرف.

³ Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali, **The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan**, The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010, Pages 170-186.

- توفير الشفافية و ضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مستوى كفاءة السوق بمعناها الفني¹.
- حاجة أسواق الأوراق المالية إلى توافر المعلومات بشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق لزيادة فترة الإحتفاظ بالسهم بصفة خاصة أو الورقة المالية بصفة عامة.
- الإلتزام الشامل بقواعد شفافية الإفصاح في البورصة يعمل على سد كل الثغرات ومنع الممارسات الخاطئة وغير السليمة التي يمكن أن تؤثر على استقرارها².
- تساهم قواعد الشفافية في التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور فيها، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها.

2-2- المعاملة المتكافئة للمساهمين: تعتبر المعاملة المتكافئة للمساهمين من قبيل الوسائل المطلوبة لحماية حقوقهم، حيث يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين ومن بينهم صغار المساهمين والمساهمين الأجانب، كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين فرصة الحصول على تعويض فعلي في حالة انتهاك حقوقهم، ويتطلب ذلك³:

- ينبغي أن يكون للمساهمين -داخل كل فئة- نفس حقوق التصويت.
- يجب أن يتم التصويت بواسطة الأمانة أو المفوضين بطريقة مُتَّفَق عليها مع أصحاب الأسهم.
- ينبغي أن تكفل العمليات والإجراءات المتصلة بالإجتماعات العامة للمساهمين المعاملة المتكافئة لكافة المساهمين، كما يجب ألا تُسفر إجراءات الشركة عن صعوبة أو عن ارتفاع تكلفة عملية التصويت.
- يجب منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح أو الشفافية.
- ينبغي أن يُطلب من أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس الشركة.

¹ Alexsandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar, **Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case**, The International Journal of Accounting, Volume 45, Issue 4, December 2010, Pages 443-464.

² George Emmanuel Iatridis, **Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism**, International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011, Pages 88-102.

³ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية-، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008، مصر، ص: 11.

2-3- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات: يجب أن ينطوي إطار حوكمة الشركات على اعتراف بحقوق أصحاب المصلحة كما يحددها القانون، وأن يعمل أيضاً على تشجيع التعاون بين الشركات وبين أصحاب المصالح في مجال إنشاء الثروة وفرص العمل وتحقيق الإستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة، وهو ما يتطلب¹:

- احترام الحقوق القانونية والإتفاقيات.
- التعاون بين الشركات وأصحاب المصلحة.
- حق الحصول على المعلومات.
- التواصل والتعويض عن المخالفات.

2-4- حقوق المساهمين: طبقاً للمبادئ التي أقرتها منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية "OECD"، فإنه يجب على الشركات في الأسواق المالية اتخاذ الإجراءات التي تضمن الحفاظ على حقوق المساهمين، والمتمثلة في²:

- تأمين أساليب تسجيل الملكية.
- الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة.
- المشاركة والتصويت في الإجتماعات العامة للمساهمين وفي انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- الحصول على حصص من أرباح الشركة.

2-5- مسؤوليات مجلس الإدارة: يجب أن يتيح إطار حوكمة الشركات الخطوط الإرشادية الإستراتيجية لتوجيه الشركات، كما يجب أن يكفل المتابعة الفعالة للإدارة التنفيذية من قبل مجلس الإدارة، وأن تضمن مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة والمساهمين، ولأجل ذلك³:

- يجب أن يعمل أعضاء مجلس الإدارة على أساس توافر كامل للمعلومات، وكذا على أساس النوايا الحسنة، وسلامة القواعد المطبقة، كما يجب أن يعمل لتحقيق مصالح الشركة والمساهمين.
- حينما ينتج عن قرارات مجلس الإدارة تأثيرات متباينة على مختلف فئات المساهمين، فإن المجلس ينبغي أن يعمل على تحقيق المعاملة المتكافئة لجميع المساهمين.

¹ مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس (أوت) 2008، ص: 06.

² نفس المرجع، ص: 06

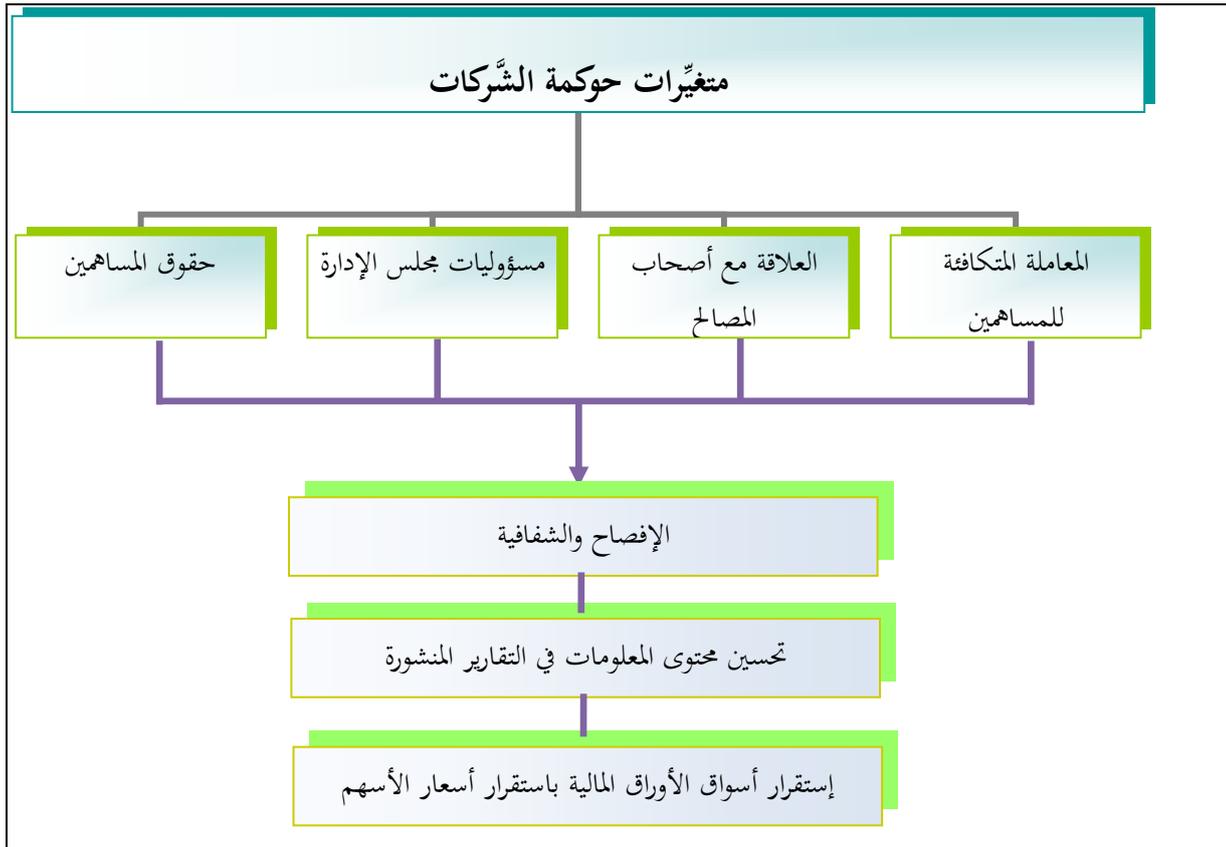
³ أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

- يجب أن يضمن مجلس الإدارة التوافق مع القوانين السارية وأن يأخذ في الاعتبار اهتمامات كافة أصحاب المصالح.
 - يجب أن يتمكن مجلس الإدارة من ممارسة التقييم الموضوعي لشؤون الشركة، وأن يجري ذلك -بصفة خاصة- على نحو مستقل عن الإدارة التنفيذية.
- وبدراسة تحليلية للمبادئ سالفة الذكر، يتضح أن كل متغيّر (مبدأ) له علاقة بالإفصاح والشفافية. ويعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية من أهم مبادئ حوكمة الشركات في وصول أسواق الأوراق المالية إلى حالة الإستقرار، لأن المستثمرين لا يستطيعون أن يطمئنوا إلى استثماراتهم وإجرائها بالأسعار العادلة، ولا يثقوا في هذه الأسواق بدون شفافية.

وفي نهاية هذا الجزء، يريد الباحث أن يُصوّر شكلاً يوضّح تفاعل متغيّرات حوكمة الشركات في التأثير على قدرة سوق الأوراق المالية في الوصول لحالة الإستقرار المالي وتجنّب أزمة مالية محتملة:

شكل رقم (03-02):

علاقة متغيّرات حوكمة الشركات باستقرار أسواق الأوراق المالية.



المصدر: من إعداد الباحث.

من خلال الشكل أعلاه يمكن القول أن مبادئ حوكمة الشركات هي أداة فعالة لإنضباط نشاط الشركة بما يحقق حقوق كل أطرافها، ويشكل ذلك عاملاً ضرورياً للوصول بأسواق الأوراق المالية إلى وضعية الإستقرار.

المطلب الثاني: متطلبات تحقيق حوكمة أسواق الأوراق المالية العربية

يؤدي اعتماد سوق الأوراق المالية على الحوكمة في توفير احتياجات المستثمرين من المعلومات إلى زيادة قدرة هذه السوق على ضبط أسعار الأسهم، وتوقف ذلك على قدرة الحوكمة في تحقيق الشفافية في تقارير الأعمال المنشورة. في حين سوف يُحوّل عدم توافر المعلومات -أو توافرها بشكل غير عادل- أمام جميع المستثمرين السوق إلى سوق للمضاربة غير الشرعية، مما يؤدي لتسعير خاطئ للأسهم.

كما أنّ جوهر مشكلة النزيف المستمر في أسعار الأسهم في البورصة، يمكن اختصاره في جملة موجزة هي أزمة ثقة نتيجة غياب أهم مفردات التعامل في سوق الأوراق المالية وهي: الإفصاح والشفافية¹، وأن أحد المقومات الأساسية الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية، يتمثل في قدرة السوق على توفير جميع المعلومات المؤثرة في أسعار الأسهم لجميع المتعاملين في توقيت واحد، فإذا ما تحقق ذلك، تصبح الأسعار الجارية للأسهم هي ناتج المعلومات الموفرة².

وللتعرّف على كيفية تحقيق الشفافية، والتي لها تأثير على الوصول بأسواق الأوراق المالية لحالة الاستقرار والسّلامة من الأزمات، لا بُدّ من إتباع الآليات التالية:

3-1- التّوسّع في تفاصيل المعلومات المالية: قدمت الدراسات والبحوث الكثير من الأدلة حول علاقة الإرتباط القائمة بين المعلومات المحاسبية وسلوك أسعار الأسهم³، ذلك أن سعر السهم يتأثر بكل من بيانات الربحية والتدفقات النقدية والمخاطرة. ومن أهم المعلومات المالية والتي تؤثر على سلوك أسعار الأسهم ما يلي⁴:

¹ حسني عبد الجليل صبيحي، دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية - دراسة تحليلية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، العدد الأول، 2002، ص: 03.
² راجع: عصاف سيد أحمد عاشور، دور معايير المحاسبة في تشجيع الإستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 10.
³ راجع في ذلك:

- عيد محمود حميدة، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم (دراسة نظرية تطبيقية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، أبريل 2001، ص: 238.
- كمال الدين مصطفى الدهراوي، العلاقة بين المعلومات المحاسبية وعائد ودرجة المخاطرة السوقية للأسهم -دراسة تجريبية على سوق الأسهم لدولة الإمارات العربية المتحدة-، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، العدد الرابع، 1995، ص: 65.
- متولى أحمد السيد فايد، تحليل العلاقة بين محتويات التقارير المالية المنشورة والأسعار السوقية للأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية الكويتية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الثاني، 1995، ص: 26.
- حسن على محمد سويلم، رد فعل سوق الأوراق المالية للمعلومات المحاسبية المنشورة على ربحية المنشأة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في مصر، دراسة اختبارية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، 2000، ص: 97.
- محمد عبد الحميد طاحون، دور الأرباح والقيمة الدفترية للسهم في تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، مجلة البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة، العدد الثاني، أكتوبر 2000، ص: 01.

⁴ نجاة محمد مرعى يونس، استخدام البيانات المحاسبية في التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيد قرارات صغار المستثمرين، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2006، ص: 143-145.

القيمة الدفترية للسهم، نصيب السهم من الأرباح المحققة، الربح الموزع للسهم، مضاعف الربحية، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، نسبة التداول، نسبة الديون لإجمالي الأصول، مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي للسهم. وبالتالي، لا بد من إعطاء المزيد من التوسع والتفاصيل حول المعلومات المالية داخل أسواق الأوراق المالية، والتي سيكون لتطبيق حوكمة الشركات أثر في إظهار ذلك التوسع.

3-2- الإهتمام بالمعلومات غير المالية: ينتج عن انحصار الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية فقط ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية في مجال تسعير الأسهم، حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على سوق المال الكفاء. وما يؤكد على أهمية المعلومات غير المالية التعليمات التي أصدرتها لجنة البورصة الأمريكية يختص أولها بالإفصاح عن المعلومات غير المالية. وبناء على ذلك يجب أن تؤخذ المعلومات غير المالية في الحسبان ضمن محددات أسعار الأسهم.

3-3- التحوُّل من الإفصاح الاختياري إلى الإفصاح الإلزامي: تشير دراسة "عارف عبد الله، 2002"¹ إلى أن الفكر المحاسبي والواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الإستراتيجية والبيانات غير المالية، بالإضافة إلى البيانات المالية الإضافية التي لا تشملها القوائم المالية. وحتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين. ولكي نحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبين المستثمرين أنفسهم، وحتى نصل إلى سوق كفاء لرأس المال خال من الإضطرابات، لا بد أن يتحول الإفصاح الاختياري إلى إفصاح إلزامي. وترجع أسباب إلزامية هذا التحول إلى:

أ- أسباب تتعلق بالإدارة: لقد أوضحت العديد من الدراسات مقاومة الإدارة لكافة أشكال الإفصاح الاختياري إلا بما يحقق نفعاً لها، وسوف يتناول الباحث ما استطاع الحصول عليه من تلك الدراسات:

- أوضحت دراسة (Catherine, 2000)² أن هناك خطورة من تأثير سلوك الإدارة فيما يتعلق بالإفصاح الاختياري على إدراك المستخدم وأبرزت الدراسة ضرورة وجود قواعد عامة تحدد محتوى ذلك الإفصاح ولا يترك الأمر كلية للإدارة.
- انطلقت دراسة (Ho, 2001)³ من فرض رئيسي مؤداه هو أن زيادة الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) يزيد من مقدار الإفصاح الاختياري.

¹ عارف عبد الله عبد الكريم، الإفصاح المحاسبي الاختياري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 2002، ص: 279.

² Catherine, M.s & B.R.w., **Strategic benchmarks in earning Announcements: the selective disclosure of prior-period Earnings components**, the Accounting Review, April 2000, p: 151-177.

³ Ho,s.s.,w.k.s., **Astudy of the relation ship between corporate governance structures and the exten of volantang disclosure** , Journal of International Accounting Auditing & taxation , vol. 10, 2001,pp.140-157.

- يرى الباحث (عارف عبد الله ، 2002) أن الإدارة في حاجة إلى قواعد تحكم سلوكها عند اتخاذها قرار بالإفصاح الإختياري.
- توصلت دراسة (فايقة جابر، 2005)¹ إلى نتيجة ذات أهمية، وهي يجب أن يتم الإفصاح الإختياري عن الأخبار السيئة أيضاً ولا يقتصر الإفصاح الإختياري على الأخبار الجيدة فقط. ومن عينة الدراسات السابقة، يستخلص الباحث ما يلي:
- الإفصاح الإختياري يعد إفصاحاً تحت التنفيذ ويتوقف على النتائج التي تحققها الإدارة.
- الرقابة على مجلس الإدارة (الحوكمة) تزيد من مقدار الإفصاح الإختياري.
- تعتمد الإدارة حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي تملكها.
- استمرار تحكم الإدارة في الإفصاح الإختياري سيؤدي للأضرار بكفاءة السوق المالية. وعلى ذلك، إذا خرج ذلك الإفصاح من تحت حكم الإدارة وتم تحويله إلى الإفصاح الإلزامي -بمقتضى تشريعات ملزمة- زاد المحتوى المعلوماتي للتقارير، ومن ثم تحول السوق إلى سوق كفاء يجد من التذبذبات والإضطرابات في التعاملات داخله.
- ب- أسباب قانونية أو تشريعية:** أجمعت الدراسات السالفة الذكر على ضرورة وجود تشريعات ملزمة ولوائح وقواعد تنظم عملية الإفصاح الإلزامي، ولقد ظهرت الحاجة إلى ذلك الإفصاح الإضافي بسبب قصور الإفصاح الإختياري عن مقابلة كافة احتياجات المستخدم. وحتى يمكن القضاء على تحكم الإدارة في كمية الإفصاح وعدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين، أصدرت العديد من الهيئات العامة لأسواق المال العربية القرارات التالية:
- إصدار نظام السوق المالي السعودي بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/06/04هـ، الموافق لـ 2003/07/31م بهدف تنظيم السوق وتطويرها وحماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير السليمة.
- إصدار هيئة سوق المال المصرية للقرار رقم 141 لسنة 2006 الصادر في 2006/12/20، والذي يجبر الشركات النشطة في البورصة تقديم كافة البيانات والمعلومات إلى المحللين الماليين وإدارة البحوث بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ووضع قواعد لحظر التلاعب في الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية.

¹ فايقة جابر حسن محمد الفولي، الإختلافات النسبية في درجة الإفصاح الإختياري بين الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال -دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2005، ص: 76.

- صدور القانون الإتحادي رقم (04) لسنة 2000 في شأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، والذي يُلزم أي شخص ذي صلة بأنشطة الأوراق المالية - سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً- بالإفصاح العلني أو الخاص وتقديم أية بيانات ذات صلة بنشاطه، وعلى الشركات التي تم إدراج أوراقها المالية في السوق إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها.

3-4- تدعيم الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية "XBRL": يُمكن أكد محللون وخبراء ماليون أن تطبيق الإفصاح الإلكتروني، للتقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية المعروفة اصطلاحاً باسم "XBRL"¹، المستثمرين والمحللين الماليين من تحليل البيانات بشكل أسرع وأكثر كفاءة، نظراً لما يتميز به من إمكانية تصنيف البيانات المالية بشكل يسمح بإجراء المقارنات، عمودياً وأفقياً، والوصول إلى تحليلات متعمقة بدرجة عالية من الدقة، إضافة إلى تعزيز دقة واعتمادية بيانات الشركات². وفيما يتعلق بتطبيق الإفصاح الإلكتروني في أسواق الأوراق المالية العربية بلغة "XBRL"، فإن هذا النظام مازال تطبيقه بعيداً عن هذه الأسواق باستثناء دولة الإمارات العربية المتحدة والتي تعتبر أول دولة في منطقة الشرق الأوسط تحصل على صلاحيات هذا النظام من منظمة الـ"XBRL"، والأولى في المنطقة بتنفيذ *E-Filing وذلك لتقديم المعلومات المالية عبر هذه اللغة.

وقد وقّعت هيئة الأوراق المالية والسلع اتفاقية مع كل من سوقي أبوظبي للأوراق المالية، وديي المالي، للبدء في تطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية، وبدأ موعد التقارير الأولية للنظام الجديد متزامناً مع موعد تقديم تقرير الربع الرابع لعام 2011، وتضمن 20 شركة مدرجة في كل من سوقي أبوظبي وديي الماليين، تم اختيارها حسب القيمة السوقية والقطاع³. وبأني توقيع الاتفاقية لتعزيز مستويات الإفصاح والشفافية بالأسواق المالية، وتنفيذاً لمبادرات الخطة الاستراتيجية للهيئة التي تستهدف تطبيق التقنيات المتطورة لنظام الإفصاح الإلكتروني بالأسواق المالية.

* XBRL: eXtensible Business Reporting Language.

¹ تعني لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية "XBRL" أسلوب الإفصاح الإلكتروني للبيانات المالية. لتفاصيل أكثر، راجع: هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة، عن الإفصاح الإلكتروني، على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.uaexbrl.ae/arabic/pages/aboutxbrl.aspx> consulté le 05/03/2012.

² محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يساهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة، صحيفة الرؤى الاقتصادية، الصادرة بتاريخ 2011/10/09، على الرابط: <http://alroya.com/node/152736> consulté le 05/03/2012.

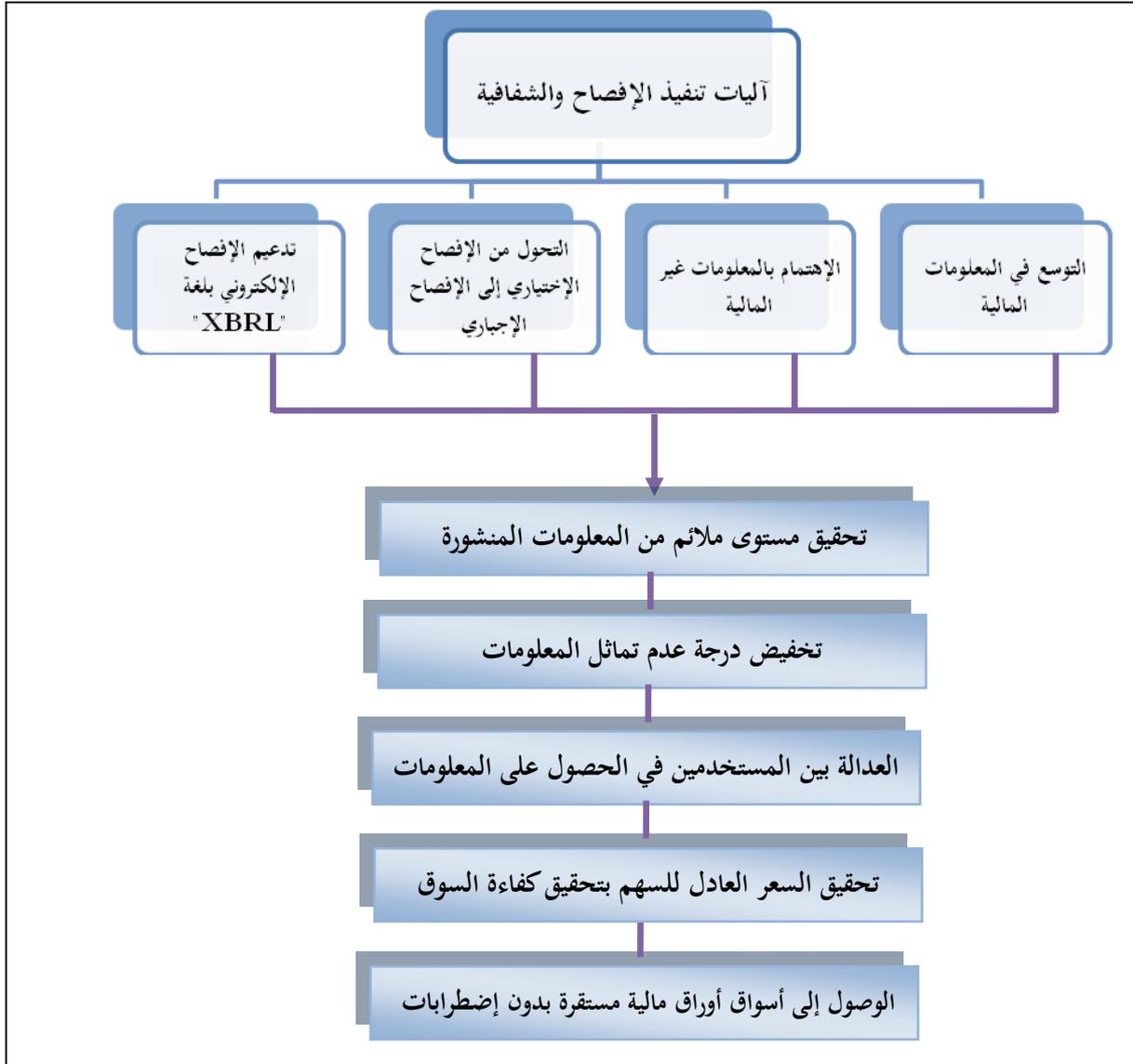
** E-Filing: نظام الإدراج الإلكتروني.

³ الأوراق المالية، الإفصاح الإلكتروني يبدأ مع تقرير الربع الرابع لعام 2011، جريدة الإمارات اليوم، الصادرة بتاريخ 2011/09/25، على الموقع التالي: <http://www.emaratalyoun.com/business/local/2011-09-25-1.425338> consulté le 05/03/2012.

وبناءً على ما سبق دراسته، يمكن توضيح الآليات اللازمة لتنفيذ أحد أهم مبادئ حوكمة الشركات - الإفصاح والشفافية- بغية الوصول إلى استقرار أسواق الأوراق المالية عموماً وأسواق الأوراق المالية العربية خصوصاً، وتجنبها للإضطرابات والأزمات المالية في الشكل التالي:

شكل رقم (03-03):

آليات تنفيذ الإفصاح والشفافية لضمان استقرار أسواق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحث.

المطلب الثالث: معوقات الإفصاح والشفافية في أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من الإختلاف في درجة تطور الأطر الرقابية والمؤسسية بين أسواق الأسهم العربية، إلا أن نتائج الأبحاث التطبيقية بخصوص قياس مؤشرات الإفصاح والشفافية توضح بأن الأسواق العربية جميعها في حاجة ملحة لتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر المؤسسية، خاصة تلك المتعلقة بحوكمة الشركات بغية تطوير متطلبات الشفافية وتقليل أثر المضاربات وأنشطة المتاجرة الداخلية السائدة في معظم الأسواق العربية. ويمكن حصر أهم المعوقات التي تقلل من شفافية أسواق الأسهم العربية في الآتي¹:

- غياب التشريعات المتعلقة بالدور التشريعي الذي تقوم به هيئة السوق التي تعين من قبل الحكومة وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به إدارة السوق. بالإضافة لغياب الإستقلال المالي والإداري للبورصات العربية، الأمر الذي يزيد من تدخل الحكومة ومعاملتها 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.
- عدم وجود بعض التشريعات في بعض الدول العربية بخصوص الشروط الواجب توفرها في مدققي الحسابات، وعدم توفر الحماية اللازمة لهم لإبداء آرائهم عن أوضاع الشركات بكل حيادية واستقلالية.
- ضعف الآليات لإلزام الشركات المدرجة في الأسواق العربية بنشر بياناتها نصف أو ربع السنوية بصفة دورية ومنتظمة.

بالإضافة إلى عوائق عامة أخرى تواجهها الشفافية وهي²:

أ- **عدم اتفاق حوافز المديرين مع مصالح حملة الأسهم:** يتوافر للمديرين معلومات عن الأداء الحالي والمستقبلي أكثر من غيرهم من الأطراف الخارجية، ويجب أن ترتبط الحوافز بالإفصاح عن هذه المعلومات، ووجود هذه الحوافز لدى مديري الشركات ذات أثرين الأول: هو أن وجود هذه الحوافز تدفع المديرين إلى اختيار البديل الذي يترتب عليه بيان رقم الربح بصورة عالية، وذلك إذا كانت مكافآتهم وحوافزهم مرتبطة بما تحققه الشركة من أرباح. الثاني: هو قيام إدارة الشركة بالإفصاح عن المعلومات دون إخفائها، وهو بطريقة الحوافز هذه سوف تجعل

¹ إبراهيم أونور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد مئة، فيفري 2011، السنة العاشرة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 10-11.

² أحمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، قياس مدى تحقق الشفافية والإفصاح في التقارير المالية المنشورة -مدخل ضبط معايير المحاسبة السعودية-، بحث مقدم إلى الندوة الثانية عشرة لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية بعنوان "مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرين"، من تنظيم كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، خلال الفترة: 4 - 5 جمادى الآخرة 1431هـ الموافق 18 - 19 ماي 2010م، ص: 09-10.

الإدارة تقدم معلومات صحيحة عن نتائج وحداتهم. إلى ما سبق أنه عن طريق آليات التعاقد، مثل ربط مكافآت المديرين بقيمة السهم في الأجل الطويل، تقرب حدة التعارض بين المديرين وحملة الأسهم.

ب- الميزة التنافسية: غالبًا ما يقوم المديرين التنفيذيين للشركة بإبداء الشكوى بأن الشفافية تقلل من مقدرتهم على المنافسة، رغم أنه ليس هناك دليل إثبات من قبل أي من الباحثين أو الهيئات يؤكد على ذلك. وتبيّن هذا الرأي جاء من أن العلاقة ما بين الشفافية والمقدرة التنافسية علاقة منطقية. ولكن يجب عدم الإكتفاء بأن العلاقة منطقية ولكن لا بد وأن تُثبت بالدراسة أن العلاقة بينهما هل هي علاقة منطقية أم علاقة سببية.

ت- الموازنة بين التكلفة والعائد: إن المعلومات المحاسبية ليست مجانية، حيث أن الشفافية عادة ما تتكلف أموال، وبالتالي فإن الأمر يتطلب استخدام معيار الموازنة بين التكلفة والعائد عند اختيار النظام المحاسبي الذي يعمل على تحقيق الشفافية، بحيث يستلزم الأمر أن تزيد العوائد المتوقعة عن التكاليف المتوقعة لذلك النظام. وبناءً على ما سبق من معوقات، تتضمن أهم الآليات لتوفير الشفافية في أسواق الأوراق المالية العربية في الآتي¹:

- التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق، بحيث يسهم كل ذلك في كفاءة أداء هذه الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومة الصحيحة في أوقاتها المناسبة.
- توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة، من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية. ويلاحظ في هذا الصدد أنه عادة ما يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء ككلٍ لصالح عميله، وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات مركز لإيداع الأوراق المالية وفقاً لأحكام نظام السوق.
- وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، وتطبيقها وبما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.
- التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء، واتخاذ الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة المالية.
- وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق المال.
- توفير سبل التداول الإلكتروني، الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

¹ إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص: 05.

المبحث الثالث: وضع نظم للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية

حَفَزَت الأزمات المالية التي حدثت سابقاً العديد من الباحثين والمهتمين على القيام بمحاولات لبناء وتطوير أنظمة الإنذار المبكر التي يمكن بواسطتها تتبُّع تغيرات وسلوك عدد من المتغيرات المنتقاة، وإرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث الأزمات المالية خلال فترة زمنية مستقبلية.

المطلب الأول: ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية وإشاراتها الدالة

لنظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية بعض المفاهيم، وقائمة من الإشارات الدالة على احتمال وقوع أزمات أسواق الأوراق المالية، يتناولها الباحث فيما يلي:

1- ماهية نظم الإنذار المبكر:

قدم الباحثون عدة تعاريف لنظم الإنذار المبكر، حيث يعرفها "محمد رشاد الحملاوي والسيد محمود سماحة" بأنها "آلية الغرض منها إكتشاف إشارات الإنذار تجاه ظاهرة ما، وهي عملية تقوم على رصد وتسجيل وتحليل الإشارات التي تُنبئ عن قرب حدوث أزمة، إلا أنه يجب التفرقة بين الإشارات التي تشير إلى قرب وقوع أزمة وبعض الضوضاء الناتجة عن المشكلات اليومية بقطاع الأعمال"¹.

بينما يرى "فؤاد علوان" بأن نظم الإنذار المبكر هي: "عبارة عن آلية تعمل على ترقب تغيرات مؤشرات بحدوث أزمة مالية، إذ ترسل نظم الإنذار المبكر إشارات عند قيم معينة لتلك الإشارات وأن نتائج الإنذار المبكر يمكن أن تكون وفق أربع احتمالات وهي كما يلي:

- التوفيق: حيث يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة.
 - الفشل: حيث لا يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة.
 - الإنذار الكاذب: إذ يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة، فيعتقد أن هناك أزمة وشيكة الوقوع، بينما لا تقع الأزمة أصلاً.
 - الرفض الصحيح: حيث لا يتم إكتشاف إشارات بوقوع الأزمة ولا تقع الأزمة بالفعل"².
- إتفق التعريفان السابقان على أن الغرض من نظم الإنذار المبكر هو رصد عدة إشارات تُنبئ بحدوث أزمة ما، حيث يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (03-04) الموالي الذي يوضح مصفوفة إشارات الإنذار المبكر:

¹ محمد رشاد الحملاوي، السيد محمود سماحة، إدارة الأزمات، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2002، ص: 131.

² فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 229-230.

شكل رقم (03-04):

مصفوفة إشارات الإنذار المبكر

	حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة	لا يتم حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة
توجد إشارات الإنذار	التوفيق	الإنذار الكاذب
لا توجد إشارات الإنذار	الفشل	الرفض الصريح

المصدر: فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

وبالتالي، فنظام الإنذار المبكر هو أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض السوق المالية أو الإقتصاد لأزمة مالية، فتبين احتمالات حدوثها في وقت مبكر قبل وقوعها لإتخاذ سياسات وإجراءات وقائية عند وقوعها.

ويمكن تقييم الإمكانيات المتاحة لإكتشاف إشارات الإنذار بقرب وقوع الأزمات من خلال¹:

- **الصدق**: وقياس قدرة نظام الإنذار المبكر على اكتشاف إشارات الإنذار، ونقل هذه الإشارات دون تحريف فيمكن مدى الصدق بإطلاق إشارة إنذار والتعرف على درجة وضوح معنى هذه الإشارة لدى الجهات التي تتلقى هذه الإشارات.

- **الثبات**: وقياس عدد الحالات التي يتم فيها إكتشاف إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وفهمها.

- **الدقة**: يتم قياس الدقة بدراسة الأزمات التي وقعت فعلاً أو كانت على وشك الوقوع، ومعرفة ما إذا كانت نظم الإنذار المبكر أدت الدور المطلوب منها أم لا.

- **الفعالية**: وتقيس نسبة التكاليف والمخاطر المرتبطة بنظم الإنذار المبكر بالنظام المالي إلى إجمالي التكاليف والمخاطر غير المرتبطة بإكتشاف إشارات الإنذار المبكر بالأزمات المالية.

2- إشارات الإنذار عن أزمات انهيار أسواق الأوراق المالية: توجد إشارات كثيرة يمكن إنتقاطها لإكتشاف أزمات إنحيار أسواق الأوراق المالية قبل وقوعها، ومن أهم إشارات الإنذار المبكر التي تنبئ باحتمال وقوع أزمات من هذا النوع من الأزمات المالية نلخصها فيما يلي²:

- أسعار الأوراق المالية التي لا تعكس الأداء الفعلي للشركات المدرجة.

- عدم التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة.

¹ محمد رشاد الحملاوي، إدارة الأزمات تجارب محلية وعالمية، بدون دار نشر، القاهرة، الطبعة الثانية، 1995، ص: 94.

² عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2002، ص: 372-373.

- حدوث تلاعب في أسعار الأسهم لإنخفاض كفاءة السوق.
- الأموال الأجنبية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) وعلاقتها بعمليات المضاربة.
- المغالاة في تقييم اسهم الشركات.
- الأزمات التي تلحق بعدد من الشركات المدرج أوراقها المالية بالبورصة وإثارة الذعر بين المساهمين والمستثمرين.
- المعاملات التي تقوم على الغش أو المناورات التي قد يلجأ إليها بعض المتعاملين بقصد رفع الأسعار أو خفضها بصورة مصطنعة.
- زعزعة الثقة لدى المستثمرين.
- المضاربات المفرطة.
- ترويج الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية بهدف السيطرة أو الإحتكار أو التأثير على سلوك الأسعار.
- الممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية (البيع الصوري أو المظهري، الشراء بغرض الإحتكار، عمليات تداول مضللة ومظهيرية، إتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية، وغيرها).
- المضاربة في العملة الوطنية وتدهور قيمتها.
- قيام بعض الشركات المدرجة بالتلاعب في أرقام أرباحها.
- تفاقم أزمة الديون الخارجية واستنزاف إحتياطي العملة الصعبة.
- ارتفاع مستوى البطالة.
- ضعف القطاع المالي والمصرفي ونقص السيولة.
- الدورات الإقتصادية من ركود وكساد.
- ارتفاع معدل التضخم.
- ارتفاع أسعار الفائدة.
- إثارة مشاكل بيئية خاصة بالشركات المدرجة (تلوث وآثار سلبية على البيئة).

ويجب الإشارة إلى أن مؤشرات الإنذار المبكر السابق استعراضها، تتجسد في سوق أوراق مالية دون آخر، ذلك حسب مستوى التقدم في تطبيق معايير الحوكمة لدى الفاعلين بسوق الأوراق المالية، كما أنه من الصعب تحديدها كمؤشرات للإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية، ولأجل ذلك حاولت التجارب الدولية وضع مؤشرات دالة عن احتمال عدم الإستقرار المالي بسوق الأوراق المالية مستخلصة من تطورات المؤشرات المحاسبية الدالة عن وضع الشركات المدرجة أصولها بسوق الأوراق المالية، وكذلك من المحصلة النهائية لتطورات

أسعار الأصول المتداولة بأسواق الأوراق المالية، كما استطاعت بعض التجارب التوليف ما بين قواعد بيانات لمعلومات مالية يتم التشخيص عن طريقها حالة النظام المالي كله بالإقتصاد، وذلك عن طريق طرق علمية كاستخدام الشبكات العصبية من أجل استخلاص مؤشرات قائمة لأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية¹.

المطلب الثاني: نماذج عن مؤشرات ومناهج للإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية

بحث عدد من التجارب الدولية بدقة أزمات أسواق الأوراق المالية، وهدفت لتحديد مؤشرات تعمل كمؤشرات للإنذار المبكر بهذا النوع من الأزمات المالية، إذ يمكن تصنيف تلك المؤشرات والمناهج المعتمد عليها كما يلي:

1- أسلوب استخدام مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق الأوراق المالية كمؤشرات للإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية:

يرتكز هذا الأسلوب على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية² الذي يدرس العلاقة بين معدلات العائد ودرجة المخاطرة، ويهدف إلى تفسير ظاهرة إختلاف عوائد الأوراق المالية المختلفة وتقلبها عبر الزمن والتنبؤ بسلوك هذه العوائد في المستقبل.

ولكون درجة المخاطرة أهم العوامل التي تؤثر على قرار الإستثمار في الأصول المالية، إعتمدت عدة تجارب على دراسة مؤشرات درجة المخاطرة كمؤشرات قائمة للتنبؤ المبكر بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية، تتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

1-1- المؤشرات البسيطة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق الأوراق المالية: وهي تتمثل أساساً في مؤشرات التقلبات في عوائد الأوراق المالية للشركات المدرجة، ويعبر عنها بمعامل الإختلاف لعوائد تلك الأسهم خلال فترة زمنية معينة، تتحدد حسب أسلوب الدراسة.

2-1- المؤشر الإجمالي لنفور المستثمرين من المخاطر بأسواق الأوراق المالية: وهو مؤشر يقيس علاقة الإرتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية وتقلباتها خلال الفترات السابقة، ويعبر عنها بمعامل الإرتباط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية لأكثر من ثلاثة أشهر وتلك التقلبات المحسوبة على مدى السنتين الماضيتين.

¹ فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 258.

² لتفاصيل أكثر راجع: عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 778-751.

1-3- مؤشر خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق الأوراق المالية: وهو مؤشر يقيس علاقة الارتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية وتقلباتها خلال الفترات السابقة، حيث يتم تقديره عن طريق نموذج الإنحدار الخطي البسيط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية لأكثر من ثلاثة أشهر وتلك التقلبات المحسوبة على مدى سنتين ماضيتين.

1-4- المؤشرات المركبة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق الأوراق المالية: وهو مؤشر مركب من مؤشرات حول تقلبات الإئتمان ومؤشرات تقلبات مستوى السيولة بالسوق المالي، حيث أن في فترات عدم الاستقرار المالي يزيد خوف المستثمرين من مخاطر الاستثمار بأسواق الأوراق المالية، وأن تقلباتها تأخذ منحى غير طبيعي خلال فترات الأزمات المالية.

2- استخدام نسب محاسبية فعالة حول الوضع المالي للشركات المدرجة للحصول على مؤشرات محاسبية قيادية تستخدم ضمن نظم الإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية:

يهدف هذا الأسلوب إلى استخدام النسب المحاسبية التي يتم اختيارها بأسلوب علمي يرتكز على أساس متين من النظرية المحاسبية المؤيدة بدراسات عملية وذلك لبحث إمكانية تركيب نموذج كمي من نسب متعددة بإمكانه التنبؤ بالأزمات المالية بعد تحديد مظاهرها وخصائصها، وحتى يمكن بعد ذلك التحقق من سلامة النموذج وفعالية استخدامه بعد تحديثه للتنبؤ بالأزمات المالية المستقبلية للشركات المدرجة بسوق للأوراق المالية. وتتم منهجية هذا الأسلوب بالخطوات التالية¹:

- اختيار مجموعة من النسب المحاسبية الأكثر استخداماً التي يتم انتقاؤها في إطار من النظرية المحاسبية من جهة، وبحسب ما أسفرت عنه نتائج البحوث العلمية والعملية الحديثة من جهة أخرى.
- دراسة وتحليل تلك النسب لفترة زمنية محددة وذلك بالنسبة لجميع الشركات المساهمة المقيدة في السوق الرسمية للأوراق المالية. ويتم عرض المقاييس الإحصائية لتلك النسب وطبيعة التوزيع الذي تخضع له وعلاقته بالتوزيع الطبيعي وإجراء التحويلات اللازمة واختيار أنسب الإختبارات الإحصائية والنماذج التي يمكن استخدامها في الدراسة.
- العرض البياني والتحليلي الإحصائي الدقيق للظواهر التي تتميز بها كافة النسب المحاسبية المختارة خلال فترات سابقة شهدت أزمات انهيار أسواق الأوراق المالية، إذ ربما يسفر هذا التحليل الإحصائي الدقيق

¹ وائل إبراهيم الراشد، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية: دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، الكويت، بحث منشور بتاريخ على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib> consulté le: 25/03/2012.

عن وجود خصائص معينة لبعض النسب يمكن معه القول بأن توافر هذه الخصائص يقترن بظهور الأزمات المالية وليس فقط بمجرد الصدفة.

- انتقاء مجموعة ثابتة من النسب المحاسبية التنبؤية التي تمثل العوامل المميزة للأداء، بحيث يتم استخدامها في تركيب النماذج العلمية المقترحة لفترة محددة من الدراسة.
- تركيب النماذج وعرض أهم الخصائص الإحصائية لها والتحقق من قدرتها التنبؤية مع تأكيد ذلك ببعض الإحتبارات الإحصائية المناسبة.

وحاولت إحدى الدراسات لـ"وائل إبراهيم الراشد"¹ تطوير نموذج كمي للتنبؤ بالأزمات المالية بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث يعتمد هذا النموذج على ستة (06) مؤشرات محاسبية تبين الوضع الحقيقي للشركات المساهمة المدرجة بسوق الكويت. وتوصلت ذات الدراسة إلى قدرة تنبؤية عالية تتمثل في نجاح النموذج في تصنيف الشركات المساهمة الكويتية إلى شركات تعاني بشدة من الأزمة وشركات لا تعاني من الأزمة بنفس الدرجة وبنسبة نجاح تزيد عن 88% وذلك بالمقارنة مع التصنيف الفعلي للشركات باستخدام بيانات سنة 1999.

3- تجربة ضبط المؤشر اليومي للتنبؤ بأزمات إنهيار أسواق الأوراق المالية بالتطبيق على الإقتصاد الكوري:

تم وضع هذا المؤشر في العقد الأول من القرن الحالي، حيث يقوم بإصدار إشارات للإنذار المبكر إستناداً للرصد اليومي للتقلبات في الأسواق المالية، وهو مفيد جداً لرصد الأزمات المالية كالتالي وقعت بإقتصاديات جنوب شرق آسيا سنة 1997. ولكون الأزمة المالية بالإقتصاد الكوري كانت لحركات مفاجئة وغير متوقعة من أسواق المال الدولية وليست نتيجة لتدهور طويل الأجل، فقد كان من الأساسيات الإقتصادية لوضع هذا المؤشر². ويعتمد هذا المؤشر أساساً على قاعدة بيانات لتطورات متغيرات إقتصادية بشكل يومي، ويتم الجمع بين هذه المتغيرات عن طريق أسلوب الشبكات العصبية، ومنه يتم الحصول على مؤشر مركب يتم رصد تقلباته بشكل يومي، ومن ثم يمكن استخدامه كمؤشر للإنذار المبكر لعدم الإستقرار بالأسواق المالية.

¹ وائل إبراهيم الراشد، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية: دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، مرجع سبق ذكره.

² فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية - دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 259.

المطلب الثالث: تحليل لبعض الإشارات الهامة ضمن نظم الإنذار المبكر الحديثة

سبق وأن استعرض الباحث في المطلب الأول من هذا المبحث قائمة من الإشارات المنبئة على وقوع أزمات إنهيار أسواق الأوراق المالية، إلا أن تلك القائمة تخلو من بعض الإشارات الهامة التي لم تكتشف إلا عند بحث أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية 2010، لذلك قام الباحث بجمع بعضها وعرضها مع التوضيح كيف يمكن اعتبارها إشارات دالة عن احتمال وقوع أزمات أسواق الأوراق المالية، وذلك بنوع من التحليل. ومن تلك الإشارات ما يلي:

1- إتساع الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات السيادية:

تُعدُّ الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات الحكومية المحلية من ناحية والسندات الخارجية من ناحية أخرى من أهم الآليات الإقتصادية الرئيسية التي تحدّد الجدوى والفائدة من إصدار السندات والصكوك الإسلامية، ذلك أن ارتفاع سعر فائدة السندات المحلية عن السندات الخارجية مؤشر غير إيجابي لإصدار السندات المحلية. إن إصدار سندات حكومية بسعر فائدة أعلى من سعر فائدة السندات الخارجية سيكون خسارة وأمرًا غير طبيعي، لأنه من غير الممكن أن ترتفع أسعار الفائدة للإستثمارات منخفضة المخاطر، والهدف من إصدار الصكوك والسندات هو تمويل المشاريع الكبيرة التي تعطي صورة واضحة لاستقرار اقتصاد الدولة وتحسن معدلات نموه¹. لذا يجب على وزارات المالية في الدول العربية أن تضع نصب أعينها الفروقات بين أسعار الفائدة - ومعدلات التضخم- من أجل الحصول على أكبر فائدة مالية لاقتصاداتها، فالأزمات المالية في بعض دول منطقة اليورو مثل اليونان وإيطاليا وإسبانيا كلها تتعلق بأسعار الفائدة على القروض ومعدلات التضخم التي لم يتم دراستها على الوجه الأكمل، الأمر الذي نتج منه الإفراط الشديد في الإقتراض والتمويل غير المدروس، فتراكمت الديون وتضخم العجز في ميزانيات هذه الدول، مما أدى إلى عدم مقدرة هذه الدول على السداد. ومن جهة أخرى، فإن ارتفاع العائد على السندات الحكومية لدولة ما مقارنة بالعائد على سندات حكومية لدولة أخرى في نفس الإقليم أو التكتل للدليل قوي على خوف الدولة الأولى من مواجهة مخاطر عدم السداد، واتجاه ديونها السيادية تدريجياً نحو الإرتفاع لإرتفاع خدمات الدين، مما ينجر عنه تخفيض وكالات التصنيف الائتماني لتصنيف ديونها السيادية، الأمر الذي يُضعف ثقة المستثمرين (المقرضين) في تلك الدولة بخصوص استرداد أموالهم والعوائد، وهذا ما يفتح الباب واسعاً أمام تواتر الأزمات المالية بأنواعها على هذه الدولة، ويجعل خطط التقشف وطلب خطط إنقاذ خارجية من أولوياتها، وكل ذلك يزيد من حدة الأزمة وما يتبعها من مشاكل إجتماعية وفي مقدمتها استفحال ظاهرة البطالة.

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر: أمل الحمدي، المؤشرات المالية خطوة ضرورية قبل إصدار السندات الحكومية، صحيفة الإقتصادية الإلكترونية، عدد 6647، الصادرة بتاريخ: 2011/12/23، المملكة العربية السعودية، على الرابط الإلكتروني التالي:

http://www.aleqt.com/2011/12/23/article_609608.html consulté le: 01/04/2012.

ويمكن الإستشهاد بتفاقم أزمة الديون في منطقة الأورو للتأكد من أن مؤشر اتساع فروقات العائد على السندات السيادية مؤشر في غاية الأهمية للتنبؤ بأزمات أسواق الأوراق المالية. فلقد سجل عائد السندات السيادية ارتفاعاً حاداً في بلدان الهامش الأوروبية¹، وخصوصاً السندات التي تتراوح آجال استحقاقها بين القصيرة والمتوسطة، مما أسفر عن انعكاس منحنيات العائد في الربع الأخير من عام 2011 وكان بمثابة إشارة إلى زيادة المخاوف المتعلقة بمخاطر التمويل وعدم السداد. ومع تفاقم الأزمة، انتقلت من بلدان الهامش إلى البلدان الرئيسية في أوروبا مع تصاعد العائد واتساع فروق أسعار الفائدة على السندات، بما في ذلك الدين السيادي لكل من النمسا وفرنسا. وبنهاية عام 2011، كانت فروق العائد على مبادلة مخاطر الائتمان قد تجاوزت 200 نقطة أساس بالنسبة لثلاثي الديون السيادية على منطقة اليورو²، كما أن الدول الأوروبية التي تجاوز فيها فرق العائد على مبادلات مخاطر الائتمان السيادي 400 نقطة أساس، ونخص بالذكر اليونان وإيرلندا والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا، شهدت كلها أزمات ديون سيادية حادة، وأن هناك فترة زمنية تتراوح من 16-20 شهراً تسبق حدوث هذا النوع من الأزمات، وهي الفترة التي يجب أخذها في الاعتبار للإنذار والتنبؤ بتلك الأزمات³.

2- ارتفاع نسبة البيع على المكشوف:

يعد البيع على المكشوف أحد أساليب تداول الأوراق المالية في البورصة، إلا أن مشكلته تأتي من أن المشاركين في سوق الأوراق المالية يقومون ببيع الأسهم أو السلع التي لا يملكونها من أجل تحقيق أرباح في وقت لاحق من خلال انخفاض الأسعار المتوقع، فهو بذلك يخالف طبيعة الإستثمارات⁴، كما يؤدي إلى زعزعة

¹ فعلى سبيل المثال: ارتفعت فروق العائد بين السندات الإيطالية و مئيلتها الألمانية لأجل عشر سنوات بنحو 200 نقطة أساس و هذا أعلى مستوى منذ عام 1997 في الوقت الذي تراجعت فيه القيمة السوقية للسندات، و بالتوازي مع ذلك فقد انخفضت القيمة السوقية للسندات الإسبانية لأجل عشر سنوات خلال في نهاية نوفمبر 2010 إلى أدنى مستوى منذ بدء العمل بالعملة الأوروبية الموحدة، فيما ارتفع العائد عليها ليصل إلى 5.68%. وفي اليونان، قفزت العائدات في نوفمبر 2011 بأكثر من 100% كما فاقت فروقات العائد على مبادلات الإعسار الائتماني على الدين السيادي اليوناني 3000 نقطة أساس. أنظر في ذلك:

- المعهد العربي للفوركس "Alarabfx"، ارتفاع العائد على السندات الأوروبية يعكس المخاوف المحيطة بالمنطقة، مقال منشور بتاريخ: 2010/11/30، على الموقع الإلكتروني التالي: . <http://www.alarabfx.com/show-3,N-1044.html> consulté le: 03/04/2012

- مجموعة سامبا "Samba" المالية، النشرة الإقتصادية، نوفمبر 2011، المملكة العربية السعودية، ص: 07.
² أنظر:

- صندوق النقد الدولي، مستجدات الأسواق المالية، تقرير الإستقرار المالي، إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، 24 جانفي 2012، واشنطن، ص: 01-02.

- صندوق النقد الدولي، مستجدات الراصد المالي، جانفي 2012، واشنطن، ص: 05-07.

³ أنظر: صندوق النقد الدولي، مستجدات الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

⁴ عثمان بن ظهير، ما الموقف من البيع على المكشوف، الإقتصادية الإلكترونية، العدد 5578، بتاريخ 2009/01/18، على الموقع:

http://www.aleqt.com/2009/01/18/article_185582.html consulté le: 16/04/2012.

الأسعار في أسواق هي في الأساس غير مستقرة، كما يثير ذعراً في أوساط المتداولين قد يتطور إلى تفاقم الأوضاع وبالتالي انهيار السوق، واعتبر البيع على المكشوف من أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية سنة 2008. إن ما يؤكد أن ارتفاع نسبة البيع على المكشوف من مؤشرات الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية، هو الاتجاه الذي سلكته أهم أكبر أسواق الأوراق المالية العالمية من خلال مؤشراتها في 2011/08/12، وهو اليوم الموالي لليوم الذي أعلنت فيه هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية أن فرنسا وإيطاليا وإسبانيا وبلجيكا فرضت حظراً على عمليات البيع على المكشوف، لكن تختلف تفاصيله من دولة لأخرى، لتكبح بذلك وبسرعة فائقة الإنخفاض المستمر للأسواق. والجدول رقم (03-03) الموالي يستعرض ذلك الاتجاه:

جدول رقم (03-03):

صعود أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية بعد حضر البيع على المكشوف في 2012/08/12

المؤشر	نسبة الارتفاع (%)
فايننشيل تايمز البريطاني	1.46
داكس الألماني	2.25
كاك 40 الفرنسي	2.19
داو جونز "Dow Jones" الصناعي	0.84
ستاندر آند بورز "Standard & Poor's 500"	0.68
نازداك "NASDAQ"	0.57
نيكاي "Nikkei 225"	01
"ASX 200" الأسترالي	0.7
"NZX 50" النيوزلندي	0.44

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على:

- رويترز "Reuters"، الأسهم الأوروبية تنتعش بعد حضر البيع على المكشوف، الخليج الاقتصادي، بتاريخ 2011/08/13، الإمارات العربية المتحدة، على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.alkhaleej.ae/portal/562797be-4056-4e1a-b5d4-e20e1a7c44f7.aspx> consulté le: 21/04/2012.
- رويترز "Reuters"، حظر البيع على المكشوف يرفع الأسهم الأوروبية، صحيفة الرؤية الاقتصادية، الصادرة بتاريخ 2011/08/12، الإمارات العربية المتحدة، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://alroya.com/node/144288> consulté le: 21/04/2012.

3- انخفاض درجة التصنيف الائتماني:

يُعرّف التصنيف الائتماني* بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها¹، كما تُعبّر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالات التصنيف* في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الإلتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.

ويعني تخفيض مؤشر التصنيف الائتماني أن إقراض هذه الدول غير آمن بسبب احتمال تعرضها لأزمات مالية قد تجعلها عاجزة عن السداد أو تعلن الإفلاس وتصبح عاجزة بشكل كلي عن سداد ديونها كما حصل في

* ينقسم التصنيف الائتماني إلى قسمين:

- التصنيف الائتماني السيادي: يُعبّر عن مخاطر عدم سداد الدولة لديونها المستحقة في سوق الأوراق المالية، ويُعرّف بأنه رأي وكالة التصنيف الائتماني في تقويم الحالة المستقبلية للمقدرة المالية السيادية ورغبتها في الوفاء بالتزاماتها المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد. وكلما حصل البلد على تصنيف ائتماني سيادي مرتفع، كلما انخفضت احتمالات عدم الوفاء بالإلتزامات المالية في حال تعرض البلد للأنزمات المالية والإقتصادية. وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني معايير كمية وموضوعية لتحديد مخاطر الإلتزام السيادية، وإصدار درجة التصنيف الائتماني السيادي.
- التصنيف الائتماني للمصارف: يُعبّر عن رأي وكالة التصنيف الائتماني في مدى إمكانية دخول المصرف في صعوبات مالية، وبالتالي مدى احتياجه إلى الدعم والمساعدة المالية في المستقبل.

¹ أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرون Investors، على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434> consulté le: 18/04/2012

* أشهر وكالات التصنيف الائتماني العالمية ثلاثة:

- وكالة موديز لخدمة المستثمرين **Moody's Investors Service**: تعد من أهم مصادر التصنيفات الائتمانية، كما أنها توفر بيانات بحثية وأدوات تحليلية لتقويم مخاطر الإلتزام، وتستفيد منها أكثر من 2400 مؤسسة في جميع أنحاء العالم، يعمل لديها ما يقارب 4000 موظف، منهم أكثر من 1000 محلل إئتماني. وتقوم وكالة موديز بإجراء التصنيفات الائتمانية التالية:

- 100 تصنيف إئتماني سيادي.

- 12000 تصنيف للشركات.

- 29000 تصنيف للسندات المالية العامة.

- 96000 تصنيف للمنتجات المالية المركبة عالية المخاطر.

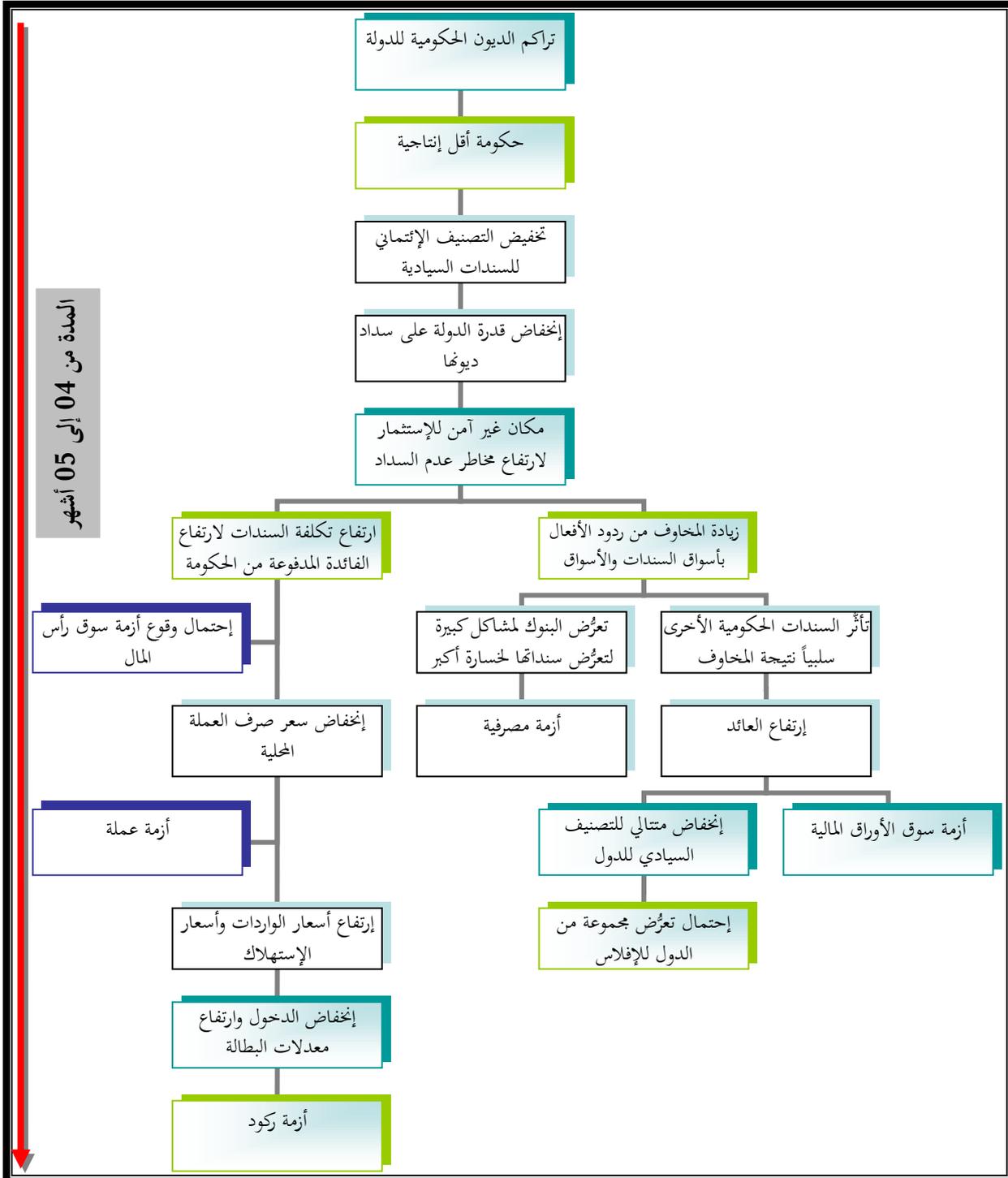
- وكالة ستاندر آند بورز **Standard & Poor's**: تعتبر أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الإستثمارية الأفضل، من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقويم المخاطر والأبحاث المختلفة التي تخص الإستثمار. يعمل لديها ما يزيد عن 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلداً حول العالم، بدأت بإصدار درجات التصنيف الائتماني للأوراق المالية في سنة 1922. قامت بإصدار أكثر من مليون تصنيف إئتماني، وقامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون، كما تملك واحداً من أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية وهو مؤشر "S&P500".

- وكالة فيتش للتصنيف **Fitch Ratings**: تعد وكالة فيتش أحد أهم من يقدم التصنيفات الائتمانية في معظم الأسواق المالية العالمية، تغطي أكثر من 150 بلداً حول العالم. أنشئت نتيجة لإندماج شركتي فيتش وإيكا سنة 1997، ومن ثم الإندماج مع **Duff & Phelps** و **Thomson Financial Bank Watch** في سنة 2000.

اليونان. ولتوضيح كيف يعتبر تخفيض التصنيف الائتماني من المؤشرات التي تنبأ بأزمات مالية محلية ودولية على المدى القصير، نستعرض في الشكل رقم (03-05) الموالى التصورات المحتملة لذلك التخفيض والمدى الزمني له:

شكل رقم (03-05):

التصورات المختلفة للأزمات المحتملة عن التخفيض الائتماني السيادي.



المصدر: من إعداد الباحث.

الواضح من الشكل أعلاه أن انخفاض التصنيف الائتماني للسندات السيادية من المحتمل جدا أن يترتب عنه تواتر أنواع مختلفة من الأزمات المالية، يأتي في أولها أزمة سوق رأس المال، وفي مراحل لاحقة تنتج أزمة مصرفية وأزمة عملة، لتؤدي محصلة كل ذلك إلى أزمة ركود.

فعلى سبيل المثال، إن قيام ستاندر آند بورز بخفض تصنيف أمريكا الائتماني* في 2011/08/05 يعني ببساطة أنها لم تعد أكثر مكان آمن للإستثمار في العالم. ويعني تراكم الديون على حكومة الولايات المتحدة، لتصل إلى أكثر من 14 تريليون دولار، أنها أقل إنتاجية من الماضي وأن اقتصادها أصبح قائما على الخدمات أكثر منه على الإنتاج. كما يعتبر إشارة واضحة على تفهقر قوة الإقتصاد الأمريكي واتجاهه نحو الركود. وقد كان لذلك التخفيض تداعيات حادة على تصنيف العديد من الدول الأوروبية في ظرف ثلاثة وعشرين(23) أسبوعاً (أنظر الجدول رقم (08-01))، وكذلك على أسواق رأس المال العالمية والآسيوية، كما شهدت أسواق الأوراق المالية العربية حالة من الإضطراب الشديد، حيث خسر المؤشر الرئيسي "EGX30" للبورصة المصرية حوالى 7.86% من قيمته لتعمق خسائرها إلى ما نسبته 35.04% حتى نهاية أوت 2011، أما مؤشر سوق الأسهم السعودي فقد انخفض بـ 6.46%، سوق دبي بـ 1.66%، أبو ظبي بـ 0.14%، قطر بـ 3%، سوق الكويت للأوراق المالية بـ 3.97%، بينما بلغ حجم التراجع في الأردن 3.23%¹.

4- تفوق نسبة الإستثمار الفردي عن نسبة الإستثمار المؤسسي:

يعتبر ضعف الإستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية، وهو عمليات المتاجرة بالأدوات المالية الذي تقوم به المؤسسات المالية** الوسيطة وغير الوسيطة²، من مؤشرات -وأسباب- الأزمات المالية وانتقالها، وذلك لأن المستثمرين المؤسسين يقومون بدور صناع السوق الذي يقلل من الآثار السلبية للأزمات المالية. وبالتالي، فإن دراسة هذا المؤشر وتتبعه يساعد على التنبؤ بتلك الأزمات، ومن ثم اتخاذ الإجراءات اللازمة لتفاديها ومنعها قبل حدوثها.

ومن الأسباب التي أدت إلى تنامي أهمية الإستثمار المؤسسي في الأسواق المالية مزاياه واختلافاته عن الإستثمار الفردي، ومساهمته في صناعة سوق الأوراق المالية التي تساهم في تحقيق العمق والإتساع لسوق الأوراق

* كانت المؤسسات الثلاث الكبرى الخاصة بالتصنيف قد حذرت من أنها قد تخفض تصنيف الولايات المتحدة في حال عدم خفض الدين الاتحادي بما لا يقل عن أربعة تريليونات دولار، والذي يعني خفض النفقات بهذا المقدار على مدى العقد القادم. ولذلك عندما أعلنت الإدارة الأمريكية والكونغرس عن الإنفاق على خفض الإنفاق بمقدار 2.1 تريليون دولار بالسنوات العشر القادمة، سارعت ستاندر آند بورز إلى خفض تصنيف الحكومة الأمريكية من AAA إلى AA.

¹ نقودي كوم، الأسواق العربية تتراجع بسبب تخفيض التصنيف الأمريكي، مقال من الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.nuqudy.com>

** تشمل مؤسسات الإستثمار المؤسسي: المصارف، صناديق الإستثمار المشترك، شركات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الأوقاف.

² صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 20-أ، العراق، 2009، ص: 155-156.

المالية مع إكسابها صفة الإستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت وبالسرعة المناسبة¹، وتقلل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية، وتقي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الإختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسيون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهو ما حصل في الأزمة المالية العالمية في عام 2008 بالتدخل لشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية مما قلل من الإنخفاضات الحادة في تلك الأسواق². وبالمقابل، تتميز استثمارات الأفراد في أسواق المال بالسخونة العالية، أي سرعة الدخول والخروج من أجل تحقيق مكاسب سريعة، مع تركيزهم على أسهم الشركات المنخفضة القيمة لسهولة المضاربة على أسهمها من دون الإلتفات إلى مؤشرات أدائها وربحيتها، وبالتالي تحصل مغالاة في أسعار أسهم معظم الشركات المعرضة للمضاربة³.

¹ راجع: صلاح الدين محمد أمين الإمام، ارشد فؤاد مجيد التميمي، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية، بيت الحكمة، بغداد، 2001، ص: 05-06.

² صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

³ زياد الدباس، ضعف الاستثمار المؤسسي في بورصات المنطقة، مقال منشور بتاريخ 2013/01/05، على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.alwafd.org> consulté le 10/02/2013

المبحث الرابع: الحصانة من الأزمات بالاندماج

تعد التحالفات والاندماجات بين أسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي والعربي من الاتجاهات الحديثة جداً لتطوير البورصات، تسعى إلى زيادة تنافسيتها وتدنية تكاليف التداولات فيها، وتكوين كيانات ذات ملاءة مالية تمنحها القدرة على الإستمرار.

المطلب الأول: منافع اندماج أسواق الأوراق المالية العربية وعلاقتها بالأزمات المالية

أثارت التجارب - والمحاولات - الأخيرة لدمج وتوحيد البورصات حول العالم قدراً كبيراً من النقاش والاهتمام حول المزايا الممكنة التي يمكن أن تتحقق من جراء ذلك. ويرى الباحث أن اندماج أسواق الأوراق المالية العربية محلياً أو إقليمياً من شأنه أن يحقق المزايا التالية:

- إن ربط أسواق الأوراق المالية العربية يفتح نافذة لشريحة أكبر من المستثمرين، كما أنه يحدّ من خطر تقلّب الأسعار، نظراً إلى معايير التدقيق في أصول التعاملات والإفصاح عن النتائج المالية ووضع الأسهم، التي غالباً ما تكون صارمة في الأسواق المالية المتطورة.
- جذب السيولة من المستثمرين الأجانب الذين غادروا الأسواق العربية ولم يعودوا بعد بأعداد كبيرة منذ الأزمة المالية العالمية 2008.
- تعزيز أحجام التداول وإنهاء أوجه القصور التي تشوب التداول في أسواق الأوراق المالية العربية.
- القضاء على الإستثمارات الزائدة عن الحاجة من مختلف المشاركين في السوق وتحسين الكفاءة الكلية للسوق الناتج عن الإندماج.
- تعزيز فرص رفع تصنيف أسواق الأوراق المالية العربية إلى أسواق ناشئة من قبل "M.S.C.A" التي تقدم مؤشرات أسواق الأسهم المستخدمة على نطاق واسع من جانب مديري الصناديق لقياس الأداء الإستثماري.
- رفع تنافسية أسواق الأوراق المالية العربية محلياً وإقليمياً ودولياً.
- رفع معدلات النمو الإقتصادي لقدرة الإندماج على توفير السيولة الكافية للمشاريع المتواجدة داخل الدول المندمجة أسواقها.
- التخفيف من حدة عدوى الأزمات المالية والتي مصدرها الدول غير العربية، ذلك أن الإندماج يشجع على "التعامل المالي العربي البيني" والذي يُعتبر بديلاً أثناء الأزمات المالية العالمية.
- السماح للأسواق المندمجة بتطبيق سياسة "العزلة المالية" والإنتواء على الذات في أوقات الأزمات المالية الخارجية والإستمرار على ذلك إلى غاية زوال تلك الأزمات.

- عزل سوق الأوراق المالية "المريضة" (المصاب بأزمة مالية) داخل الأسواق المندمجة جزئياً أو كلياً حتى يتعافى.

إن المستخلص من جزء من هذه الفوائد يتجلى في قدرة الاندماج الحاصل بين أسواق الأوراق المالية على التخفيف من آثار الأزمات المالية الحاصلة، واستخدامه كأسلوب واقٍ للحماية من الأزمات المتوقعة أو تلك التي يكون مصدرها من غير الأسواق المندمجة. وهنا، يجب الإشارة إلى أن جل الأزمات المالية التي أصابت البورصات المندمجة مصدرها ليس الاندماج في حد ذاته بل طبيعة المعاملات وطرق تنفيذها ومخالفاتها للقواعد الشرعية.

وبالتالي، لا خوف على الدول العربية من دمج أسواق أوراقها المالية بالإسترشاد بالخبرات والتجارب الدولية الرائدة من ناحية آليات الاندماج ومراحله ومتطلباته وبعض طرق التداول والمقاصة، مع التحفظ على الكثير من المعاملات المولدة للأزمات والتي ينبغي تكييفها حسب ما تمليه قواعد الشريعة الإسلامية.

المطلب الثاني: تجارب اندماج دولية لأسواق الأوراق المالية

ظهرت مع العولمة وإلغاء القيود على المعاملات المالية الدولية موجة من الإندماجات في أسواق الأوراق المالية وذلك في أواخر ثمانينات القرن الماضي. وما يجب ملاحظته والتنبيه إليه هو أن الدمج أساساً يهتم أسواق الأوراق المالية متوسطة الحجم. ففي أوروبا ما تزال بورصة فرانكفورت وبورصة لندن مستقلتين بعد حدوث بعض المحاولات للدمج في أسواق مالية أوروبية أخرى أو في بورصة نيويورك.

1- إندماج بورصات باريس وأمستردام وبروكسل أو "يورونكست Euronext":

تشكلت يورونكست في 22 سبتمبر 2000 من اندماج بورصة أمستردام، بورصة بروكسل وبورصة باريس وذلك للاستفادة من الانسجام للإتحاد الأوروبي والأسواق المالية. وفي ديسمبر 2001 استحوذت يورونكست على أسهم بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية والخيارات والتي لا تزال تعمل تحت الحوكمة الخاصة بها، وفي 2002 اندمجت المجموعة مع سوق "لشبونة" و"بورتو" للأوراق المالية وتم تسميتها "يورونكست لشبونة". و"يورونكست" هي بورصة أسهم إلكترونية أوروبية* مقرها في أمستردام، ولها فروع في بلجيكا، فرنسا، هولندا، البرتغال والمملكة المتحدة، يقدر عدد الشركات المدرجة بها 1176 شركة، وبلغ إجمالي التداولات فيها 1.9 تريليون دولار (ديسمبر 2009). ووصلت الأسواق المالية التي تدار بواسطة يورونكست في ديسمبر 2010 إلى قيمة رأسمالية 2.93 تريليون دولار، وبهذا أصبحت يورونكست خامس أكبر بورصة في العالم¹.

* تشكلت يورونكست في 22 سبتمبر 2000 من اندماج بورصة أمستردام، بورصة بروكسل وبورصة باريس وذلك للاستفادة من الانسجام للإتحاد الأوروبي والأسواق المالية. وفي ديسمبر 2001 استحوذت يورونكست على أسهم بورصة لندن الدولية للعقود المستقبلية والخيارات والتي لا تزال تعمل تحت الحوكمة الخاصة بها، وفي 2002 اندمجت المجموعة مع سوق "لشبونة" و"بورتو" للأوراق المالية وتم تسميتها "يورونكست لشبونة".

¹ ويكيبيديا الموسوعة الحرة، يورونكست، على الرابط الإلكتروني التالي: [http://ar.wikipedia.org/wiki/consulté le: 11/07/2012](http://ar.wikipedia.org/wiki/consulté_le:11/07/2012).

ويرجع إنشاؤها إلى شدة الطلب من السوق إلى تكامل سوق الأوراق المالية الأوروبية بشكل خاص والسوق المالية بصفة عامة، وكذلك إلى الحاجة المتزايدة إلى توفير السيولة وخفض التكلفة المترتبة على إدخال اليورو. وأصبحت البورصات الثلاثة فروعاً كاملة لـ "Euronext NV" وهي شركة هولندية لاستثمارات الحافظة، وتغيرت أسماء البورصات لتصبح يورونيكتس باريس، ويورونيكتس بروكسل، ويورونيكتس أمستردام. ونتيجة لهذا الاندماج أصبح المساهمون السابقون في بورصة باريس يمتلكون الآن 60% من "Euronext NV"، بينما تمتلك بورصة أمستردام السابقة والمشترون السابقون لشهادات المشاركة التي أصدرتها بورصة أمستردام 32% منها، أما بورصة بروكسل سابقاً فتمتلك 8%.

رغم أن الأوراق المالية ما تزال مسجلة في السوق الأولية، إلا أن الإلتجار في جميع الأدوات المالية يتم في منصة واحدة، بينما يتم بناء على ذلك تنسيق التسجيل في السوق وقواعد المعاملات، مما يؤدي إلى وضع دليل واحد للقواعد، وبذلك يُمكن للشركات الراغبة في التسجيل في يورونيكتس أن تسجل في أي بورصة تختارها من هذه البورصات الثلاثة. تخضع جهات الإصدار لنفس القواعد المنظمة للإشراف والرقابة والتزام المعلومات والعطاءات العامة التي يضعها المشرعون في الدول التي تكون الأوراق المالية مسجلة فيها، كما يخضع المشاركون في السوق إلى رقابة قانونية من الدولة التي حصلوا منها على تراخيصهم الأساسية (الأولية). وعلى الرغم من الإندماج، حافظت البورصات الثلاثة على كياناتها القانونية المنفصلة بالنسبة للوائح.

2- اندماج بورصة "يورونيكتس Euronext" مع بورصة "نيويورك":

في الرابع من أبريل 2007 اندمجت يورونيكتس مع بورصة نيويورك لتشكّل "NYSE Euronext" وتصبح أول بورصة عالمية. وبلغت قيمة صفقة الإندماج 7.78 مليار يورو (9.96 مليار دولار)، كما بلغ رأسمالها السوقي لحظة الإندماج 20 مليار يورو، ومتوسط تعاملات يومية تبلغ نحو 100 مليار دولار، فضلاً عن أن القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها تبلغ نحو 27 تريليون دولار¹.

3- تحالف الأسواق الإسكندنافية للأوراق المالية أو "نوريكس NOREX":

أسفر التحالف الإستراتيجي بين أربع أسواق إسكندنافية للأوراق المالية وهي: بورصة كوبنهاجن وبورصة أيسلندا وبورصة أوسلو وبورصة ستوكهولم عن ميلاد سوق الأوراق المالية لدول الشمال "نوريكس NOREX". هذه الأسواق الأربعة تغطي 80% من أسواق الأسهم و 90% من أسواق السندات في الدول الإسكندنافية.

¹ قسم الإدارة والاقتصاد، بورصة نيويورك تندمج مع "يورونيكتس" الأوروبية باتفاق قيمته نحو 10 مليارات دولار، معهد الإمام الشيرازي الدولي للدراسات، واشنطن، على الرابط الإلكتروني التالي:

تستخدم نوريكس نظاماً مشتركاً لجميع المعاملات على الأوراق المالية أو الأسهم، وتسعى إلى تنسيق القواعد والمعايير بين الأسواق فيما يتعلق بتسجيل الأوراق المالية والمعاملات.

يقوم هذا التحالف على التعاون بين بورصات مستقلة ويعمل وفق عدة مبادئ منها¹:

- **عضوية مشتركة:** حيث يتم تشجيع الشركات الأعضاء على تسجيل أوراقها المالية في جميع بورصات نوريكس.
- **نقطة سيولة واحدة:** حيث يتم تشجيع جميع شركات الإصدار على تسجيل أوراقها المالية في بورصة واحدة فقط من بورصات نوريكس.
- **نظام تداول مشترك:** حيث تعمل جميع البورصات باستخدام نظام واحد وهو نظام SAXESS حتى تستفيد من وفورات الحجم.
- **إطار تنظيمي مشترك:** للمعاملات، وتسجيل الأوراق المالية، وترخيص السماسرة/المتعاملين، والعضوية، والتفويض بعمل تغييرات تنظيمية.

4- رابطة دول جنوب شرق آسيا لأسواق الأوراق المالية "آسيان":

اتفقت رابطة دول جنوب شرق آسيا "آسيان" -سعيًا منها لتدعيم جهودها الرامية إلى التكامل- على منح تنمية بورصة إقليمية يقوم على مكونين: المكون الأول يتعلق بتقوية القدرة المؤسسية في المجالات الضرورية لتطوير أسواق الأوراق المالية وخاصة الأطر القانونية، وتنسيق القواعد والأنشطة التنظيمية، والبنية الأساسية للسوق. ويتعلق المكون الثاني بترشيد المبادرات لتشجيع قيام تعاون أكبر عبر الحدود بين أسواق الأوراق المالية في المنطقة.

ويمكن تلخيص الجهود المختلفة في ثلاثة مجالات رئيسية²: المجال الأول موجه إلى تنسيق المعاملات، وقواعد المقاصة، والتسوية، وتنسيق قواعد الإفصاح، والتمثيل المناسب للسماسرة من كل دولة معنية بهذه الأسواق، ومسك الدفاتر، والمؤهلات المهنية. الهدف من هذه العملية هو خفض تكلفة المنتجات التي تقدمها جهات الإصدار التي تلتزم بعدد من التشريعات، وزيادة السيولة، وتحسين كفاءة المعاملات، وعمليات المقاصة والتسوية. ويركز المجال الثاني من الجهود على تحسين الوصول إلى السوق بتحسين روابط التداول. ومن المتوقع أن تساعد هذه الروابط على زيادة السيولة في مختلف أسواق الأوراق المالية، وتوفير مدى واسع من المنتجات للمستثمرين في كل دولة. وعلاوة على ذلك تم تقديم اقتراح بإنشاء غرفة مقاصة لعموم الآسيان تشبه غرفة المقاصة الأوروبية بهدف تحسين العمليات في الوقت الحقيقي وتحسين الاستفادة المتبادلة بين الدول المعنية.

¹ الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم إفريقيا، إدارة الشؤون الاقتصادية، ديسمبر 2008، ص: 75.

² نفس المرجع، ص: 74-75.

في حين يتعلق المجال الثالث من الأنشطة بالمعاملة المشتركة، والتي تقضي بإزالة القيود على الحساب الرأسمالي وضمنان القضاء على جميع العقبات أمام العمليات العابرة للحدود بغية تعزيز التكامل الإقتصادي الإقليمي وخفض تكلفة المعاملات. ولتحقيق هذا الهدف، تعمل "آسيان" أيضا على وضع نظام ضريبي موحد.

5- مشروع دمج سوقى "Tokyo" و "Osaka" اليابانيين للأوراق المالية:

تتطلع شركتنا طوكيو للأوراق المالية وأوساكا للأوراق المالية المحدودة اليابانيتان إلى دمج عمليتهما في شهر جانفي 2013، لتشكلا ثالث أكبر سوق للأوراق المالية في العالم بعد مجموعة "Nasdaq OMX" وبورصة "Euronext" وسط تزايد المنافسة بين البورصات العالمية.

وبلغ إجمالي القيمة السوقية للشركتين المدجتين 03 تريليونات و600 مليار دولار في نهاية شهر أكتوبر 2011 لتتجاوز بذلك سوق لندن للأوراق المالية¹. وستدفع شركة طوكيو للأوراق المالية مبلغ 480 ألف ين (6230 دولاراً) لكل سهم في شركة أوساكا للأوراق المالية في عرض المناقصة، وسيستلم كل مساهم في شركة طوكيو للأوراق المالية 0.2019 سهم في شركة أوساكا للأوراق المالية مقابل كل سهم يملكونه في شركة طوكيو للأوراق المالية.

* تعد مجموعة "Nasdaq OMX" أكبر شركة لإدارة البورصات في العالم، حيث توفر صفقات التداول، وخدمات تكنولوجيا البورصات، وخدمات الشركات العامة عبر قارات العالم الست، كما توفر عمليات التداول ضمن العديد من فئات الأصول بما في ذلك الأسهم، والمشتقات، والسلع الأساسية، وأدوات الدين، والمنتجات المهيكلة، وصناديق المؤشرات. كما تعد السوق الأول بين الأسواق العالمية من حيث الشركات المدرجة والتي يتجاوز عددها 3800 شركة. وتدعم مجموعة "Nasdaq OMX" من الناحية التقنية عمليات التداول في أكثر من 70 بورصة، وشركة مقاصة، ومركز إيداع للأوراق المالية في أكثر من 50 دولة حول العالم.

¹ عملية دمج خارقة للعادة في السوق المالية اليابانية، مقال منشور على موقع "نقودي" بتاريخ 2011/11/23، والرابط الإلكتروني:

http://www.nuqudy.com/%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82_%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9/%D8%A2%D8%B3%D9%8A%D8%A7/%D8%B9%D9%85%D9%84%D9%8A%D8%A9_%D8%AF%D9%85%D8%AC_%D8%AE%D8%A7%D8%B1%D9%82%D8%A9_%D9%84%D9%84%D8%B9-8081_consulté_le:10/07/2012.

المطلب الثالث: التجربة العربية في دمج أسواق أوراقها المالية

قد تحمل موجة الإندماجات العملاقة بين بورصات الأسهم الرئيسة في العالم صناعات السياسات في الدول العربية، على المضحيّ قُدماً في دمج أسواق الأوراق المالية العربية والتي يشهد معظمها تراجعاً في أحجام التداول منذ الأزمة المالية العالمية 2008.

1- الإندماج والإستحواذ بين الأسواق داخل البلد الواحد:

1-1- الإندماج بين بورصة "ناسداك دبي العالمية" وسوق "دبي المالي": وافقت الجهات الرقابية والتنظيمية عن دمج عمليات السوق بين بورصة "ناسداك دبي" وسوق "دبي المالي" في شهر ديسمبر 2009. وفي الوقت نفسه، أعلن سوق دبي المالي عن عرض للإستحواذ على ناسداك دبي بقيمة 121 مليون دولار من أجل زيادة فئات أصول سوق دبي المتاحة أمام المستثمرين وتعزيز العائدات¹.

وستسهم خطوة دمج عمليات السوق في تمكين كل منهما من الإستفادة من نقاط قوة الآخر. كما ستساعد على بناء قاعدة تداول عريضة للأسواق المالية في دبي بشكل أسرع مما لو واصلت البورصتان العمل بشكل منفصل، مما سيمكن دبي من الإستفادة من إمكانياتها القيادية في هذا المجال على مستوى المنطقة². ويتمثل أحد الأهداف الرئيسية لعملية الدمج في تسريع وتحسين فرص وصول المستثمرين الأفراد إلى الأسهم المدرجة في بورصة ناسداك دبي، وبالتالي تعزيز السيولة في البورصة. فمن الناحية العملية، هناك 600000 من المستثمرين الأفراد في سوق دبي المالي سيتمكنون من الوصول إلى الأوراق المالية المدرجة في ناسداك دبي. ونشير هنا إلى أن معظم التعاملات في سوق دبي المالي يقوم بها مستثمرون أفراد، حيث تتضمن المزاياء العملية لعملية الدمج بالنسبة لهؤلاء فيما يلي³:

- يستخدم المستثمرون نفس رقم المستثمر* في كلا البورصتين.

¹ رويترز، سوق دبي المالي يعرض شراء ناسداك دبي مقابل 121 مليون دولار، يومية إيلاف الإلكترونية، بتاريخ 2009/12/22، لندن، على

الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.elaph.com/Web/Economics/2009/12/516118.htm> consulté le: 20/07/2012.

² ناسداك دبي، دمج عمليات السوق: ناسداك دبي وسوق دبي المالي - تحسين وصول المستثمرين الأفراد إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي، معلومات منشورة بتاريخ 2010/02/01 على موقع ناسداك دبي التالي:

http://www.nasdaqdubai.com/consolidation/hl_doc/arabic/hl_ar.html consulté le: 20/07/2012.

³ ناسداك دبي، أسئلة وأجوبة لأعضاء ناسداك دبي -دمج عمليات السوق بين ناسداك دبي وسوق دبي المالي، ص: 01-02، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني لناسداك دبي:

http://www.nasdaqdubai.com/consolidation/NASDAQDubaiQandA_ara.pdf consulté le: 20/07/2012.

* يحتاج الفرد أو الشركة الراغبة في التداول في الأوراق المالية في أي سوق إلى الحصول على رقم تعريف مميز يسمى رقم المستثمر. يمكن الحصول عليه من خلال مكتب المساعدة الخاص بالسوق ذي الصلة أو من خلال الوسطاء المعتمدين، ويؤدي إصدار رقم المستثمر إلى فتح حساب مستثمر للإحتفاظ بالأسهم التي يتم تداولها في السوق.

- البيانات الدورية لحصص الأسهم التي يمتلكونها والتي ترسل إليهم من قبل سوق دبي المالي تتضمن بيانات حصص الأسهم في ناسداك دبي أيضاً.

- يمكنهم التداول بنفس العملة في كلا السوقين من خلال التغيير إلى الإدراج بالدرهم الإماراتي.

وتحافظ ناسداك دبي على هويتها باعتبارها سوقاً متميزة*، مع الإبقاء على قواعد العمل والإدراج الخاصة بها، وقائمتها الرسمية من الأوراق المالية، مع بقائها خاضعة للمعايير الدولية من قبل سلطة دبي للخدمات المالية، كما تقوم بتعهيد عمليات التداول والمقاصة والتسوية والكفالة فيما يتعلق بالأسهم والسلع المتداولة في البورصات إلى نظم سوق دبي المالي. ويتم تداول الأوراق المالية المدرجة في بورصة ناسداك دبي فقط عن طريق أعضاء ناسداك دبي من خلال منصة التداول في سوق دبي المالي (X-Stream).

1-2- مشروع دمج سوق أبو ظبي وسوق دبي الماليين: سعيًا نحو تنويع الخيارات المتاحة أمام المستثمرين وخفض تكاليف التداولات والإرتقاء بمستوى الأداء في الأسواق المالية، تسارعت الخطوات نحو الدمج بين أسواق المال المحلية في دولة الإمارات العربية المتحدة. فبعد إتمام صفقة استحواذ "سوق دبي المالي" على بورصة "ناسداك دبي" في بداية شهر أبريل من سنة 2010، بدأت تظهر على سطح الأحداث المالية في الدولة عدد من الجهود المكثفة التي يبذلها حالياً كل من سوق "دبي المالي" من ناحية وسوق "أبوظبي للأوراق المالية" من ناحية أخرى على صعيد التوجه نحو الاندماج بين السوقين.

وتوجد في الإمارات ثلاث بورصات للأوراق المالية هي سوق "أبوظبي للأوراق المالية"، سوق "دبي المالي" وبورصة "ناسداك دبي العالمية". وعند تحليل أوجه المنافسة بين البورصات الثلاث في الدولة، نجد أن هذه الأسواق تفتقر إلى العمق والتنوع، ويمكن الرجوع في ذلك إلى حادثة الأسواق، فسوقا "دبي المالي" و"أبوظبي للأوراق المالية" تأسستا عام 2000 بينما سوق "دبي ناسداك العالمي" تأسست في عام 2004، وعدد الأوراق المالية المدرجة بالأسواق يعد ضئيلاً، وبالتالي فإن هذه الأسواق يقودها وسيطر على حركة تداولها عدد محدود من الأسهم، لذلك فإن التحدي الأساسي الذي يواجه سوق رأس المال في دولة الإمارات هو انقسام البورصات وتشتتها وضباب جزء كبير من جهودها في التنافس في ما بينها، لذلك فإن البورصات في حاجة إلى أن تكون لديها استراتيجية

* قامت ناسداك دبي بتطوير بنية تحتية متفردة على الصعيد الدولي والإقليمي، وذلك منذ افتتاحها في عام 2005. وتجري معظم عمليات التداول في البورصة من قبل مستثمرين مؤسساتيين دوليين، وإن كانت البورصة تمتلك قاعدة هامة من المستثمرين الإقليميين، بما في ذلك المستثمرين الأفراد. وتضم قاعدة الأعضاء 30 عضواً تشمل معظم المصارف الاستثمارية الكبرى في العالم، فضلاً عن 16 شركة وساطة مالية إقليمية. وقد أدرجت البورصة أكبر اكتتاب عام أولي في دولة الإمارات العربية المتحدة لعام 2007 (موانئ دبي العالمية بمبلغ 4.96 مليار دولار)، ولديها أيضاً إدراجات لأسهم 14 شركة دولية وإقليمية. كما تضم ناسداك دبي سوق المشتقات الوحيد في دولة الإمارات، والذي يشهد نمواً سريعاً. وتعد البورصة مركزاً عالمياً لإدراج الصكوك. وتخضع للمقاييس الدولية المعتمدة من قبل سلطة دبي للخدمات المالية في مركز دبي المالي العالمي.

للمنافسة وأن تعد نفسها للتغيرات المقبلة التي يتوقع أن تقودها بورصات هي غاية في الضخامة، ما سيجعل البقاء والنمو للبورصات الصغيرة مسألة صعبة.

وأوضحت إحدى الدراسات الاقتصادية المتخصصة أعدتها الباحثة المالية "وفاء شريف"، خصوصاً في ما يتعلق بجوانب الاتفاق والاختلاف بين سوقي دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية، والتعرف على أهم المبررات وراء مقترح الدمج، وأهم المخاطر المرتبطة بالاندماج، مع تحليل عناصر الضعف والقوة والفرص والتحديات المتوقعة جراء هذا الاندماج المتوقع، أن الاندماج المقترح هو مبادرة اقتصادية منطقية وتنطوي عليها مزايا كبيرة، يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

- توفير فرصة لإيجاد سوق مالية كبيرة وقوية ومتنوعة في دولة الإمارات تأخذ ترتيباً متقدماً على مستوى أسواق المال على المستويين الإقليمي والعالمي.
- تعزيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل نظراً لارتباط مؤشرات أسواق المال بمؤشرات النمو الاقتصادي ومؤشرات تراكم رؤوس الأموال ونمو الإنتاجية ومعدلات الادخار.
- توفير فرصة أفضل لاستقطاب مزيد من الشركات المدرجة والمستثمرين الجدد (محليين وأجانب) بشكل أفضل مما لو ظل كل سوق بمفرده.
- تقليص حدة المنافسة على المستوى المحلي وتوحيد جهودهما للإرتقاء ببيئة رأس المال في الدولة.

وتقول ذات الدراسة أن هناك كثيراً من عناصر التشابه والاتفاق بين السوقيين يمكن إنجازها في وحدة اللغة والعملية المستخدمة، ووحدة جهة التنظيم والإشراف والرقابة وهي هيئة الأوراق المالية والسلع، فضلاً عن توقيت وساعات التداول نفسها، مع تشابه شكل وطبيعة الأوراق المالية المدرجة، كما تقدم كل من السوقيين خدمة التداول عبر الأنترنت، وتخضعان لقواعد التداول نفسها، والإدراج والعضوية والإفصاح والشفافية، نظراً لخضوعها للجهة التنظيمية والرقابية نفسها، وعدد التصنيف القطاعي نفسه، بالرغم من اختلافها، إلى جانب تشابه نظام المقاصة والتسوية، وفترة التسوية نفسها².

كما أن هناك الكثير من أوجه الاختلاف بين السوقيين يستلزم أخذها في الإعتبار لنجاح الاندماج، أهمها اختلاف الشكل القانوني وهيكل الملكية، فضلاً عن اختلاف طريقة احتساب أسعار الإغلاق للأوراق المالية، ومعايير احتساب المؤشر العام، والحدود السعرية لتداول الأوراق المالية بالأسواق، والشكل القانوني لبيت المقاصة والتسوية.

¹ حاتم فاروق، أربعة تحديات تواجه اندماج سوقي أبوظبي ودبي، جريدة الرؤية الاقتصادية، الصادرة بتاريخ 2010/04/25، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

² نفس المرجع.

وكخطوة أولى لتنفيذ إندماج السوقين، اقترح "Jeff Singer" الرئيس التنفيذي لبورصة ناسداك دبي أن يقوم سوقا أبو ظبي ودبي الماليان بربط مكاتهما الخلفية من خلال توحيد مقاييس عمليات المقاصة والتسوية، وذلك دون أن يفقد أي من السوقين هوية الانتماء إلى إمارتي أبوظبي ودبي، ذلك أن ربط عمليات المكاتب الخلفية للسوقين من شأنه أن يحقق فوائد إيجابية لكل من المستثمرين والسماسة والمصدرين وذلك على صعيدي خفض التكاليف وتيسير التداول، حيث سوف يكون بمقدورهم التداول على أسهم نحو 140 شركة مدرجة حاليا في سوق أبو ظبي ودبي الماليين بواقع 56 شركة لدى الأول و75 شركة لدى الثاني¹.

ونشير هنا إلى أن هذا الأسلوب في الدمج قد تم الأخذ به لدى الدمج بين بورصة "ناسداك دبي" وسوق "دبي المالي" في نهاية عام 2009، ولدى تأسيس بورصة "Euronext" التي تعمل كمظلة لخمس بورصات أوروبية وهو وضع جعل التداول يتميز باليسر والسهولة ورنخص التكاليف وقاد إلى جذب أحجام تداول كبيرة نتيجة لاستقطاب أعداد أكبر من المتداولين والمستثمرين، كما تم الأخذ به كذلك في عمليات الدمج بين بورصات دول شمال أوروبا كالدمج بين بورصتي النرويج وفنلندا، وأن هذا الأسلوب قابل لأن يُؤخذ به لدى الدمج بين سوق أبو ظبي ودبي الماليين، حيث يُتوقع منه تحقيق العديد من المزايا والفوائد على صعيد تعزيز المهارات التكنولوجية للبورصات المشاركة في عملية الدمج، وجذب المزيد من السيولة والمتداولين وتخفيض التكاليف وتعزيز التنافسية.

2- الإندماج بين أسواق الأوراق المالية داخل القطر العربي (مشروع البورصة العربية الموحدة):

إن فكرة بورصة عربية موحدة قد تبدو صعبة التجسيد من أول نظرة، ولكنها ستتيح إمكانية وضع استراتيجية طويلة المدى لتكامل البورصات العربية، وتطوير القطاع المالي. وعلاوة على ذلك تبين الخبرات من مختلف أنحاء العالم أنه على الرغم من احتمال وجود بعض المصاعب على الطريق، فإن العامل الحاسم هو التزام الدول والأطراف المعنية بتحقيق الأهداف المحددة. بالإضافة إلى ذلك، يوصلنا تحليل تطوير الاقتصاد الكلي والسياق المؤسسي والفني والمالية العامة بالنسبة للبورصات العربية وأدائها وخبراتها في إندماج أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وفي بقية أنحاء العالم، إلى استنتاج أن إندماج البورصات العربية وتوحيدها يزيد من تنمية السوق ومن قدرته على تمويل الاستثمارات والنمو الاقتصادي في القطر العربي.

وتبقى أكبر وأهم خطوة لتحقيق مغزى إندماج أسواق الأوراق المالية العربية وتسريع تجسيده تتمثل في استخلاص الدروس من خبرات وتجارب الإندماج الرائدة على مستوى العالم، وتحديد النموذج الأمثل للإندماج،

¹ مجدي عبيد، الرئيس التنفيذي لبورصة ناسداك دبي يقترح ربط المكاتب الخلفية لسوق أبو ظبي ودبي الماليين، البيان الإقتصادي الصادر بتاريخ 2012/05/30، على الرابط الإلكتروني التالي:

والتغلب على التحديات الرئيسية التي تحول دون تحقيق هذا الهدف، وهو ما سيفصله الباحث ويثريه بعدد الإقتراحات:

1-2- الدروس المستفادة من التجارب الدولية الرائدة في اندماج أسواق الأوراق المالية: سيكون من الجيد النظر إلى الدروس المستفادة من تجارب أوروبا والولايات المتحدة وآسيان لكي نتقدم على طريق تأسيس بورصة عربية موحدة. وسنحاول فيما يلي أن نستعرض بإيجاز بعض الدروس المهمة وتحديد الطرق التي يمكن اتباعها: يمكن استخلاص دروس متعددة من تجربة يورونيكست:

- من الممكن دمج البورصات الكبيرة مع بعضها وبما لديها من تقاليد راسخة وسيادة وطنية وتعزيز الطموح لتكوين مركز مالي قوي عندما تكون الحكومات المعنية ملتزمة سياسياً، وقد تبين ذلك في تجربة التكامل الإقتصادي الأوروبي. وفي نفس السياق، تعتبر قيادة القطاع الخاص مهمة جداً في هذه العملية كما تبين أيضاً من حالات التحالف والاندماج في أوروبا.

- لكي يتم التقدم في عمليات الدمج الناجحة لأسواق الأوراق المالية، من الضروري الحصول على دعم جميع الجهات الرقابية في الدول المعنية.

- الوضوح والبساطة في هياكل ملكية الأسواق والبيئة التنظيمية من العناصر الجاذبة للمشاركين في السوق. ومن تجربة نوريكس NOREX، يمكن استخلاص درسين مهمين:

- من الممكن الإتفاق على تنفيذ مشروع إقليمي تعاوني ناجح بين البورصات خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً.
- يبدو أن الثقافة المشتركة للدول الإسكندنافية -رغم صعوبة قياسها رسمياً- كانت عاملاً كبيراً وراء نجاح هذه البورصة.

والدراسة الجيدة للصورة العربية تعطينا صورة مشتركة الثقافات واللغات والنظم السياسية والتشريعية والإقتصادية، واللوائح المحاسبية ولوائح المالية العامة، ومستويات التنمية، وغيرها، وهو الأمر الذي يصب في صالح البورصات العربية، إلا أنه يجب في البداية أن يكون المنهج المتبع هو التركيز على جهود التكامل في الدول التي تربطها روابط تاريخية وثقافية وإقتصادية، كدمج أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا، دمج أسواق الأوراق المالية لدول الخليج، ثم تحقيق الإندماج العام بين هذه الأقطاب.

كما يمكن استخلاص ثلاثة دروس من تجربة "آسيان":

- بناء بورصة إقليمية متكاملة يحتاج إلى وقت طويل.
- تأسيس بورصة إقليمية يعني أن البورصات الأخرى سوف تستعملها أو تتكامل معها.

- يجب تقييم مدى صلاحية أي مشروع إقليمي أو قاري بعناية قبل أن يبدأ. فالمشاركون من القطاع الخاص -على عكس المنظمين أو البنوك المركزية أو المؤسسات العامة- مطالبون بتحديد ما إذا كان أي مشروع معين للتكامل يستحق تكلفته أم لا، وخاصة عندما يستثمرون الأموال الخاصة بهم.

وبناءً على ما سبق من دروس، نستطيع الجزم بأن عملية إندماج أسواق الأوراق المالية العربية قطرياً ستكون طويلة للغاية وتتطلب تغييرات هيكلية ملحوظة وتحتاج إلى تكنولوجيا وبنية أساسية، وموظفين مؤهلين في القانون والتنظيم والمحاسبة، وأهم من ذلك أنها تحتاج إلى إرادة سياسية. وبالتالي، لكي يتم إحراز تقدم، لا داعي لإعادة اختراع العجلة. الخيار الأفضل للدول العربية هو الإنفتاح على الأفكار العملية الجديدة مع تكييفها حسب الموقف الوطني أو الإقليمي.

2-2- نماذج مقترحة من أجل بورصة عربية موحدة: إستندت النماذج المقترحة بخصوص إندماج أسواق الأوراق المالية العربية لإنشاء بورصة عربية موحدة إلى الدروس المستفادة من بعض الخبرات في هذا المجال من الدول العربية (الإمارات العربية المتحدة) ومن بعض أنحاء العالم، كما نبعت من إطلاعنا العميق على البنية الجزئية لتلك الأسواق ومقومات إندماجها وتكاملها.

2-2-1- النموذج الأول: بورصات وطنية كمنصات للتداول المحلي وبورصة لعموم الدول العربية: طبقاً لهذا النموذج، يتم استعمال البورصات الوطنية كمنصات للتداول للمستثمرين المحليين وجهات الإصدار المحلية التي ليست لديها القدرة على التسجيل في بورصات أكثر تقدماً لها معايير صعبة ومكلفة. وفي نفس الوقت ستكون هناك بورصة عموم الدول العربية التي ستكون موجهة لتمكين الشركات الكبيرة التي تريد تجميع مبالغ ضخمة من مخاطبة المستثمرين والمؤسسات الإستثمارية الأجنبية أو المستثمرين الذين لديهم قاعدة استثمارية واسعة. ولضمان أن تقوم بورصة عموم الدول العربية -بمجرد إنشائها- بخدمة جميع قطاعات السوق، يجب أن تحتوي على عدة منصات فرعية تتدرج من حيث تشدد شروط ومعايير الإشتراك وذلك حسب حجم المؤسسات (كبيرة الحجم، متوسطة، صغيرة الحجم).

وهناك ميزة أخرى متوقعة من هذا النموذج وهي احتفاظ الدول العربية بشركات كبيرة تكون قادرة على توفير رأس المال المطلوب بتكلفة تنافسية. ولذلك فإن هذا الخيار سيجعل من الممكن تجنب هجرة هذه الشركات الكبيرة إلى الأسواق المالية في الدول الصناعية.

2-2-2- النموذج الثاني: منصة متكاملة للمعاملات مع الإحتفاظ بأسواق الأوراق المالية الوطنية: هذا النموذج مستوحى من نموذج يورونيوكست الذي يسمح لمختلف البورصات بالوجود معا جنباً إلى جنب مع الجهة الإشرافية الوطنية أو الإقليمية والمحافظة على الأوضاع القانونية الخاصة بها.

ويسمح النموذج المقترح بتداول جميع الأوراق المالية على منصة متكاملة واحدة وتنسيق قواعد تسجيل المعاملات مع بقاء الشركات مسجلة في بورصاتها الأصلية، مما يؤدي إلى وضع دليل واحد لتنظيم السوق. وكذلك سيتم إخضاع جهات الإصدار إلى قواعد الإشراف والرقابة، والتزام المعلومات والعطاءات العامة التي يضعها المشرعون في الدول التي تكون الأوراق المالية مسجلة فيها، كما يمكن للوسطاء التدخل في جميع البورصات إلا أنهم سيكونون خاضعين لإشراف الجهة الرقابية في الدولة التي أعطتهم الترخيص الأساسي¹.

ومن المزايا المتوقعة من هذا النموذج هي أن نموذج يورونيكست في السياق العربي سيجعل من الممكن الإحتفاظ بشكل من أشكال السيادة والظروف لتشغيل البورصات المحلية، وسيسهل في إيجاد بيئة تنظيمية بسيطة ومرنة للشركات المسجلة في البورصة والوسطاء المعتمدين والبورصات ذاتها، وسيزيد من السيولة والشفافية ويحسن تحديد الأسعار بوجود منصة واحدة للتداول.

2-2-3- النموذج الثالث: الإندماج العابر للحدود: هذا النموذج يقترح إندماج أسواق الأوراق المالية العربية من خلال معاملات عابرة للحدود تستخدم الأنترنت، مع تحلُّل الأسواق المعنية مسؤولية توفير الأنظمة الآلية للتداول والتعويض، وكذلك توفير العدد الكافي من مواقع معلومات البورصة على شبكة الأنترنت. ويقوم هذا النموذج على الحرية المعطاة للمستثمرين العرب للقيام بعمليات البورصة في جميع البورصات العربية داخل وخارج حدود بلدانهم. وهذا أيضا يفترض مسبقا أن الوسطاء قادرون على تنفيذ المعاملات والمقاصة والتسوية عبر الحدود. وإذا ما اعتمد هذا النموذج، فإنه سيسمح بسهولة تنسيق اللوائح وأنظمة التداول والتسوية، فضلاً عن عدم تعطيله للممارسات الجارية حالياً في مختلف البورصات أو قواعدها أو لوائحها أو إجراءاتها نظراً لأن المعاملات العابرة للحدود بصفة عامة عن طريق الأنترنت هي وسيلة أولية وعملية لتحقيق إندماج البورصات على المدى الطويل.

2-2-4- النموذج الرابع: الإندماج التدريجي لأسواق الأوراق المالية العربية: أُستنبط هذا الخيار من نموذج OMX الذي تبنته دول البلطيق، حيث ترتبط عدة أسواق للأوراق المالية مع بعضها وتنسق لوائحها ومعاييرها لتسمح بالتسجيل خارج الحدود في كل بورصة عضو. وتبقى البورصات السابقة موجودة ضمناً لتلبية الإحتياجات المعينة لكل دولة مشتركة.

وسيكون من الضروري -قبل بداية مرحلة إنشاء البورصة العربية الموحدة- دراسة التقدم المحرز في المتطلبات الأساسية، كما يجب أن يُعطى تقييم خاص لبعض المؤشرات الأساسية مثل مستوى توحيد الأطر القانونية والتنظيمية والمالية والمحاسبية، ودرجة المشاركة في الأنشطة، ومنصات المقاصة والتسوية،... الخ.

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر: مركز أنقرة، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، ص: 19.

المبحث الخامس: أساليب حماية ووقائية أخرى

يستعرض الباحث في هذا المبحث، إلى جانب ما تم عرضه في مباحث هذا الفصل، أساليب أخرى للحماية ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية من خطر الأزمات المالية، وهي على النحو التالي:

المطلب الأول: مكننة أنظمة التداول

يعد الإسراع في تبني وتطبيق مهارات التداول الإلكتروني ضرورة لزيادة حجم التداول في أسواق الأوراق المالية ومواجهة مشاكل الإزدحام في البورصات وصعوبات الإتصال الهاتفية بالوسطاء، وتحقيق شرطي السيولة والكفاءة لهذه الأسواق.

لذلك، اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وقد نتج عن ذلك استحداث أنظمة تداول آلي متطورة في أسواق الأوراق المالية العربية، كما اتجه 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.

وعلى سبيل المثال لا الحصر، سجّل سوق دبي المالي قفزة كبيرة للتداولات الإلكترونية في ظل الإهتمام المتزايد من جانب مستثمرين ووسطاء* بالتحويل إلى إنحاز عمليات التداول إلكترونياً. وكشفت أحدث الإحصاءات الصادرة عن سوق دبي المالي، أن تداولات الشراء والبيع الإلكترونية شكلت ما يزيد على ثلثي التداولات الإجمالية للسوق خلال عام 2009، مقارنة بنحو نصف التداولات عام 2008. وأوضحت الإحصائيات أن حصة تداولات الشراء المنفذة عن طريق خدمة التداول الإلكتروني خلال عام 2009 ارتفعت إلى 4.67% من إجمالي قيمة التداولات، مقابل 8.49% عام 2008. كما ارتفعت حصة تداولات البيع الإلكترونية إلى 7.70% من إجمالي قيمة التداولات عام 2009 مقابل 53.2% عام 2008. وبلغ إجمالي

* تضم قائمة شركات الوساطة الخمس الأكثر تنفيذاً للتداولات الإلكترونية خلال عام 2009 كلاً من: الوسيط المباشر للخدمات المالية (17.2 مليار درهم)، والمجموعة المالية هيرميس للتداول (9.14 مليار درهم)، والمشرق للأوراق المالية (9.12 مليار درهم)، وأبو ظبي للخدمات المالية (9.11 مليار درهم)، والإسلامي للخدمات المالية (4.11 مليار درهم).

قيمة تداولات الشراء المنفذة عبر خدمة التداول الإلكتروني 06.117 مليار درهم، بينما بلغت قيمة تداولات البيع 6.122 مليار درهم¹.

وفي سوق الأوراق المالية السعودية، أسهم تطبيق نظام "تداول" في تحديث نظام التداول والتسوية، وتقديم خدمات إضافية جديدة للسوق، وتطبيق المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات "STP" من خلال استخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية، وزيادة مستوى الأمن. ويعد نظام "تداول" نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات حيث يقوم بربط مؤسسات الوساطة بالحاسب المركزي في شركة "تداول"، ما يمكن مؤسسات الوساطة من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، وتنفيذها إلكترونياً، والبدء في مراحل تسويتها إلكترونياً. وبعد تنفيذ الصفقات من خلال نظام "تداول"، يتم تحويل الصفقة آلياً إلى نظام التسويات. وتعد الفترة اللازمة لإتمام نقل الملكية من خلال هذا النظام من أقصر الفترات مقارنة مع بقية الأسواق المالية الدولية. حيث تتم التسوية وقت تنفيذ الصفقة بالنسبة للأسهم وفي اليوم التالي بالنسبة للمبالغ المالية. وتوفر إجراءات النظام ضوابط لحماية المتداولين أهمها ضمان تحصيل مبالغ صفقات الشراء قبل إرسال أوامر الشراء إلى السوق، ودفع مبالغ صفقات البيع من البنوك للعملاء وفق نظام محاسبي دقيق².

كما تقدم شركة "Arab finance" لتداول الأوراق المالية خدمة التداول الإلكتروني في البورصة المصرية، حيث تتيح هذه الخدمة المتميزة إدخال أوامر البيع أو الشراء من أي مكان عبر شبكة الإنترنت، كما تمكن المستثمرين من إدارة محافظ أوراقهم المالية بمنتهى السهولة وبأقصى درجات الأمان عبر موقع الشركة الإلكتروني، والإطلاع على قوائم الأوامر التي تم إدخالها والمنفذة³.

وفي إطار مكننة أنظمة التداول كذلك، حققت بورصة قطر إنجازاً مهماً ضمن خطتها الإستراتيجية الهادفة لتحويل الدوحة إلى مركز مالي هام، تمثل بالتحول لاستخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية "UTP" (Universal Trading Platform) والتي دخلت حيز التنفيذ مع بداية الربع الأخير من سنة 2010. ومع بدء العمل بنظام التداول الجديد سيكون سوق الأسهم القطرية من الأسواق التي تعمل بنفس

¹ أنظر:

- دبي - الإمارات اليوم، «دبي المالي» يسجل قفزة كبيرة في التداول الإلكتروني خلال 2009، مقال بتاريخ: 15 مارس 2010، منشور

على الموقع: <http://www.emaratalyom.com/business/local/2010-03-15-1.68544> consulté le 24/04/2012.

- شركة "AMEInfo" التجارية، التداول الإلكتروني يستحوذ على نصف المعاملات الإجمالية في سوق دبي المالي، مقال بتاريخ 2009/04/07، منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.ameinfo.com/ar-131923.html>

² محمد بن إبراهيم السحيباني، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة، ورقة مقدمة لندوة "السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية"، جامعة الملك خالد 3-4 ذي القعدة 1428هـ (13-14 نوفمبر 2007)، ص: 29

³ شركة "Arab finance" لتداول الأوراق المالية، خدمة التداول الإلكتروني، على موقع الشركة الإلكتروني التالي:

<https://www.arabfinance.com/InvestorTools/onlinePage.aspx> consulté le 24/04/2012.

التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها أسواق رأس المال في الولايات المتحدة وأوروبا التابعة لـ " NYSE Euronext" عملاق البورصات العالمية والشريك الإستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009. ويمثل هذا الإنجاز خطوة بارزة نحو الأمام لتطوير بورصة قطر من خلال وضع الأسس والقواعد للوصول إلى العالمية وفقاً لأفضل الممارسات والمعايير الدولية في مجال التداول، ولتتماشى ذلك مع الرؤية الإستراتيجية لدولة قطر التي تسعى لتطوير السوق المالية القطرية للوصول بها إلى أعلى المستويات، ولتمتلك البورصة بذلك البنية التحتية اللازمة لتوسيع قدرات السوق فيما يخص إطلاق منتجات جديدة مثل السندات وغيرها من الأدوات المالية القابلة للتداول¹.

أما البورصة السودانية فقد بدأت بتطبيق نظام التداول الإلكتروني في جانفي 2012 وتوسيع سوق الأسهم لتشمل تعاملات الذهب والسلع. وسوق الأسهم في الخرطوم صغيرة جداً إذ تبلغ القيمة السوقية للشركات المسجلة 6.4 مليار جنيه سوداني (حوالي 2.1 مليار دولار) في حين أن القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودية - وهي الأكبر في العالم العربي - بلغت أكثر من 320 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2011². وفي أسواق الأوراق المالية العالمية - أسواق الأوراق المالية الأمريكية على الخصوص - أفرزت الابتكارات المالية والفنية في مجال التداول الإلكتروني للأوراق المالية والمشتقات تحسينات عديدة وابتكارات ترفع من كفاءة سوق الأوراق المالية وتزيد من سيولتها، وهي ابتكارات نقترحها لتبناها أسواق الأوراق المالية العربية، لاسيما في ظل الدعوة إلى ضرورة إصلاح أنظمة التداول فيها وعصرنتها. وفي هذا الصدد، نقترح المبتكرات التالية:

1- التداول عالي التواتر:

يستخدم التداول عالي التواتر، والذي يسمى أيضاً تجارة الصندوق الأسود، حاسبات عالية السرعة يحكمها خوارزميات لتحليل البيانات، وتحديد فرص الإستثمار، وإدارة تدفق الأوامر إلى الأسواق. فبإمكان شركة للتداول عالي التواتر أن تقدم 1000 طلب في دقيقة إلى البورصة وأن تلغيها بالسرعة نفسها وتقدم غيرها. وتحاول شركة التداول عالي التواتر الحصول على ربح صغير ولكنه قليل المخاطر. فعلى سبيل المثال، إذا كان مطلوباً شراء سهم بسعر 7.9 دولار وكان هناك عرض للبيع بسعر 8 دولارات، فإن هذه الشركة تقوم برفع سعر الشراء إلى 7.91 دولار وتخفيض سعر البيع إلى 7.99 دولار وبيع الفرق (8 سنتات).

وتتعامل شركات التداول عالي التواتر في مبالغ ضخمة، حيث قدّرت مجموعة "TABB" - وهي شركة لبحوث الأسواق المالية - أن أرباح هذه الشركات بلغت 21 مليار دولار سنة 2008. ويستثمر أكبر سماسرة

¹ سوق الدوحة، بورصة قطر تطلق بنجاح نظام التداول الإلكتروني الجديد، مقال على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.souqaldoha.com/vb/t64592.html> consulté le 24/04/2012.

² CNBC عربية، البورصة السودانية تستعد للتداول الإلكتروني وتوسيع سوق الأسهم لتشمل تعاملات الذهب والسلع، مقال من الموقع

الإلكتروني التالي: <http://www.cnbcarabia.com/?p=10344> consulté le 24/04/2012.

الأوراق المالية والتجار الوسطاء في تداولاتها مثل "Goldman Sachs"، وأكبر صناديق التحوط مثل "Citadel"، والشركات المستقلة مثل "GETGO"، بشكل كبير في أجهزة الكمبيوتر الفائقة والبرمجيات المصممة لهذه الأعمال¹.

وتشير تقديرات شركة "Rosenblatt Securities" إلى أن متوسط الدخل لشركات التداول عالي التواتر في الأسهم يتراوح بين 0.001 دولار و0.002 دولار في السهم. ورغم أن المكسب في كل صفقة يكون صغيراً إلا أن حجم التداول هائل، وأن بعض البورصات وأنظمة التداول البديلة تمنح حسماً لهذه الشركات لزيادة الحجم. وقد تلقت شركات التداول عالي التواتر 3.7 مليار دولار في مثل هذه التخفيضات سنة 2008، وهي الآن تكسب ما نسبته 73% من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية الأمريكية ونحو 20% في بورصات عقود الإختيارات².

2- التداولات بسرعة الوميض:

تمثل التداولات بسرعة الوميض جزءاً مهماً من نموذج أنشطة الأعمال في الكثير من البورصات، تحدث عندما يتم الكشف (عندما يعطي وميضاً) عن أمر وارد لأحد أنظمة التداول البديلة أو البورصات لجزء من الثانية قبل إرساله لنظام السوق الوطنية. وإذا ما استطاع متداول في موقع تلقي الوميض أن يحقق توفيقاً أفضل للشراء والبيع في النظام، عندئذ يستطيع المتداول أن يلتقط ذلك الأمر قبل أن تراه بقية السوق، والنتيجة هي التداول بسرعة الوميض³. وقد اعتادت بورصة نيويورك السماح لوسطاء التداول المعيّنين بها (الذين يُطلق عليهم الإختصاصيون) بالاستفادة من إلقاء نظرة قبل غيرهم على الأوامر الواردة، ولكن البورصة أوقفت هذه الممارسة* لصالح إعطاء كل المشاركين في السوق فرصة متساوية للإطلاع على عروض الأسعار.

3- مجموعات التداول المستتر:

وهي أنظمة تداول إلكترونية يستخدمها السماسرة، المستثمرون المؤسسيون، وصناديق التحوط للتفاوض حول معاملات ضخمة للأوراق المالية خارج قواعد التداول الرسمي في البورصة. ويستطيع المشاركون باستخدام مجمعات التداول المستتر أن يعلنوا على نطاق ضيق من شراء أو بيع كمية معيّنة من الأوراق المالية بسعر محدد أو

¹ Randall Dodd, *Transactions opaques, Finances & Développement*, Volume 47, Numéro 1, F.M.I, Mars 2010, P : 27.

² Ibid, p: 27.

³ قد يتسبب هذا الوميض في إحداث مخاوف كبيرة وقلق عميق داخل البورصة. وللإطلاع على مثال واقعي حدث في بورصة "وول ستريت" الأمريكية في ماي 2010 ، أنظر: ألين فان ديون، ومايكل ماكينزي، وجيرمي جرانت، *الشعور بالقلق العميق بعد "انهيار الوميض"*، شبكة خبراء الأسهم، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://stockexperts.net/showthread.php?t=26219> consulté le 28/04/2012.

* حضرت بورصة نيويورك هذه الممارسة لأنها لا تتفق مع سياسة البورصة للمعاملة المتكافئة. إلا أن بعض أنظمة التداول البديلة تتنافس على أساس من المساواة مع البورصات المستقرة على حجم التداول، وقد تبنت استخدام التداولات بسرعة الوميض لجذب أعمال التجارة بعيداً عن البورصات.

بسعر سيتم تحديده. فعلى سبيل المثال، قد يُبدي مشاركون في مجمع تداول مستتر اهتمامه بشراء 40 ألف سهم من شركة "I.B.M" بسعر الساعة الثانية ظهراً أو بسعر الإغلاق في ذلك اليوم. وبهذه الطريقة يستطيع المشاركون في مجمع التداول المستتر أن يُرتَّب عملية شراء كبيرة بمخاطرة أقل لرفع الأسعار من جرّاء ذلك¹.

وتستخدم مجتمعات التداول المستتر منصة للتداول الإلكتروني أكثر كفاءة للتفاوض على صفقات ضخمة، كما تسمح عمليات التداول في تلك المجتمعات للشركات بإتمام صفقاتها دون مخاطرة بأن تُحرَّك طلباتها الكبيرة أسعار السوق بعيداً عن الأسعار التي تفضلها.

ورغم أهمية هذه الابتكارات في مجال التداول الإلكتروني، وسعياً لحماية المستثمرين، وضمان أن تتوفر لجميعهم فرص عادلة للدخول في السوق، وألاً يتعرَّض الإستقرار لتهديد، تسعى السلطات التنظيمية - لاسيما في أمريكا- إلى إخضاعها للفحص الدقيق، كما اقترحت لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية إخضاع تجارة مجتمعات التداول المستتر لمتطلبات أكبر للإفصاح.

المطلب الثاني: إيقاف الإستثمار الإحتيالي بطريقة "بونزي Ponzi"

تمثل خطط الإستثمار الإحتيالي مصدر قلق في جميع أنحاء العالم، خاصة في البلدان التي قد لا تتمكن فيها الأطر التنظيمية الأقل تقدماً (والدول العربية تقع ضمن هذه البلدان) من إحتواء نموها الأسي. والواجب هو التصرف مبكراً قبل أن تكتسب هذه المشروعات الوهمية زخماً وتُعرَّض المستثمرين للخطر. ومن أشهر خطط الإستثمار الإحتيالي انتشاراً ما يعرف بـ "خطط بونزي Ponzi للإستثمار الإحتيالي".

1- آليات أو خطط Ponzi للإستثمار الإحتيالي:

تعد هذه الخطط نوع من النصب والإحتيال الإستثماري، يتم فيها دفع العوائد للمستثمرين من الأموال التي يودعها مستثمرون لاحقون، وليس من أرباح حقيقية تتولد من نشاط استثماري أو أعمال تجارية. وتغري هذه المشروعات الوهمية المستثمرين بعرض عوائد أعلى مما يمكن أن يتحملة على نحو مستمر أي نشاط مشروع للأعمال. ويتعيَّن على خطط Ponzi للإستثمار الإحتيالي أن تجذب استثمارات جديدة بمعدل نمو أسي حتى تستمر في الدَّفْع إلى المستثمرين الموجودين، وتنهار حتماً عندما تتجاوز الإستثمارات الجديدة المطلوبة قدرتها على إغواء مساهمين آخرين. وعند هذا الحد يخسر معظم المستثمرين أموالهم، رغم أن المستثمرين الأوائل - بمن فيهم مؤسسو المشروع الوهمي - يمكن أن يحققوا عوائد مرتفعة إذا ما سحبوا أموالهم نقداً بسرعة كافية.

¹ Randall Dodd, *Transactions opaques*, op.cit, p : 28.

3- الضرر الإقتصادي والمالي لخطط Ponzi:

تُلحق خطط Ponzi للإستثمار الإحتيالي ضرراً مالياً بمعظم مستثمريها وتغيّر وجهة مسار المدخرات عن الإستثمار المنتج. ولو تركت بلا ضوابط فقد تنمو بمعدل أُسّي، وتحدث أيضاً ضرراً إقتصادياً ومؤسسياً أوسع، مع تقليل الثقة في المؤسسات المالية والسلطات التنظيمية، وتُلقي بالأعباء على المالية العامة لو جرت عمليات كفالة لهذه المشروعات. وقد تؤدي أيضاً إلى عدم استقرار سياسي وإجتماعي عند انهيارها.

وقد كانت أكثر الحالات تأثيراً في ألبانيا سنة 1997، وجامايكا وغرينادا وليسوتو والولايات المتحدة الأمريكية سنة 2008، حيث بلغت قيمة الخسارة كنسبة من الناتج المحلي الخام في هذه الدول على التوالي: 79%، 12.5%، 5%، 3%، 0.5%. ويوضح الجدول رقم (03-04) نماذج مختارة من خطط للإستثمار الإحتيالي بطريقة Ponzi والأضرار المالية الملحقة بها.

جدول رقم (03-04):

نماذج من خطط للإستثمار الإحتيالي بطريقة Ponzi وأضرارها المالية

البلد	الإسم	سنة الإنهيار	قيمة الإستثمار (\$)	الخسارة (%) من PIB
أنتيغوا وباربودا	Stanford Financial Group	2009	08 مليارات	غير متاح
غرينادا	SGL Holdings	2008	30 مليون	05
جامايكا	OLINT, Cash Plus, World Wise, LewFam	2008	01 مليار	12.5
الولايات المتحدة	Madoff Investment Securities	2008	65 مليار	0.5
كولومبيا	DRFE, DMG	2008	01 مليار	0.4
ليسوتو	MKM Burial Society	2007	42 مليون	03
ألبانيا	VEFA, Gjallica, Kamberi	1997	1.7 مليار	79

Source: Hunter Monroe, Ana Carvajal et Catherine Pattillo, Les dangers des systèmes de Ponzi, Finances & Développement, Volume 47, Numéro 1, F.M.I, Mars 2010, p: 37.

يتّضح من خلال الجدول أعلاه أن أكبر قيمة للمشروع الإحتيالي والبالغة 65 مليار دولار سُجّلت بالولايات المتحدة الأمريكية في ديسمبر 2008، وقد عُرف ذلك بـ "فضيحة Madoff*" أو "فضيحة Wall Street"، حيث تكبدت العديد من المؤسسات المالية العالمية خسائر كبيرة بسبب الإحتيال أهمها:

*Barnard Madoff (برنارد مادوف) الرئيس السابق لبورصة "ناسداك" الإلكترونية.

HSBC البريطاني (1.5 مليار دولار)، BNP paribas الفرنسي (469 مليون دولار)، NUMORA اليابانية (27 مليار ين)¹.

كما يتضح من نفس الجدول أن خطط الإستثمار الإحتيالي قد تقوم في أية سوق مالية صناعية كانت أم نامية. فبالرغم من توفر طائفة واسعة من أدوات تنفيذ القانون لدى الهيئات التنظيمية في معظم الدول الصناعية، بما في ذلك القدرة على تجميد الأصول بمجرد إكتشاف أحد مشروعات الإستثمار الإحتيالي، فإن الحال عكس ذلك في الدول النامية، حيث أدى الضعف التنظيمي ووجود مؤسسات مالية رسمية غير متطورة والإفتقار إلى الأدوات والموارد اللازمة لتنفيذ القانون إلى نمو مثل هذه الخطط الإستثمارية واستمرارها في العمل لمدة أطول.

4- مقترحات بخصوص الشروط المسبقة للرد المبكر ومنع الإحتيال بطريقة "بونزي":

نستنتج مما سبق أن الأسواق المالية النامية - وأسواق الأوراق المالية العربية على الخصوص - أكثر عرضة للخطر والإحتيال بطريقة بونزي. ونقترح في هذا الصدد مجموعة من الشروط تساعد الجهات التنظيمية على الرد على تلك الخطط، ومنها:

- الإستقلالية الكافية للجهات التنظيمية لدى أدائها لعملها، مع وجود إطار تنظيمي يحمي الموظفين ضد ما يرفع ضدهم من قضايا نتيجة لأدائهم لوظائفهم.
- تمتع الجهات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية العربية بسلطة واسعة في التحقيق وملاحقة المشروعات الوهمية غير الخاضعة للوائح التنظيمية.
- توفر موارد كافية لتنفيذ القانون وإتخاذ الإجراءات السريعة، وبالخصوص توفر الهيئات التنظيمية على العاملين ذوي الخبرة، وإنشاء هيكل تنظيمي قادر على التعامل مع التحقيق في القضايا ومعالجتها.
- توفر سلطة واسعة في التنسيق والتعاون وتبادل المعلومات ما بين الهيئات التنظيمية لأسواق الأوراق المالية العربية، لأن غياب مثل هذه السلطة يعرقل عملية تبادل المعلومات السرية والتحقيق في خطط الإستثمار الإحتيالي الوهمية في كثير من الدول العربية.

¹ لتفاصيل أكثر حول خسائر بعض المؤسسات المالية العالمية بفعل الإحتيال، أنظر:

- فضيحة مادوف، مقال على الموقع:

http://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%81%D8%B6%D9%8A%D8%AD%D8%A9_%D9%85%D8%A7%D8%AF%D9%88%D9%81 consulté le 28/08/2012.

- Madoff investment scandal, sur site: http://en.wikipedia.org/wiki/Madoff_investment_scandal consulté le 28/08/2012.

المطلب الثالث: إدراج صانع السوق بأسواق الأوراق المالية

تشير التذبذبات التي تحدث في أسواق الأوراق المالية العربية استفهامات كثيرة عن تأثير عدم وجود صانع للسوق في تلك الأسواق. فالكثير من التداولات في أسواق رأس المال العربية تركز في مضارباتها على أسهم محدودة للغاية، وهو ما يؤكد أن المضاربات تسيطر على أداء الأسواق العربية. وإزاء هذا التذبذب في الأسعار وتعرض المستثمرين الأفراد إلى خسارة كبيرة، فإن الحاجة باتت ملحة لأهمية وجود صانع للسوق، وليس بالضرورة أن يكون رسمياً أو حكومياً، وهو ما يجب أن تستشعره هيئات الأوراق المالية العربية، وأن تسرع في سن القوانين ووضع الأنظمة له.

1- تعريف صانع السوق، هدفه وترخيصه:

يكون صانع السوق بنكاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة بنوك ومؤسسات ومحافظ مالية تمتلك إمكانات مالية ضخمة تمكنها من حفظ التوازن في الأسواق، بالتدخل بالشراء في حال تدنت أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة، أو بالبيع في حال وصلت الأسعار إلى مستويات سعرية مبالغ فيها¹. فصانع السوق ليس مضارباً أو مستثمراً، ولا يعمل وسيطاً أو وصياً، وإنما ينجز التحوط المالي لمعاملات عملائه حسب سياسته التي تشمل موازنة تعاملات العملاء والتحوط المالي عن طريق توفير السيولة النقدية ورأس المال، كل ذلك حسب تقديراته، كما أن العلاقة بين صانع السوق والعملاء مبنية بشكل أساسي على قوى العرض والطلب².

إن الهدف الأساسي من وجود صانع السوق هو ضخ السيولة في السوق، بمعنى أنه يكون جاهزاً للبيع فوراً إذا طلب أحدهم الشراء ولم يوجد بائع، وجاهزاً للشراء فوراً إذا طلب أحدهم البيع ولم يوجد مشتر. ويهدف صانع السوق إلى تحقيق الربح وخاصة من خلال التداولات وكذلك من خلال الرسوم التي يأخذها من الشركات المدرجة التي يمثلها، كما أنه يتمتع ببعض الإعفاءات من رسوم التداول التي يقوم بها لمصلحته عند تداوله بأسهم الشركات المدرجة التي يمثلها. ومن الممكن أيضاً أن يتعرض للخسارة، كأى شركة خدمات مالية أخرى.

ويتم ترخيص صانع السوق من الأسواق المالية والجهات الرقابية بشروط معينة تختلف من دولة لأخرى، وتختلف أيضاً حسب نوع صانع السوق وطبيعة المهام التي يقوم بها، وبشكل عام تتعلق الشروط بشكل رئيس برأس المال والخبرات الفنية وشروط النزاهة وطبيعة السوق.

¹ عبد الرحمن إسماعيل، إصدار نظامي «صانع السوق» و «البيع على المكشوف» قبل نهاية 2011، جريدة الإتحاد، الإمارات العربية المتحدة، مقال بتاريخ 2011/10/09، على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.alittihad.ae/details.php?id=92777&y=2011> consulté le 03/05/2012

² مفلح عياش، ما هو صانع السوق؟، جريدة الإتحاد الإقتصادي، الصادرة بتاريخ 14 شعبان 27/1428 أوت 2007، ص: 08.

وهناك شروط تضعها الأسواق المالية على صناع السوق حول الحد الأدنى من عدد الأسهم المطلوب تداولها وأوقات مكوث الصفقات بدون تداول وكمية الأوراق المالية المتداولة وحدود الفروق بين أسعار البيع والشراء أثناء التداول وغير ذلك حسب طبيعة ترخيص صانع السوق في كل سوق .

ويمكن أن يمثل صانع السوق الواحد شركة مساهمة عامة واحدة فقط من الشركات المدرجة بالسوق، أو أكثر، ويمكن أيضاً أن يكون أكثر من صانع سوق يمثلون شركة واحدة. ولذلك لا غرابة في أن نجد بالأسواق المالية المتقدمة العشرات بل المئات من شركات صناعة السوق.

وليس من الضروري أن يكون لكل شركة مساهمة عامة مدرجة بالسوق صانع سوق، فهناك بعض الأسواق لا يوجد بها صانع سوق للشركات ذات أحجام التداول العالية جداً والتي لا تحتاج إلى صانع سوق لضخ السيولة، ومن ناحية أخرى تحجم شركات صناعة السوق عن العمل مع الشركات المدرجة شديدة ضعف السيولة بسبب الخوف من الخسارة . وتكون عائدات صانع السوق أكبر كلما كان الفرق بين سعري البيع والشراء المعروضين للتداول أكبر، ولذلك تضع الأسواق بعض الشروط لهذا الفرق. ويحدد صانع السوق قيمة هذا الفرق -ضمن الأنظمة- بناء على عدة معطيات، وعموماً يتناسب ذلك طردياً مع معدل سعر السهم وكذلك مع خطورة السهم وعكسياً مع حجم التداول وعدد صانع السوق .

وعند ترخيص صانع السوق، عليه أن يحدد الشركات المساهمة العامة المدرجة التي سيتعامل بأسهمها ويصنع سوقها، ويكون ذلك بالعادة في اتفاق مسبق مع الشركة المدرجة يتحدد فيه حصة وعائدات صانع السوق نتيجة تبنيه صناعة السوق للشركة وتحمله نوعاً من المخاطر نتيجة شرائه كميات كبيرة من أسهم الشركة .

2- دور (مزايا) صانع السوق:

يؤدي صانعو السوق دوراً بالغ الأهمية في معظم الأسواق المالية العالمية، وغياهم يؤدي إلى تهميش آليات الأسواق وانخفاض كفاءتها وارتفاع مخاطرها، خاصة وأن الإستثمار المؤسسي في الأسواق المالية العربية لا يشكل أكثر من 10% في الغالب، سواء كان استثماراً مؤسسياً محلياً أو أجنبياً. ويمكن رصد أهم أدوار صانع السوق فيما يلي:

- إيجاد حالة التوازن بين عمليتي العرض والطلب وانحسار الفجوة بين سعري البيع والشراء ما يحقق للأسواق أهم وظائفها وهي قدرة أي مستثمر على بيع الأوراق المالية التي يمتلكها بسرعة وسهولة، بعكس ما نلاحظه في الأسواق المالية العربية، حيث نلاحظ سهولة وسرعة بيع أي كمية من أسهم الشركات التي يركز عليها المضاربون، بينما يصعب بيع كميات كبيرة من أسهم الشركات الأخرى¹.

¹ مفلح عياش، صانع السوق.. غائب طال انتظاره في أسواق الأسهم، جريدة الإتحاد الإقتصادي، الصادرة بتاريخ 14 شعبان 27/1428 أوت 2007، ص: 08 على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.alittihad.ae/details.php?id=132681&y=2007&article=full> consulté le 03/05/2012.

- المساهمة في توفير السيولة وتعزيزها في أسواق الأوراق المالية، خاصة في أوقات عدم توفر أوامر شراء وبيع متطابقة أو حين يغيب الإهتمام بالشراء أو البيع.
- كبح سيطرة المضاربين على عمليات التداول داخل أسواق الأوراق المالية، من خلال قيام صانع السوق بشراء أسهم الشركات المدرجة عندما تنخفض أسعارها السوقية عن قيمتها العادلة أو عندما تنخفض دون وجود معلومات جوهرية تؤدي إلى هذا الانخفاض، كما يقوم ببيع أسهم الشركات التي تحدث مضاربة على أسهمها وترتفع أسعارها السوقية إلى مستويات غير مبررة.
- الإحتفاظ بعدد كبير وكاف من أسهم الشركات المدرجة التي يمثلونها لتسهيل ضخها بالسوق عند الحاجة.
- المحافظة على سوق مستقر من خلال العمل على منع التقلبات الحادة في الأسعار قدر الإمكان.
- البحث عن مستثمرين محتملين وخاصة المستثمرين المؤسساتيين لأسهم الشركات التي يمثلونها.
- تنفيذ الطلبات وفق أفضل عروض الشراء والبيع من غير ممارسة الغبن والتلاعب. وقد وضعت بعض الهيئات الرقابية وخاصة الأمريكية ضوابط لذلك.

3- النماذج العالمية الرائدة لصناعة الأسواق:

توجد صناعة الأسواق في العادة بالأسواق المتطورة وهي الرائدة في هذا المجال، كما أنها موجودة في العديد من الأسواق الناشئة. وتمثل صناعة الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية نموذجاً نظرياً وعملياً لأنواع هذه الصناعة وقوانينها وأنظمتها وآلياتها.

وسنستعرض ثلاث تجارب علمية رئيسة مختلفة عن بعضها البعض - مع العلم بأن هناك أنواعاً أخرى ولكن مفاهيمها ليست بعيدة عن هذه الثلاث - وهي كالاتي:

3-1- نموذج سوق نيويورك (NYSE): عُنِيَ إسمه في سنة 2007 ليصبح (NYSE)

(EURONEXT)، ويتميز هذا النوع بانفرادية ومركزية صانع السوق*، وصلاحياته الواسعة في الإطلاع على أوامر البيع والشراء، وهو الذي يقرر إلى حد كبير معلومات أوامر البيع والشراء من المستثمرين التي ينبغي إظهارها للعموم. ومن ميزات هذا النموذج ارتياح المستثمرين المؤسساتيين له بسبب قناعتهم بخبرات ومهارات وسطاء القاعة وقدراتهم في تبادل المعلومات بشكل أسرع وبالتالي حصولهم على أسعار جيدة. ويوجد في هذا السوق قاعة مخصصة للوسطاء الذين يعطون أوامرهم بلغة إشارات متعارف عليها، ثم تذهب هذه الأوامر إلى صُنَّاع السوق

* كان الإسم المعهود لصانع السوق في هذه البورصة "Specialist" ولكن تم تحويل ذلك لاحقاً سنة 2008 إلى " Designated Market Maker".

- وبالبلغ عددهم سبعة¹ - الذين يقوم بدورهم بالبيع والشراء إذا اقتضت الحاجة بناء على هذه المعلومات، بالإضافة إلى المعلومات التي تصلهم إلكترونياً حيث يحرصون على استمرار السيولة في التداول. ويحدد صانع السوق وفق هذا النظام سعر الافتتاح للسهم الذي لا يكون بالضرورة هو سعر إقفال اليوم السابق كما أسلفنا، ويتم إعفاء صانع السوق من الرسوم عندما يتداول لمصلحته حسب شروط كل سوق.

3-2- نموذج بورصة نازداك "NASDAQ"، تتم جميع التداولات في هذا النموذج إلكترونياً، ولا يتركز عدد صناع السوق لكل شركة على واحد كما هو الحال في نموذج "NYSE"، بل إن كل شركة مدرجة لها العديد من صناع السوق يتنافسون فيما بينهم مما له الأثر الإيجابي في دعم كفاءة السوق وزيادة السيولة فيه. ولا يتداول المستثمرون العاديون في هذا النوع من البورصات مباشرة فيما بينهم، وإنما يتم ذلك عن طريق صناع السوق الذين يبلغ عددهم 500² في سوق نازداك وحده.

وعلى صناع السوق وفق هذا النموذج عرض كل من سعري البيع والشراء بنفس الوقت ولذلك يسمى نظام "Quote-Driven"، ولا يرى الشخص المستثمر العادي أمره بالبيع أو الشراء، ويعتبر ذلك أحد الانتقادات على هذا النظام بسبب ما يعتبرونه نقصاً في الشفافية رغم أنه قد يسمح لصانع السوق في بعض الأحيان بعرض الأسعار على المستثمرين³.

وبشكل عام، قد يزيد صانع السوق وفق هذا النظام السعر نسبياً إذا شعر بقرب نفاذ مخزونه من الأسهم، أو يقلله إذا زاد مخزونه من الأسهم.

3-3- نظام "Non-Centralized Order-Driven Electronic Market": يتواجد هذا النظام لصانع السوق في يورونكست وبورصة إيطاليا والبورصة اليونانية. وفيه يمكن أن يكون أكثر من صانع سوق للشركة الواحدة يتنافسون بينهم، كما أنهم يتنافسون مع المستثمرين العاديين من دون احتكار لمعلومات التداول كما هو الحال في بورصة نيويورك "NYSE". وتتمثل المهمة الرئيسة لصانع السوق هنا في زيادة سيولة التداول ويكون ذلك باتفاق ما بين صانع السوق والشركة المدرجة التي يصنع سوقها مقابل رسوم معينة، وذلك ضمن آليات وشروط سوق الأوراق المالية*.

¹ أحمد عقيل الخطيب، دور صانع السوق، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، 11-13 شوال 1426هـ/13-15 نوفمبر 2005م، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 06.

² أحمد عقيل الخطيب، دور صانع السوق، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

³ حسين ياسين، "صانع السوق" مفتاح تعزيز السيولة في الأسواق المالية، الخليج الإقتصادي الإماراتية، مقال منشور بتاريخ 20/11/2011 على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.alkhaleej.ae/portal/f802c13f-af1c-4991-bb9a-cbdddafb1d56b.aspx> consulté le 12/05/2012.

* من ناحية أخرى، قد يوجد ضمن هذا النظام ولكن بشكل غير رسمي صانع سوق يعملون لمصلحة شركة معينة أو أكثر ولكنهم لا يكونون ملتزمين بالبيع والشراء المستمر.

4- أسواق الأوراق المالية العربية ونظرية صانع السوق:

في الحقيقة أن الحديث عن النموذج الأفضل لبورصات الدول العربية في ظل غياب صانع السوق، يضع الهيئات المشرفة عليها أمام خيارين رئيسيين، فأما الأول فيتمثل في التفرد في صياغة نموذج جديد خاص بصانع السوق، وهو خيار صعب لإنعدام التجربة والخبرة في هذا المجال، وأما الثاني فهو تقليد واختيار أحد النماذج العالمية الرائدة وتبنيها بعد الوقوف على إيجابياتها وسلبياتها للمفاضلة بينها، وهو الخيار الأرجح في المرحلة الإبتدائية.

وبشكل عام، هناك نقاشات عميقة بين الخبراء في الأسواق المتطورة حول ميزات وسلبيات كل نظام من أنظمة صناعة السوق وخلافات عن الأفضل، ومن بعض العناصر المثيرة للجدل في هذا الشأن ما يلي: السيولة، الشفافية وعدم احتكار المعلومة، الفرق بين سعري العرض والشراء المعروضين، عوامل النزاهة والبعد عن التلاعبات، الصلاحيات.

ومن ناحية أخرى، تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بكثرة التقلبات، وشح في السيولة، ونقص في الأنظمة اللازمة لعمل الأسواق بشكل كفاء ومتطور مع ضعف في تطبيق ما وجد منها، وقلة الحيلة في محاسبة المخالفين، وتشوه في الشفافية، وكثرة التلاعبات والتناقضات، وضعف في الوعي الإستثماري، ونقص في الكوادر المتخصصة، وضعف الإستثمار المؤسسي وتقدم خجول في حوكمة الشركات.

وللأسباب أعلاه يرى الباحث أن أفضل نموذج للأسواق العربية هو "Non-Centralized Order-Driven System" في المرحلة الحالية الإبتدائية حيث إنه سوف لن يكون هناك انقلاب مفاجئ في الأسواق إلى نظام مركزي أو نظام يعتمد على الأسعار التي يضعها صانع السوق، بل إن أنظمة التداول ستظل بشكلها العام كما هي مع بعض التعديلات التي تشترط على صانع السوق زيادة السيولة والإلتزام بتعليمات تداول محددة تضعها الأسواق والجهات الرقابية. ومن المفترض أن تدرس الأسواق تبني نماذج أخرى في حالة نجاح هذه المرحلة والشعور بأن تبني نموذجاً آخر قد يكون مناسباً في حينه.

وسوف ينافس صانع السوق صناع سوق آخرين لنفس الشركة المدرجة التي تتفق معهم، وكذلك سينافس صانع السوق المستثمرين العاديين بما فيهم المستثمرين المؤسسيين إن وجدوا.

ويحصل صانع السوق مقابل مخاطرته على بعض الإمتيازات مثل إعفاء كلي أو جزئي من رسوم التداول التي يفرضها السوق على أسهم الشركة المدرجة المتفق معها، ورسوم يأخذها لمصلحته من الشركة المدرجة المعنية مقابل قيامه بصناعة سوقها، كما أنه قد يعطى بعض الإمتيازات المتعلقة في البيع على المكشوف و الشراء بالهامش وغيرها.

ومن المتوقع أن تكون الشركة التي ستقوم بعمل صانع سوق في الأسواق العربية لهذا النموذج في أفضل حالاتها لأن لديها إيرادات مضمونة من الشركة المدرجة المعنية، أما بالنسبة لإيراداتها أو خسائرها نتيجة التداول، فإنها من المفترض أنها تعتمد على ذوي الخبرة القادرين على إدارة أمور التداول لشركاتهم بحرفية عالية. ومن المبادرات المحدودة جدا لإنشاء صانع السوق في الأسواق العربية، ما اقترحت شركة "بيان للإستثمار" لإنشاء شركة لصانع سوق الكويت للأوراق المالية على قدر كبير من الحرفية والمهارة، حيث يتضمن المقترح تأسيس شركة مساهمة بنسبة 45% للشركات المدرجة و55% للحكومة، وإمكانية طرح جزء من حصة الحكومة للإكتتاب العام، على أن تكون مساهمة الشركات من أسهم الخزينة أو الأسهم المرهونة لدى البنوك. وتعتمد الشركة صانعة السوق في عملها على الحاسب الآلي الذي سيحدد ما هو مستهدف لتغطية أي عمليات نقص أو زيادة في المعروض من الأسهم، وكذلك الحد من عمليات المضاربة والحد من تضخيم الأسعار غير المبررة، وذلك وفق برنامج الحاسب الذي سيعتمد من قبل الشركة، مع وضع مؤشر جديد لسوق الكويت للأوراق المالية للأسهم الحرة يحدد للشركة نسبة الأسهم المستهدفة للمحافظة¹.

¹ عيسى محمد، صيغة أولية لتأسيس شركة صانع السوق، القبس الإقتصادي، الكويت، مقال منشور بتاريخ 2013/08/03 على الموقع

الإلكتروني التالي: <http://www.alqabas.com.kw/node/787452> consulté le 02/09/2013

خلاصة الفصل:

يؤدي ارتباط أسواق الأوراق المالية العربية بالإقتصاديات التي تعاني أنظمتها المالية من عدم الإستقرار إلى تحويلها إلى قناة لإنتقال تداعيات الأزمات المالية إليها، كما يمكن أن يكون للأسواق العربية نفسها دوراً في صناعة الأزمات، لذلك تناول الباحث في هذا الفصل مقترحات لأهم أساليب التحوط ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية.

جاء في طليعة تلك الأساليب تحسين جودة الرقابة المالية على أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تدخُّل البنوك المركزية العربية باتخاذ إجراءات وقائية لمنع فقاعات أسعار الأصول المالية، وسعي هيئات الأوراق المالية العربية بما تملكه من أنظمة للرقابة والتفتيش وطرق لإنفاذ القوانين إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادل وكفاء لجميع المتعاملين، واستباق ومعالجة أي حدث طارئ وجديد يؤثر على سلامة السوق، وتغطية أي نقص أو قصور في القوانين أو اللوائح المنظمة لعمل الأسواق.

كما يعدُّ أسلوب التطبيق الجيد لحوكمة الشركات أداة فعالة لإنضباط نشاط الشركة، يوفر الأساس لبيئة أعمال مستقرة، وينبغي الإشارة إلى مبدأ الإفصاح والشفافية الذي يعتبر الأهم عند إدراج الشركات في بورصات الأوراق المالية، ولتحقيقه في البورصات العربية ينبغي التوسع في تفاصيل المعلومات المالية، والتحول من الإفصاح الإختياري إلى الإفصاح الإلزامي، وكذلك تطبيق الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية. ويؤكد الباحث على الدور المهم الذي تلعبه نظم الإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية العربية، إذ أنها أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض السوق لأزمة مالية لرصدها، وأخذ الإحتياطات وتدابير أساليب لمواجهةها في وقت كافٍ.

ويؤدي اندماج وتكامل أسواق الأوراق المالية العربية إلى رفع الكفاءة التشغيلية وزيادة عمق السوق وتنويع الخدمات والمنتجات المالية، وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، هذا وأن اندماج أسواق الأوراق المالية يجابه انتقال آثار العدوى في أوقات عدم الإستقرار المالي.

وإلى جانب كل هذه الأساليب، توجد أساليب حمائية أخرى ترفع هي الأخرى من مناعة أسواق الأوراق المالية العربية ضد الأزمات المالية كمكينة أنظمة التداول، إيقاف الإستثمار الإحتيالي بطريقة "Ponzi"، وصناعة أسواق الأوراق المالية العربية بإيجاد الحلقة المفقودة المتمثلة في صانع السوق.

الفصل الرابع: المنهج الإسلامي في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية

المبحث الأول: أسباب الأزمات في سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي

المبحث الثاني: الحماية من الأزمات بالأدوات والأصناف والضوابط الإسلامية

المبحث الثالث: النحول إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية

الفصل الرابع:

المنهج الإسلامي في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية

تهديد:

كشفت الأزمات المالية العالمية السابقة أنَّ النظام المالي والمصرفي الرأسمالي هو السبب الرئيس في إيجاد تلك الأزمات بجميع أبعادها الإقتصادية والمالية والمصرفية، وذلك واضحاً، فأدواته وتعاملاته تقوم على الفائدة الربوية، والبيع المحرمة، والأخلاق الفاسدة، والمبادئ والقواعد التي تحمل في طياتها عوامل الفناء والزوال، حيث أدى ذلك كله إلى إيجاد إقتصاد واه يوشك أن ينهار عند التعرُّض لأبسط الأسباب، لولا تدخل الحكومات لإنقاذه، كما حصل في سنتي 2008 و2010 وما بعدهما.

وفي إطار السعي نحو البحث عن حلول لتلك الأزمات القوية (وبخاصة أزمة 2008)، برز النظام المالي الإسلامي إلى الواجهة، وتفرد مهندسته المكوّنة من الأدوات المالية والأساليب التمويلية الإسلامية المتنوعة والضوابط الشرعية التي يمكن الإعتماد عليها في إدارة الأزمات المالية والتحوُّط لها مستقبلاً، ليثبت بذلك متانته ومناعته في صد الأزمات وحفظ الإستقرار، وما الدعوات التي صدرت مؤخراً من الفاتيكان وفرنسا وغيرهما لاعتماد صيغ العمل المصرفي الإسلامي في المؤسسات المصرفية الأوروبية والدولية إلا دليل على ذلك.

وإنطلاقاً من الدور العام للمنتجات المالية الإسلامية في الإدارة والتحوُّط للأزمات، جاء هذا الفصل ليوظف تلك المنتجات في حماية أسواق الأوراق المالية العربية وإدارة أزماتها وفق منهجية إسلامية منطقية، وذلك على النحو التالي الذي تتضمنه مباحث هذا الفصل المتسلسلة:

- **المبحث الأول:** أسباب الأزمات في سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي.
- **المبحث الثاني:** الحماية من الأزمات بالأدوات والأساليب والضوابط الإسلامية.
- **المبحث الثالث:** التحول إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية.

المبحث الأول: أسباب الأزمات في سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي

إن عمق فهمنا لآليات التعامل داخل أسواق الأوراق المالية الثانوية، ومدى قدرتنا على تمييز مشروعية تلك الآليات من عدمها بعد إسقاط الضوابط الشرعية عليها، يعد أمراً في غاية الأهمية لمنع ظهور الأزمات المالية في هذه الأسواق. فإجراءات التعامل داخل بورصتنا العربية - والبورصات الوضعية الأخرى - ترتبط في كثير من الأحيان بأساليب ملتوية أو غير شرعية، وهي بحملها تقوم إما على صورة المضاربة غير الشرعية والتلاعب بأسعار الأوراق المالية، وإما على صورة بيع الديون، مع اقتزان ذلك كله بالربا، وتؤدي غالباً إلى الوقوع في دائرة الأزمات.

المطلب الأول: المضاربة غير الشرعية والمقامرة

نتج عن ظهور المشتقات المالية في الإقتصاد المعاصر وتزايدها المتسارع بعد ظهور أسواق منظمة لها، ما يسمى بـ "صناعة المخاطر"، والتي تقوم على التعامل في عقود احتمالية لشراء أو بيع المخاطر لتقليلها أو الإستزادة منها، بهدف تعظيم الأرباح والعوائد. ويقع ضمن فئة العقود الإحتمالية عقدي المضاربة والقمار في الأسواق المالية.

1- المضاربة غير الشرعية:

1-1- مفهوم المضاربة غير الشرعية: لتعريف المضاربة، لجأ الإقتصاديون الماليون إلى نموذج التوازن العام والإلتزامات الإحتمالية، حيث جمع النموذج بين الإختيار للإستثمار بين فترات زمنية متعددة ووجود عدم التأكد. ويُقصد بالمضاربة هنا التعامل في الأصول المالية بالبيع والشراء في الأسواق المالية وليس المضاربة الفقهيّة. ويمكن تقسيم المنظرين للمضاربة إلى فئتين¹:

1-1-1- الفئة الأولى: تبنت فكر (كينز-هيكس) وتقول إن درجة الرغبة في تحمل المخاطر تميّز المضارب عن غيره، فمن يرغب في تحمل المخاطر يكون مضارباً، ومن وجهة نظر (كينز-هيكس) فإن السوق المستقبلية لها دور إجتماعي مفيد، إذ تحول الأسعار من المتحوّطين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر عالية إلى المضاربين الذين يتحملون مخاطر عالية.

1-1-2- الفئة الثانية: ويقودها الكتاب التطبيقيون، الذين يعرفونها بأنها: "بيع أو شراء صوريان للإستفادة من فروق الأسعار"، وعرفها أحمد محي الدين أحمد بأنها: "بيع أو شراء صوريان ليس بغرض الإستثمار، ولكن بغرض

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل إقتصادي شرعي، مجلة الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد الأول، جدة، السعودية، 1428/2007هـ، ص: 10-11.

الإستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الإرتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، والقيمة الإسمية والدفترية من ناحية أخرى¹. وعليه فيمكن تعريف المضاربة غير الشرعية بأنها تلك العمليات القائمة على الشراء و البيع الآجل للأوراق المالية بالتغطية، بدون أي نية للتقايض الفعلي أو الإنتفاع من الربح، وذلك للإستفادة من فروقات الأسعار الناتجة من تنبؤ في تغيرات قيم الأوراق المالية، مع الرغبة في ذلك تحمّل مستويات مختلفة من المخاطر. ومن التعريف السابق، يتبيّن لنا أن شراء الأوراق المالية مقابل تغطية هامشية، تعطي المضارب قدرة عالية على شراء كميات كبيرة من الأوراق المالية بمبالغ صغيرة، مسببة توسّعاً غير مرغوب فيه في حجم الصفقات، ومن ثمّ تُؤثّر في أسعار الأوراق المالية دون تعيّر فعلي في عرض هذه الأوراق أو في الظروف الإقتصادية المحيطة بسوق الأوراق المالية، كما أن مثل هذا النشاط لا يؤدي أي وظيفة إقتصادية نافعة، بل يضر في الواقع بالمستثمرين الحقيقيين، بما يتولد عنه تقلبات غير مناسبة في أسعار الأوراق المالية، وبإدخال عنصر الشك وعدم الإستقرار في استثماراتهم، وبالتالي التمهيد لنشوء أزمة مالية.

1-2- الأضرار الإقتصادية للمضاربة غير الشرعية: يكتنف المضاربة غير الشرعية عديد الأضرار الإقتصادية يجب الإلتباه لها وعدم إغفالها، نوجزها فيما يلي²:

- إن التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، غير المبررة بأسباب إقتصادية والنتيجة عن المضاربات، تؤدي إلى تقلبات كبيرة في الحاجة إلى السيولة في السوق المالية، مما يستوجب تدخل السلطات النقدية لحماية هذه السوق من الإنحيار.
- إن تقلبات السيولة وتدخل السلطات النقدية قد يؤدي إلى إعاقة السلطات النقدية عن تحقيق أهدافها الإقتصادية، والتي قد تكون السيطرة على التضخم أو تحقيق معدلات مرتفعة من النمو.
- إن التقلبات في أسعار الأسهم غير المبررة الناتجة عن المضاربات، تؤدي إلى سوء توزيع الموارد المالية، حيث تنتقل من صغار المضاربين إلى كبار المضاربين المحترفين، وتؤدي إلى خروج صغار المضاربين من السوق، وهذا يؤثر في كفاءة السوق المالية.
- إن عدم الإستقرار في سوق الأسهم يؤدي إلى عدم استقرار المؤسسات المالية التي تتعامل بشكل مباشر (أو غير مباشر) في هذه السوق، وهذا يتسبب في الإخلال بالنظام المالي والإضرار بالإقتصاد.

¹ أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الطبعة الأولى، 1415هـ، ص: 484.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل إقتصادي شرعي، مرجع سبق ذكره، ص: 28-29.

- إن الاتجاه المتزايد إلى التكامل في سوق رأس المال جعل الارتباط بين المؤسسات المالية كبيراً، كذلك اعتمادها على بعضها البعض، لذلك فإن عدم الإستقرار الناتج عن المضاربة يؤدي إلى ارتفاع المخاطر العامة للسوق بصفة عامة.
- إن التغيُّر العشوائي لسلوك أسعار الأسهم ينتج عن مضاربات محمومة من قبل مضاربين صغار، ليس لديهم المعلومات الكافية، وعن سلوك غير أخلاقي من قِبَل سماسرة السوق. وهذا يؤدي إلى تداول سريع مصطنع للأسهم وارتفاع في الأسعار، وهذا يضلل حملة الأسهم، إذ لا يمكنهم التمييز بين الإرتفاع الناتج عن نمو في الشركة، والإرتفاع الناتج عن المضاربة على سعر السهم، وبالتالي لا يستطيعون محاسبة الإدارة في الشركة¹.

وكحكم عام على المضاربة بعدم جوازها شرعاً في أسواق الأوراق المالية، نجد في ذلك تحليلاً لإبن القيم الجوزية -رحمه الله تعالى- حيث يقول: وأما إذا لم يكن عنده فإنه لا يفعلها إلا إذا قصد التجارة والربح، فيبيعه بسعر ويشتره بأرخص منه، ثم هذا الذي قدَّره قد يحصل كما قدَّره وقد لا تحصل له تلك السلعة التي يسلف فيها إلا بثمن أعلى مما سلف فيندم، وإن حصلت بسعر أرخص من ذلك قدم السلف، إذا كان يمكنه أن يشتره هو بذلك الثمن، فصار هذا من نوع الميسر والقمار...².

2- المقامرة:

يعد مصطلح المقامرة من المصطلحات الغامضة، فقد أُدخل فيه ما ليس منه، وعُرف بتعاريف لا تدل على حقيقته بل زادته غموضاً، مثلاً: عُرف بالغرر وبالمخاطرة، وعُدَّ من مكُوناته اللعب والحظ والخداع، ورُبط ببعض العقود كعقد التأمين، وكل ذلك ليس صحيحاً، لأن هذه العناصر ليست حكراً على عقود المقامرة بل تدخل في بقية العقود، لذلك لا بد من التعرض لمفهومه، وذلك على النحو التالي:

المقامرة هي: "التردد بين الغرم والغنم"³، أي ما يكون فاعله متردداً بين أن يغنم أو أن يغرم، أو هي "كل لعب على مال يأخذه الغالب من المغلوب بحيث إذا غنم أحدهما غرم الآخر"⁴، أي أن أحدهما لا يربح إلا على حساب الآخر، فحتمية حلول الخسارة بأحدهما واردة قبل تنفيذ العقد. وقد دعا النظام الإقتصادي الإسلامي إلى تحريم العقد الذي يتضمن حتمية الخسارة لأحد المتعاقدين.

¹ Kia Amir, **Speculative Activities, Efficiency and Normative Stock Exchange**, Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economics, vol. 13, 2001, pp: 50.

² ابن القيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، مطبعة مصطفى البابي الحلبي، القاهرة، 1391هـ، الطبعة الثانية، الجزء الرابع، ص: 318.

³ باسم أحمد عامر، الجوائز -أحكامها الفقهية وصورها المعاصرة-، دار الفنائس، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 45.

⁴ رفيق يونس المصري، الميسر والقمار -المسابقات والجوائز-، دار القلم، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، ص: 31.

وتختلف المضاربة عن القمار، حيث فرق Brenner بينهما، فالقمار في رأيه سلوك يهدف فيه المقامر إلى الكسب المالي بدون أي مهارة، أما المضاربة فهي سلوك يهدف فيه المضارب إلى الكسب المالي باستخدام مهاراته، وهذا لا ينطبق على لعب الحظ، ففي المضاربة يتخذ المضارب قراره بناءً على تقديره الذي يخالف تقديرات الآخرين أو تقديرات السوق، وهو هنا لا يعرف مدى صحة أو خطأ تقديره، وبالتالي لا يعرف المضارب قيمة احتمال صحة قراره¹. أما عن أوجه الشبه بين المقامرة والمضاربة، هو أنه في الحالتين يكون الربح المالي السريع هو المحفز للسلوك، كما أن مبلغاً صغيراً من المال يمكن أن يؤدي إلى مكاسب مضاعفة، وهذا لا يوجد في الأنشطة الاقتصادية التقليدية².

المطلب الثاني: إنتشار المعاملات الفاسدة القائمة على المضاربة غير الشرعية والمقامرة

يستعرض الباحث في هذا المطلب أهم صور البيوع والشراءات والتعاملات القائمة على المضاربة غير الشرعية وعلى المقامرة داخل سوق الأوراق المالية، والتي يتمثل أهمها في الآتي³:

1- البيع على المكشوف أو البيع القصير:

يُقصد بالبيع على المكشوف بيع أوراق مالية لا يكون في نية البائع تسليمها، إما لأن البائع لا يملكها أساساً عند إتمام عملية البيع وهذا الغالب دائماً، أو لا ينوي أن يسلمها وقت البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مالية مقترضة من السمسار، وهذه الطريقة هي إحدى وسائل المضاربة بالأوراق المالية، ويعمد المتعاملون إلى التعامل بهذه الطريقة عندما يتوقعون انخفاض سعر إحدى الأوراق المالية مستقبلاً، وذلك بهدف الحصول على الربح وهو الفرق بين السعر الحالي والسعر المتوقع⁴.

¹ Brenner, R, **Gambling and Speculation: A Theory, A History and Future of Some Human Decisions**, Cambridge: Cambridge Press, 1990, pp: 112.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل إقتصادي شرعي، مرجع سبق ذكره، ص: 11-12.

³ أنظر في ذلك:

- فياض عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط1، 1998، ص: 307 وما بعدها.

- دوايه أشرف محمد، الأزمة المالية العالمية، رؤية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ط1، 2009، ص: 36-52.

- دوايه أشرف محمد، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، ط1، 1427 هـ / 2006م، ص: 57-79.

- الزحيلي وهبه، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سورية، ط4، 1428 هـ / 2007م، ص: 483-513.

- القره داغي علي محيي الدين، الأزمة المالية العالمية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط1، 1430 هـ / 2009م، ص 78-96.

- البراوري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سورية، ط2، 1426 هـ / 2005م، ص 184-246.

⁴ أنظر:

- محمد صالح جابر، الإستثمارات بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، وزارة الثقافة والإعلام العراقية، بغداد، الطبعة الأولى، ص: 25.

- معبد علي الجارحي، النظام النقدي والمالي في الإقتصاد الإسلامي، مجلة أبحاث الإقتصاد الإسلامي، المجلد الثالث، العدد الثاني 1404 هـ،

المركز العالمي لأبحاث الإقتصاد الإسلامي، جدة، ص: 13.

- أما الحكم الشرعي للبيع على المكشوف"، فوجدنا أن شرعيته يُعترض عليها بعدة إعتراضات، وهي:
- إن هذا البيع يعد مقامرة لأن سعر السهم قد ينخفض، وقد لا تصدق توقعات المستثمر بارتفاع الأسعار، وبذلك يكون المستثمر ضحية هذا التعامل، وقد يتحمل خسائر فادحة، خاصة إذا كانت كمية الأسهم المشتراة كبيرة وأسعارها مرتفعة.
 - إن في هذا التعامل تضليلاً للمشتري، إذ أن البائع يسلم أوراقاً مالية مقترضة وليست ملكاً للبائع. وهذا يتصادم مع قاعدة أصلية في البيوع في الفقه الإسلامي "لا تبع ما ليس عندك" وذلك من حديث حكيم بن حزام رضي الله عنه قال: "قُلْتُ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، يَأْتِينِي الرَّجُلُ، فَيَسْأَلُنِي عَنِ الْبَيْعِ لَيْسَ عِنْدِي مَا أُبِيعُهُ مِنْهُ ثُمَّ أُبْتَاعَهُ مِنَ السُّوقِ، فَقَالَ: "لَا تَبِعْ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ"¹.
 - إن السمسار الذي يقترض ما لديه من أوراق مالية يملكها عمالؤه يُعين المتعاملين بالبيع القصير على القمار.
 - إستغلال الوسطاء المتخصصين لهذا النوع من التعامل للربح على حساب أغلبية المتعاملين، إذ يحاولون تخفيض أسعار الأسهم إذا ارتفعت ارتفاعاً ملحوظاً ونفذت الكمية في محافظهم، وذلك بدفع الأسعار إلى الهبوط.
 - يضاف إلى ذلك أن من شروط صحة العقد أن يكون المعقود عليه موجوداً عند إجراء العقد، وهذا الأمر منتف في هذه الصورة، وأنها تدرج ضمن بيع الغرر المتعدد بين الوجود والعدم، والتي تشبه القمار، فمنهى الشارع عنها.
- وقد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد بمملكة البحرين عام 1412هـ/1991م، فجاء فيه ما له علاقة بهذه الصورة، حيث نص على الآتي: "إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجرى على المكشوف؛ أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجرى في السوق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً، لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد، ويسلمه في الموعد، وهذا منهى عنه شرعاً لما صحَّ عن رسول الله صلى الله عليه وسلم أنه قال: لا تبع ما ليس عندك".

¹ رواه الخمسة: أحمد (402/3)، وأبو داود (3503)، والترمذي (1232)، والنسائي (كبرى) (39/4)، (مجتبى) (289/7)، وابن ماجه (2187)، وصححه الشيخ الألباني في (الإرواء) (1292).

2- بيع أو توريق الديون:

تنشأ الديون في النظام الإقتصادي الرأسمالي غالباً من خلال القروض الربوية التي تقدمها المصارف الربوية¹، وهذه تؤدي بدورها إلى بناء اقتصاد وهمي، لأن قيمة الديون مع فوائدها تفوق القيمة النقدية الحقيقية للنشاط الإقتصادي، وهذا يعني أن الدخل الناتج من النشاط الإقتصادي يذهب لتسديد الديون مع فوائدها، وقد يصل إلى مرحلة يعجز عن تسديدها، فيقع بالتالي في الأزمات، ذلك لأن نمو المديونية في هذا الإقتصاد الوهمي تكون أسرع من نمو الثروة والتي تذهب لصالح خدمة الدين.

ويقصد بتوريق الديون تجميع حزمة من القروض أو الديون المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل، والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها وإصدار أوراق مالية جديدة مضمونة بتلك الأصول. وبذلك يعمل التوريق على تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية (إصدار سندات) قابلة للتداول داخل البورصة، ومنذ فترة السبعينات من القرن الماضي ازداد الإهتمام بنشاط التوريق من خلال بيع قروض الرهن العقاري، وبحلول فترة الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، حيث اعتمدت قروض الإسكان في الولايات المتحدة على الرهن العقاري، وتجميع الديون العقارية الأمريكية وتحويلها إلى سندات مضمونة بتلك الأصول العقارية، وتسويقها من خلال الأسواق المالية².

ولقد درس مجمع الفقه الإسلامي نظام التوريق "أي بيع الديون" في دورته الحادية عشرة المنعقدة بتاريخ 1419هـ/1998م، فأصدر بشأنه القرار رقم 92 (11/4)، والذي تضمن تحريم التعامل به، وهذا نصّه: "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه يبيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل"³.

¹ أنظر في ذلك:

- سويلم سامي، الأزمة المالية العالمية رؤية إسلامية، المنتدى الدولي الثالث حول "إستراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات" يومي 2009/25/24، جامعة الشلف.

- الرفاعي حسن محمد، دور صيغ الصيرفة الإسلامية في إدارة الأزمة الراهنة، بحث قَدّم إلى مؤتمر تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال: التحديات، الفرص، الآفاق، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10-11/11/2009، ص: 08-09.

² دوايه أشرف محمد، الأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص34.

³ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 101 (4/11) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، المؤتمر الحادي عشر بالمنامة في مملكة البحرين، 25-30 رجب 1419هـ، الموافق لـ 14-19 نوفمبر 1998م.

3- الشراء بالهامش:

يُعد الشراء بالهامش¹ من وسائل المضاربة بالسوق، وهو أن يشتري المستثمر أوراقاً مالية تكون قيمتها أعلى من المبلغ الذي يجوزته، وفي سبيل إتمام صفقة الشراء يقوم المستثمر بسداد جزء من قيمة الصفقة نقداً، بينما يُسدد الباقي بقرض بضمان الأوراق المالية محل الصفقة. ويُستخدم في أسواق الأوراق المالية نوعان من الهامش:

3-1- الهامش المبدئي: والمراد به قيمة المدفوعات النقدية لصفقة الشراء التي دفعها المستثمر من أمواله الخاصة، ويحدد هذا الهامش بنسبة معينة من قبل البنك المركزي*، وعادة لا تزيد عن 60%² من قيمة الصفقة، إلا أن للبورصة أو مؤسسات السمسرة أن تحدد نسبة الهامش بنسبة أعلى مما يحدده البنك المركزي³. وتتحدد نسبة الهامش المبدئي بنسبة الفرق بين القيمة السوقية للورقة المالية محل التعامل وقيمة القرض المطلوب إلى القيمة السوقية للورقة، أي:

$$\text{نسبة الهامش المبدئي} = \frac{\text{عدد الأوراق المالية محل التعامل سعر شراء الورقة المالية} - \text{قيمة القرض}}{\text{عدد الأوراق محل التعامل سعر شراء الورقة المالية}}$$

3-2- هامش الوقاية (هامش الصيانة): ويمثل الحد الأدنى الذي يشترط أن لا تقل عنه حقوق الملكية المتمثلة في الفرق بين القيمة السوقية لمجموع الأسهم المرهونة، وبين المبلغ المقرض، وتُحسب نسبته بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة هامش الوقاية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية} - \text{قيمة القرض}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية محل الرهن}}$$

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر:

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

- حسن بن غالب آل دائلة، الشراء بالهامش (الـMargin)، بحوث ودراسات، بحث منشور على الموقع التالي:

<http://islamtoday.net/bohooth/artshow-86-9253.htm#8> consulté le : 18/12/2010.

- خالد بن إبراهيم الدعيجي، الشراء بالهامش وأحكامه الشرعية، مجلة البيان، العدد 219، مقال من الموقع الإلكتروني للمجلة:

<http://www.albayan-magazine.com/bayan-219/images/logo.gif> consulté le : 18/12/2010.

* يعتمد البنك المركزي على رفع نسبة الهامش إذا لاحظ ارتفاع مستويات الأسعار بصورة غير طبيعية بسبب ارتفاع حدة المضاربة، ويؤدي هذا الرفع لنسبة الهامش إلى انخفاض الطلب على الأسهم والعملات تبعاً لذلك. وكذا يعتمد إلى خفض نسبة الهامش إذا ضعف نشاط البورصة، وقلَّ الإقبال على الشراء حتى يتمكن المستثمرون من الحصول على القروض، وبالتالي يزيد الإقبال على السوق مرة أخرى، وهكذا فالبنك المركزي يتحكم في نشاط السوق قوة وضعفاً عن طريق الهامش.

² منير هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

³ أنظر:

- منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

- خالد الراوي، الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

وتمثل هذه الصورة تعاملاً ربوياً واضحاً، فالقرض الذي يقدمه السمسار للمشتري لمساعدته على شراء الأوراق المالية هو قرض ربوي. وقد يقوم السمسار بالإقراض من المصارف بفائدة بضمان تلك الأوراق المالية، ويضاف إلى ذلك أن صورة المقامرة متوفرة في هذه الصورة بناءً على قصد المتعامل بها. وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي (رقم 63 (1/7)) في دورته السابعة المخصصة للأسواق المالية سنة 1992 على الآتي: "لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار للمشتري لقاء رهن السهم، لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن، وهما من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكتابه وشاهديه"¹.

ولذلك، فالذي يظهر للباحث عدم جواز التعامل بالهامش لتضمنه الربا من طريقين:

- الأول: حين يُقرض السمسار العميل؛ ففي الغالب يكون بفائدة.
- الثاني: عندما يقوم السمسار برهن الأوراق المالية المشتراة لحصول على الأموال حتى يستفيد من إقراضها للآخرين.

4- العمليات الباتة* (القطعية):

العمليات الباتة هي العمليات التي يُحدّد تنفيذها بموعد ثابت يتفق عليه الطرفان، وتتميز هذه العمليات بأن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتم عند عقد الصفقة، وإنما في موعد التسوية النهائية الذي يسمى موعد التصفية².

وتصنّف هذه الصورة ضمن العمليات الآجلة التي تجري في البورصة، وهي تقوم على التوقعات والتنبؤات الدقيقة باتجاه السوق، لذلك فإن المتعاملون في البيوع الباتة معرضون لخسارة غير محدودة، ويؤدي تنفيذ البيع البات إلى خسارة أحد المتعاملين -البائع أو المشتري- إلا إذا كان السعر يوم التصفية معادلاً لسعر البيع ذاته. وصورة المقامرة في هذه الصورة واضحة، لأنها قائمة على التوقعات والتي قد تصيب وقد تخطئ، ولذلك هي محرمة - إذا قام البائع ببيع أوراق مالية لا يملكها كما يجري غالباً داخل البورصة - للآتي:

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، المؤتمر السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412 الموافق 9 - 14 ماي 1992م.

* تسمى "الباتة"، تمييزاً لها عن عقود الاختيارات الآتية، وذلك لأن العاقدين ليس لهم حق الرجوع أو الخيار في تنفيذ العملية، ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية إلى موعد آخر.

² أنظر:

- عبد الله بن محمد بن حمد الرزين، أسواق المال، سلسلة الرسائل الجامعية، عدد 65، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1427هـ/2006، ص: 172-173.
- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره.
- يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، ص: 10-11. مقال من موقعه الإلكتروني التالي:

- يقوم المضارب على الهبوط في الغالب ببيع أوراق لا يملكها، ثم يقوم بشرائها بالسعر المنخفض، ويسلمها إلى المشتري بالثمن المتفق عليه مسبقاً، وقد تبين أن البيع على المكشوف باطل.
- لا يكون الهدف من هذه العمليات تسليم المبيع وقبض الثمن في الموعد المحدد، بل يكون مجرد اللعب على الأوراق المالية بطريقة القمار والمخاطرة، فكل طرف حريص على أن يفشل الطرف الآخر، ليكون ذلك في مصلحته.

5- العمليات الشرطية:

يُطلق عليها أيضاً عقود الإختيارات أو الإمتيازات أو العمليات الآجلة بشرط التعويض، والمراد بها العمليات التي يتوقف تنفيذها على شرط يتفق ومصلحة أحد المتعاقدين، ويراد بهذا الشرط إما تحديد قيمة الخسارة على أحدهما بدفعه مبلغ معيّن يُطلق عليه "تعويض"، وإمّا زيادة أرباحه إذا جاءت تقلبات الأسعار بما يوافق مصلحته، وهي تختلف عن العمليات العادية بأن ربحها غير محدود وخسارتها تقف عند حد التعويض المدفوع¹. ويفهم مما سبق أن هذه العمليات قائمة على التوقعات، وأن صورة المقامرات موجودة فيها من قبل صاحب الخيار. لذلك ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 63 (7/1) الصادر سنة 1992 بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالإختيارات، حيث جاء فيه: "إن عقود الإختيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنضوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالملاً ولا منفعة، ولا حقاً مالياً يجوز الإعتياض عنه، فإنه عقد غير جائز شرعاً، وبما أن هذه العقود لا تجوز فلا يجوز تداولها"².

6- التعامل بالمؤشر:

يتم التعاقد على عقود معينة من المؤشر وكأنه سلعة من السلع، فيقال مثلاً: كل عقد يساوي ألف وحدة في المؤشر، فلو ارتفع المؤشر يحقق المشتري ربحاً، ولو انخفض يحقق خسارة، وعكس ذلك بالنسبة لمن يبيع المؤشر، ولا يعني شراء المؤشر أو بيعه شراء وبيع الأسهم المعتبرة في حسابه. وكما توجد الإختيارات على الأسهم والسندات كذلك توجد تلك الإختيارات على المؤشرات، واختيار المؤشر لا يتضمن ورقة مالية بعينها، بل يتضمن مؤشراً، فإذا ارتفع ربح من قامر على ارتفاعه، وخسّر من قامر على الإنخفاض³.

¹ رفعت السيد العوضي، د. علي جمعة، موسوعة الإقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، المجلد الحادي عشر: الأسواق المالية في الإسلام، دار السلام للطباعة والنشر والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010، ص: 367.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره.

³ للإطلاع على أمثلة واقعية حول التعامل بالمؤشر ونتائجه السلبية، راجع: كوفل مايكل، أسرار البورصة: كيف يصنع كبار المضاربين ملايين الدولارات مع صعود الأسواق وهبوطها؟، ترجمة رشا جمال، الدار العربية للعلوم - ناشرون، بيروت، لبنان، ط1، 1428هـ/ 2007م، ص 193.

ويظهر جلياً أن التعامل بالمؤشر صورة من صور القمار الذي ينتشر في أسواق الأوراق المالية. لذلك ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 63 (1/7) الصادر سنة 1992، إلى حرمة التعامل بالمؤشر، حيث جاء فيه: ولا يجوز بيع وشراء المؤشر، لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"¹.

المطلب الثالث: التلاعب بأسعار الأوراق المالية

يقود التلاعب بأسعار الأوراق المالية إلى إعاقاة وتشويه أسعار السوق وزيادة حدة تقلباتها، كما يسهم في زيادة غبن المستثمرين ويضعف ثقتهم في نزاهة السوق.

1- تعريف التلاعب:

ينصرف مفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً إلى التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق. وقد وُجد التلاعب في الأسواق المالية منذ نشأتها، إذ عادة ما يشير الباحثون في هذا المجال إلى التلاعب الذي كان يحدث في سوق أمستردام المالية². ومن أشهر حالات التلاعب التي أدت إلى سن نظم ومؤسسات قائمة إلى اليوم هي تواطؤ مجموعات من المتداولين (بنوك استثمارية، وصانعي أسواق وكبار مسؤولي الشركات) على رفع أسعار الأسهم في سوق نيويورك فيما أصبح يعرف بتواطؤ الأسهم (stock pool)، والذي ترتب عليه سن قانون الأوراق المالية في عام 1933م، ثم قانون الأسواق المالية وإنشاء هيئة السوق والأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1934³.

2- المضاربة والتلاعب:

تمت الإشارة إلى أن المضاربة تشمل التداول بهدف تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان يصنعها⁴. ويدخل تحت المضارب بناء على هذا التعريف المضارب المطلع والمضارب المتطفل. كما يدخل تحت تصنيف المضارب المتطفل المتلاعب المغرر لغيره من المتداولين بالقول أو الفعل من خلال نشر الإشاعات أو التصريح بمعلومات خاطئة، أو تنفيذ صفقات تولد أسعاراً أو كميات تفسد معلومات وتوقعات بقية المتداولين، ويتصرف بناء عليها لمصلحته. فالمتلاعب باختصار يهدف إلى رسم صورة مختلفة للسوق، يأمل أن يخطف المتداولون الآخرون في اعتبارها صورة حقيقة لما

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره.

² أسست السوق في عام 1602م، وفيها تم التداول المستمر لأول مرة بأسهم وسندات شركة شرق الهند الهولندية.

³ Allen, F. and Gale, D, **Stock Price Manipulation**, The Review of Financial Studies 5, 1992, p: 503.

⁴ السحيباني محمد، المضاربة في الأسواق المالية مع الإشارة لحالة سوق الأسهم السعودية، ورقة عمل قدمت في ورشة عمل في مقرر جريدة الاقتصادية، 1428/4/6هـ.

يجري في السوق¹. وحسب هذا التصنيف يدخل المتلاعبون ضمن المضاربين، غير أن المضارب المغرر يفترق عن غيره من المضاربين في أنه يصنع المعلومات التي يستخدمها في إستراتيجية تداوله، في حين أن المضاربين الآخرين يتداولون بناء على معلومات عامة أو خاصة استأثروا بها على غيرهم.

3- أنواع التلاعب:

متابعة لـ (Allen and Gale, 1992)، يمكن تصنيف التلاعب إلى ثلاثة أنواع²:

3-1- التلاعب المؤثر في القيمة: ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة. ومن حالات التلاعب التي تذكر عادة تحت هذا النوع التلاعب المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، وتم العدول عن العرض.

3-2- التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة: ويحدث عندما يقوم المتلاعب بنشر معلومات غير صحيحة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ، بما يؤدي إلى التأثير على توقعاتهم حول القيمة. ويدخل في ذلك نشر الشركة المساهمة معلومات مضللة حول وضعها المالي، وقيام بعض المحللين بالتوصية أو إعطاء معلومات إيجابية لأسهم يملكونها. ويلحظ أن تطور تقنيات المعلومات والاتصالات وخاصة الإنترنت والهاتف المحمول سهل من عملية نشر المعلومات المضللة حول قيم الأسهم سواء من خلال المنتديات، أو البريد الإلكتروني، أو رسائل الجوال.

3-3- التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة: ويحدث عندما يقوم المتداول بتنفيذ تداولات تحدث آثاراً مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة في السوق، بما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية محل التداول. وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً. وقد يكون التداول الذي يتم في هذه الوسيلة حقيقياً استناداً للقوة المالية للمتلاعب، أو صورياً من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق.

4- نماذج من الدراسات النظرية والتطبيقية حول التلاعب:

جمع الباحث ولخص أهم الدراسات النظرية والتطبيقية حول التلاعب في أسواق الأوراق المالية، وعرضها في

الجدول رقم (04-01) التالي:

¹ محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد والتمويل، الرياض، 27 صفر 1429هـ / 5 مارس 2008م، ص: 17-19.

² Allen, F. and Gale, D, *Stock Price Manipulation*, op.cit, p: 529.

جدول رقم (04-01):

عينة من الدراسات النظرية والتطبيقية حول التلاعب في أسواق الأوراق المالية.

الدراسات النظرية حول التلاعب	
موضوع الدراسة	الدراسة
درست التلاعب من خلال الشراء ثم البيع فقط، وأنه ينجح بسبب تباين معلومات المتداولين حول من يقوم بالشراء هل هو مطلع أم متلاعب.	Allen and Gale (1992)
ركزت على حالة التلاعب التي يقوم فيها مطلعون (مثل المحللين الماليين والمتابعين للسوق في الصحف) بإعلان توقعات حول مستقبل سعر السهم لا تتفق مع تقييمهم للسهم.	Benabou and Laroque (1992)
درست استراتيجيات التلاعب لكبار تجار الأسهم. وتوصلت إلى إمكانية تحقيق هؤلاء لأرباح منخفضة المخاطر بشرط وجود زخم دافع لتغير سعر السهم في اتجاه واحد (ارتباط موجب بين التغير في السعر)	Jarrow (1992, 1994)
درست التلاعب الذي يحدث قبيل عمليات الاستحواذ.	Bagnoli and Lipman (1996)
خصصت فصلاً مستقلاً لتحليل التلاعب مع ربطه بنظريات البنية الجزئية للأسواق المالية.	Harris (2000)
ركزت على دور الإشاعات في التلاعب بالأسعار.	Van Bommel (2003)
توصلت إلى أن المضاربين يمكن أن يستغلوا التحيز الفطري الملاحظ في سلوكيات وقرارات المستثمرين للتلاعب بالسوق.	Mei, Wu, and Zhou (2004)
كتاب مرجعي في التلاعب في السوق، قدم في فصله الثاني والرابع ملخصاً للنظريات الاقتصادية ذات العلاقة بالتلاعب، وتحليلاً اقتصادياً لأنواع التلاعب وآلياته.	Avgouleas (2005)
درست أثر التلاعب على دور الأسعار في تخصيص الموارد، مع التركيز على التلاعب الذي يتم من خلال البيع المسبق.	Goldstein and Guembel (2007)
الدراسات التطبيقية حول التلاعب	
موضوع الدراسة	الدراسة
وثقت التلاعب الذي سبق انهيار السوق المالية الأمريكية في عام 1929م، وأدى إلى سن نظام الأوراق والسوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.	Galbraith (1972), Mahoney (1999) Jiang, Mahoney, and Mei (2004)
أثبتت وجود تلاعب في سوق فنلندا المالية من خلال التلاعب بسعر الإغلاق.	Felixon and Pelli (1999)
ركزت على التلاعب في سوق الصين المالية وأثره في الحد من تطور السوق ونزاهة إدارة الشركات المساهمة.	Walter, Carl, and Howie (2003)
قدمت دراسة إحصائية للحالات التي أديننت بالتلاعب من قبل هيئة السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1990 و 2001م، ويبلغ عددها 142 حالة.	Aggarwal and Wu (2003)
درست الحالات التي رفعتها سوق استراليا المالية للتحقيق أو للمحاكمة خلال 14 عاماً (1989-2002م) والتي بلغ عددها 360 حالة.	Rydge and Comerton-Forde (2004)
اختبرت صحة نموذج الدراسة النظرية المشار إليها في نفس الجدول باستخدام القضايا التي رفعتها هيئة السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ضد المتلاعبين، وتوصلت إلى أنها تتفق مع نتائج النموذج.	Mei, Wu and Zhou (2004)
درست إمكانية حدوث تلاعب في التداولات اليومية في سوق كراتشي المالية لكل شركة من شركات الوساطة، لمدة عامين ونصف (ديسمبر 1998 إلى أغسطس 2001م).	Khawaja and Mian (2005)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المصدر: محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص: 17-19.

ومن خلال استقراء النتائج التي توصلت إليها الدراسات أعلاه، لا سيما النظرية منها، يمكن الخروج بجملة من الإستنتاجات العامة تُبرز من خلالها المخاطر والآثار السلبية للتلاعب ودوره في توليد الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية:

- هناك اتفاق بين الإقتصاديين على أن التلاعب في الأسواق المالية يعوق كفاءة أسعار السوق، لأنه يستدرج المتداولين لتوفير السيولة، وتنفيذ الصفقات عند أسعار تتعد بدرجة أو بأخرى عن قيم الأوراق المالية.
 - يزيد التلاعب من احتمال غبن جمهور المستثمرين في السوق، مما يضعف ثقة المتداولين في نزاهة السوق، كما يقلل من جاذبية السوق للمستثمرين الجادين والمطلعين، فينصرف أكثر المتداولين عن السوق وتنخفض سيولته.
 - التلاعب يزيد من حدة تقلب الأسعار والكميات.
 - يسهم التلاعب في تشويه الأسعار، وسوء تخصيص الموارد الاقتصادية.
 - يركز التلاعب توزيع الثروة في الاقتصاد، حيث يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة من جمهور المستثمرين إلى قلة من المتلاعبين.
- لقد اتضح للباحث في الأخير أن للتلاعب أثر سلبي على كفاءة السوق، أما في الأجل الطويل، فيؤدي استثناء التلاعب في السوق إلى زيادة احتمال وقوع الغبن في التداول، فتقل ثقة المتداولين في السوق، وينصرفون عنه، ما يتسبب في إضعاف سيولة السوق.

المبحث الثاني: الحماية من الأزمات بالأدوات والأساليب والضوابط الإسلامية

كان للأزمة المالية العالمية 2008، وبشكل خاص، دور في اتساع نطاق الأدوات والأساليب المالية الإسلامية، سواءً أكان ذلك على صعيد الدعوة لدراستها أو الدعوة لتشريعها أو السماح بالتعامل بها من خلال إصدار تشريعات قانونية تجيز اعتمادها في القطاع المالي والمصرفي، أو من خلال تحوّل عدد من المؤسسات المالية والمصرفية من القطاع المصرفي الربوي إلى قطاع المالية والمصرفية الإسلامية. ويُستفاد من هذا الطرح الأهمية البالغة للمنتجات المالية الإسلامية في علاج الإختلالات والأزمات المالية، ونشر الإستقرار المالي المستدام، وهو ما يُحاول الباحث الوصول إليه من خلال هذا المبحث بالتركيز على أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: أدوات التمويل الإسلامية وإدارة الأزمات المالية

حرّمت الشريعة الإسلامية الفائدة الربوية على القروض والإئتمان، وأحلت التمويل والإستثمار الحلال القائم على المشاركة وتفاعل رأس المال والعمل في إطار قاعدة الغنم بالغرم، كما حرّمت كذلك صور الغرر الجهالة والتدليس والمقامرة والغش والكذب والإشاعات والإستغلال وأكل أموال الناس بالباطل، وأكدت الإلتزام بالصدق والأمانة والتبيان. وسوف نركز على الصكوك الإسلامية، والمشتقات المالية الإسلامية كأهم أدوات التمويل الإسلامية لمعالجة الأزمات المالية:

1- الصكوك الإستثمارية الإسلامية:

رغم قصر عمر الصكوك الإسلامية، إلا أنها لعبت دوراً تنموياً كبيراً في السوق المالية بشكل عام والسوق المالية الإسلامية بشكل خاص، فقد ساهمت في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات المالية الإسلامية.

1-1- الحاجة الاقتصادية لإصدار الصكوك الإسلامية: تأتي أهمية الصكوك من الواقع الحالي للمصرفية الإسلامية الذي يشير إلى ضرورة الإسراع في تطوير واستحداث أوعية ادخارية تتناسب مع النمو المتسارع في حجم المدخرات من ناحية، وتوفير فرص لاستغلال هذه المدخرات في النشاط الإستثماري من ناحية أخرى، كما تتضح أهميتها من الهدف المأمول من إنشائها وهو إبراز وتعميق الدور الإستثماري للمصارف الإسلامية، ومن ثم تنشيط القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي يؤدي تلقائياً إلى إدارة الأزمات المختلفة. وإذا تحدثنا عن الحاجة الاقتصادية والمالية لإصدار الصكوك الإسلامية، نذكر الآتي:

- فتحت الصكوك الإسلامية المجال واسعاً لفئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في السندات ونحوها من المعاملات التي لا تراعي الضوابط الشرعية، وبالتالي فهي تعد صيغة بديلة للسندات الربوية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق.

- تعدد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية¹، فهي بذلك توفر احتياجات المشروعات العامة والخاصة، كما أنها من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة².
- تتميز الصكوك بمرونة عالية، فتنوعها جعلها مناسبة لمعظم أوجه النشاط التجاري والاستثماري، كما أنه يمكن إصدارها بأجال متعددة وعملات مختلفة، مما يتيح للمدخرين والمستثمرين حرية الاختيار للأداة المالية التي تتلاءم واحتياجاتهم.
- تصلح الصكوك الإسلامية لتمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية، وبذلك تحقق المشاركة بين الدولة والأفراد في الإعمار والتقدم³، كما أنها لا ترتب على الدولة التزامات ثابتة تجاه الممولين لأنها تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة.
- طرح الصكوك يوسع من الأدوات المالية، وينشط سوق رأس المال، فتقل الحاجة إلى الإقراض بالربا، فمع اتساع تداول الصكوك الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات السوق يقل الاعتماد على الديون بالفوائد.
- تُنمّي جانب الطلب على السيولة النقدية في السوق المالية، باعتباره أهم محرك للأموال في أي نظام مالي والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.
- يمكن أن يكون للصكوك الإسلامية دوراً اجتماعياً وإنسانياً وتكافلياً من خلال إصدار صكوك القرض الحسن، حيث يكون الغرض من إصدارها تحقيق تمويل حاجات عامة.
- وسيلة فعالة لتنشيط وتدويل بورصات الأوراق المالية فضلاً عن إتاحة الفرصة لتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة⁴.

¹ أنظر: محمد أمين نادية، صكوك الإستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 983.

² أنظر: العثماني محمد تقي، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ص: 01.

³ الشايحي وليد، الحجى عبد الله، صكوك الإستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 926.

⁴ دواية أشرف محمد، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1430هـ/2009م، ص: 28.

إن هذه الأهمية البالغة المستوحاة من إصدار وتداول الصكوك الإسلامية قد أوصلت فكرة هذه الصكوك إلى مستوى التداول العالمي مما يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام المالي الإسلامي¹.

1-2-1- الصور المختلفة للصكوك الإسلامية: يظهر مما تقدم أن الصكوك الإسلامية تسهم في تنمية النشاط الإقتصادي، والتي يمكن أن تتعامل بها المصارف الإسلامية، ويصار إلى تداولها في سوق الأوراق المالية، والتي تأخذ الصور الآتية²:

1-2-1- الأدوات (الصكوك) الخاصة:

أ- صكوك المشاركات:

- **صكوك المضاربة:** عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المضاربة بأنها: "وثائق مشاركة، تمثل مشروعات أو أنشطة تُدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"³. وعرّفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض بإصدار صكوك الملكية برأس مال المضاربة، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁴. ويمكن إصدار صكوك المضاربة على نوعين⁵، صكوك مطلقة وأخرى مقيدة وكلاهما طويلة الأجل.

- **صكوك المشاركة:** عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من

¹ انظر:

- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، الطبعة الأولى، 2007.

- القرّة داغي علي محي الدين، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، المجلد 15، الجزء 2، 1425هـ-2005، ص: 183-184.

² أنظر في ذلك: علي محي الدين القره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط1، 1423 هـ/ 2002م، ص329 وما بعدها.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم: 17، ص: 290.

⁴ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 05 الصادر بتاريخ 1988/08/04، العدد 04، الجزء 03، ص: 2161-2162.

⁵ سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، أيام 25-28/05/2003، ص: 10.

عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتُدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالإستثمار¹. وتشبه صكوك المشاركة إلى حد كبير صكوك المضاربة، ويظهر الاختلاف بينهما في أن المال في صكوك المضاربة يكون كله من طرف (أو مجموعة أطراف)، بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة (التي تصدر الصكوك للمستثمرين) تُعد شريكاً لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة، وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة². ومن أهم أنواع صكوك المشاركة هناك صكوك المشاركة المستمرة، صكوك المشاركة المؤقتة، وصكوك المشاركة المنتهية بالتعليك.

ب- صكوك البيوع:

- **صكوك المراجعة:** تعرف المعايير الشرعية صكوك المراجعة بأنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة أو خدمة مرابحة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"³. ومن خصائصها أنها تستند على عقد شرعي هو عقد المراجعة للأمر بالشراء⁴، وقد دلت الأدلة الشرعية على اعتباره وإقراره، وهو عقد يُؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك، كما تمثل صكوك المراجعة حصص ملكية شائعة في بضاعة المراجعة، ولذلك فإنها لا تقبل التجزئة في مواجهة مصدرها⁵. كذلك، يتميز التمويل عن طريقها بانخفاض درجة المخاطرة وارتفاع درجة الأمان فيه لتوفر درجة عالية من الضمانات، بخلاف كثير من الصيغ الإستثمارية، خاصة في ظل الأوضاع الإقتصادية غير المستقرة في أكثر البلدان الإسلامية⁶.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص: 290.
² علي نادية أمين، صكوك الإستثمار الشرعية، خصائصها وأنواعها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 990.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص: 289.
⁴ المراجعة للأمر بالشراء هي أن يطلب العميل من المصرف شراء سلعة معينة، يحدد جميع أوصافها، ويحدد مع المصرف الثمن الذي سيشتريها به العميل بعد إضافة الربح الذي يُتفق عليه بينهما. واعتماداً على صورة المراجعة للأمر بالشراء إنكرت صكوك المراجعة، التي تطبقها بعض الحكومات والمصارف. أنظر في ذلك:

- علي أحمد السالوس، معاملات البنوك الحديثة في ضوء الإسلام، دار الحرمين، قطر، بدون سنة نشر، ص: 90.
- محمد سليمان الأشقر، بيع المراجعة كما تجرّبه البنوك الإسلامية، دار النفايس، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 1415هـ/1995م، ص: 06.

⁵ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، 1426هـ/2005م، ص: 14.

⁶ أنظر: عبد العظيم أبو زيد، بيع المراجعة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 1435هـ/2004م، ص: 29.

- **صكوك السلم:** عرفت المعايير الشرعية صكوك السلم بأنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم لشراء سلعة مؤجلة التسليم، ومن ثمَّ تصبح سلعة السلم مملوكة ملكية شائعة لحملة الصكوك، من ثمَّ تُصَفَّى الصكوك ببيع السلعة بعد قبضها، والحصول على المبلغ الأصلي، إضافة إلى الربح المتحقق من بيع السلعة"¹. وتمثل صكوك السلم -بعد قفل باب الإكتتاب، وتخصيص الصكوك فيما أصدرت له- ملكية شائعة في بضاعة السلم. وبإمكان الدول النفطية أو تلك التي تتمتع بمواد خام أو حتى ثروات حيوانية أن تستفيد بقوة من هذه الصكوك، بأن تصدر صكوك سلم لما تنتجه من ثروات كالنفط مثلاً.

- **صكوك الإستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة (إنشاء مبنى أو تصنيع آلة أو معدات..). مطلوبة من جهة ما، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، ومن ثمَّ يتم بيعها لتلك الجهة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وهو الربح المحقق من الفرق بين تكلفة التصنيع وثمان البيع². والغرض من إصدار هذه الصكوك هو توظيف حصيلتها في تمويل تصنيع أصل كطائرة أو باخرة أو محطة لتوليد الكهرباء وتحمية المياه أو مصنع لتكرير البترول، أو مشروع معين كمدينة صناعية أو مطار أو شق نفق أو تعبيد طريق أو إنشاء منطقة حرة، أو دفع ثمن الإستصناع الموازي* لهذا الأصل أو ذاك المشروع، ثم تسليمه للمستصنع.

ت- **صكوك الإجارة:** حازت صكوك الإجارة على اهتمام الكثير من الباحثين في الصكوك الإسلامية، وذلك لما تتمتع به من خصائص ومميزات جعلتها أداة متميزة ومقبولة لدى الدولة ومؤسساتها. وقد عرّفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"³.

¹ أنظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص: 289.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص: 289.

* الإستصناع الموازي هو أن يتعاقد المحتاج للسلعة الصناعية، سواءً كان تاجراً أو مستهلكاً، مع المصرف بطريقة الإستصناع، ليقوم المصرف بإنتاجها، فيكون المصرف في هذه الخطوة بائعاً ويمكن أن يكون الثمن هنا مؤجلاً. ثم يتعاقد المصرف مع المخصين بصناعة ذلك النوع من السلع على إنتاج سلع على أساس المواصفات والتصاميم المطلوبة المبينة في العقد الأول، ويمكن أن يكون الثمن هنا معجلاً. ثم إذا تسلم المصرف السلع من الصانعين بع تمامها يقوم بتسليمها إلى طالبيها. وفي هذه الحالة يكون المصرف هو المسؤول عن تنفيذ المشروع للمستصنع في العقد الأول، ولا علاقة للذي تعاقد معه في الباطن بالعقد الأول.

³ مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 15، الجزء 2، 2004، ص: 309.

وتعتبر صكوك الإجارة بمنتجاتها الشائعة¹ أكثر الصكوك رواجاً في الإصدار والتداول في الأسواق المالية²، كما تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة، لما للدولة من حاجة إلى أوراق مالية تتسم بالثبات والإستقرار.

1-2-2- صكوك الخزينة الحكومية: وهي صكوك التي تصدرها الدولة لتمويل عجز مؤقت قد تتعرض له خزينة الدولة أو لتعديل كمية المعروض النقدي زيادة أو نقصاناً حسب الحالة الاقتصادية وهدف البنك المركزي (سياسة السوق المفتوحة). وبما أن أدوات الخزينة العامة التقليدية محضرة شرعاً لقيامها على الربا (مبدأ الخصم)، فإنه يمكن طرح بدائل شرعية تقوم مقامها، أهمها:

أ- صكوك القرض الحسن الحكومية: وهي صكوك تصدرها الدولة وتجبر البنوك على الإكتتاب فيها مستعملة في ذلك السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي، على أن يكون ذلك بنسبة مئوية من الودائع الجارية لدى هذه البنوك.

ب- صكوك السلم الحكومية: هي صكوك لا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتمويل حاجات عامة لتحقيق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية، وتصدر عن الحكومة أو عن البنك المركزي، لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الإجتماعي. وتعتبر البحرين السبقة في إصدار هذا النوع من الصكوك، فلقد قام مصرف البحرين المركزي بتغطية 137 إصداراً من صكوك السلم الحكومية الشهرية أصدرها نيابة عن حكومة مملكة البحرين، وقد بلغت قيمة آخر إصدار 18 مليون دينار بحريني لفترة استحقاق 91 يوماً تبدأ في 26 سبتمبر 2012 إلى 26 ديسمبر 2012، ويبلغ العائد المتوقع لهذه الصكوك 1,20% علماً بأنه قد تمت تغطية الإصدار بنسبة 248%³.

1-3- توظيف الصكوك في إدارة الأزمات المالية: في مجال توظيف الصكوك في إدارة الأزمات المالية والإقتصادية، فإنه قد يعاني قطاع اقتصادي معين من أزمة اقتصادية فيلجأ إلى تمويل هذا القطاع من خلال إصدار تلك الصكوك عبر إدارة المصرف الإسلامي، والتي تعرضها على جمهور المتعاملين معها بهدف الإكتتاب بها، وعندما يجتمع رأس المال يصار إلى توظيفه في المجال الذي حصل الإكتتاب لأجله، ووفق الصيغة التي عرض بها.

¹ من أهم منتجات صكوك الإجارة: البيع يشترط التأجير، وإجارة الموصوف في الذمة. ولتفاصيل أكثر حول هذين المنتجين، أنظر: سامي بن براهيم السويلم، منتجات صكوك الإجارة، بحث مقدم لندوة مجمع الفقه الإسلامي حول "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب وجامعة الملك عبد العزيز، 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ-24-25 ماي 2010، ص: 03-25.

² لتفاصيل أكثر أنظر: منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، 1415هـ/1995، ص: 11-12 و 101-105.

³ موقع مصرف البحرين المركزي: www.cbb.gov.bh

ولذلك تتالت الدعوات¹ إلى إصدار الصكوك الإسلامية والتعامل بها في خضم الأزمة المالية 2008، وفي هذا المجال يرى "عدنان يوسف"* أن إصدارات الصكوك تتمتع بعدد من الميزات يجعلها البديل الأمثل للحصول على التمويلات في ظل الأزمة المالية العالمية، والتي تبحث فيها المؤسسات عن السيولة على المستوى الدولي.

واعتبر الخبير المصرفي عبد اللطيف جناحي أن الصكوك أفضل المنتجات الإسلامية لتوفير التمويلات، حيث أنها إحدى أهم وسائل تنشيط الاقتصادات، كما أنها تتميز الصكوك عن غيرها من الأدوات بتنوعها، إضافة إلى إمكانية نقل ملكيتها عبر البيع لتوفير السيولة، لافتاً إلى أن الصكوك ستساهم بتطبيق نظام الصيرفة في العالم في ظل عوامة النظام المالي والإسلامي.

2- المشتقات المالية الإسلامية:

إن طرح المشتقات المالية مجدداً، بعد أن صدرت بشأنها قرارات جمعية (قرار الأسواق المالية الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي) وأكدت ذلك المعايير الشرعية (معياري بيع السلع الدولية، ومعياري المؤشرات، وغيرها) الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هذا الطرح ينطلق من أن هذه المشتقات يعتبرها مطبقوها من الهندسة المالية التي لا يستغني عنها العمل المالي، ومن أدوات التحوط التي يحرص عليها مديرو الإستثمار بالإضافة إلى جهود من الهيئات الشرعية لتأصيل البدائل المشروعة لحماية رأس المال، بعيداً عن الممارسات التي تقوم على الغرر الكثير، وأكل المال بمجرد الإشتراط الذي يتدرج في المقامرة، والحصول على عوائد لا تنشأ عن قيمة مضافة وتجايف ضوابط أو القواعد الشرعية العامة للعقود.

3-1- البدائل الشرعية للإختيارات: خيار الرؤية، خيار المجلس، خيار الشرط، خيار العيب والعربون:

إن طرح بدائل شرعية لعقود الإختيارات في أسواق الأوراق المالية، التي تندرج ضمن العقود الشرطية الآجلة، يعني أنها عقود غير صحيحة. فلقد ذهب "أحمد محي الدين حسن" إلى تبرير ذلك بالحجج التالية²:

- تعارض شروط عقود الإختيارات مع بعض المبادئ العامة في أحكام المعاملات (كتعارضها مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط، وتعارضها مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات).
- أن هذه الشروط تعتبر من الشروط الفاسدة في مختلف المذاهب، ومنها تضمُّنها منفعة لأحد المتعاقدين لا يوجبها العقد.

¹ أنظر موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية www.cibafi.org بتاريخ 2009/07/12.

* رئيس اتحاد المصارف العربية سابقاً والرئيس التنفيذي لمجموعة البركة المصرفية.

² أحمد محي الدين حسن، عمل شركات الإستثمار الإسلامية في السوق العالمية، رسالة ماجستير، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1404هـ/1984م، ص: 366 وما بعدها.

- عدم صحة هذه البيوع لإشراكها في العلة مع بعض العقود غير المشروعة كبيع الغرر.

وأضاف "رفعت السيد العوضي" حججاً وأسباباً تتمثل فيما يلي¹:

- إنطواء البيوع الآجلة الشرطية على بيع الإنسان ما ليس عنده.

- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية.

- إشتراط منفعة لأحد طرفي العقد مقابل حق الإختيار هو من قبل الشرط الفاسد لكونه:

■ منافياً لمقتضى العقد ومقصوده.

■ إنطواء هذا الشرط على مصلحة زائدة فيها شبهة الربا، وتعد من جنس القمار والرهان المحرم شرعاً.

■ بيع حق الخيار وتداوله من مشتريٍّ لآخر إنما هو بيع لما لا يقبل حكم العقد شرعاً.

وبعد أن اتضح الحكم الشرعي لعقود الإختيارات التقليدية، نطرح فيما يلي أهم البدائل الشرعية لها:

3-1-1- خيار الشرط للمشتري: أو ما يسمى في القوانين (الشرط الفاسخ) وذلك بأن يدخل الشخص في

العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها. وقد نص الفقهاء على أن لمن له خيار الشرط أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، وأن مجرد العرض لا يسقط خياره إلا إذا اقتزن بالبيع للسلعة فحينئذ لتصحیح البيع يسقط الخيار². وأعطى الفقه الإسلامي مرونة فيما يتصل بخيار الشرط وعلاقته بالعقود المالية، وتمثلت هذه المرونة في الجوانب التالية³:

- أن الغرض الأساسي من تشريع خيار الشرط هو إعطاء الفرصة للمتبايعين للإقدام على إبرام العقد، أو فسخه.

- إعطاء المتعاقدين حق اشتراط الخيار بالإمضاء أو الفسخ بالتساوي دون تمييز لأحدهما عن الآخر ما لم يكن تنازل منهما، أو من أحدهما عن الآخر به لثقتة التامة بتوفير الأخط له إبرام العقد.

- يصح اشتراط الخيار في طلب العقد، وفي زمن الخيار من خيار المجلس وخيار الشرط فإنه يصحُّ بعد لزوم العقد.

¹ رفعت السيد العوضي، د. علي جمعة، موسوعة الإقتصاد الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، المجلد الحادي عشر: الأسواق المالية في الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص: 386-397.

² عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون- السلم- تداول الديون)، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009، ص: 07.

³ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، فقه المعاملات الحديثة، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار (إصدارات المجموعة الشرعية)، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 1426هـ/2006م، ص: 222.

- مدة خيار الشرط يتفق عليها المتعاقدان ابتداءً وإنهاءً حسبما يقرّرانه، وبالقدر الذي يمكنهما من التأكد من سلامة العقد، والقناعة بأنه يحق الأفضل لهما.
- أن الأصل في خيار الشرط هو الصحة سواء في هذا عقود المعاملات أو ما شاكلها، وعقود المناكحات.

3-1-2- خيار المجلس: يُطال عقد خيار المجلس شريحة واسعة من العقود التي يتبادلها الأفراد، والذي يتم من تقرير مشروعيته أو عدمها¹ بيان الحد الذي يلزم به العقد فلا يستبد أحد من المتعاقدين بفسخه دون الآخر، ولا شك أنه حكم بالغ الأهمية في استقرار التعامل بين الأفراد. ويُراد بخيار المجلس: "حق كل من المتعاقدين في فسخ العقد أو إمضائه ما دام مجتمعين في المجلس لم يتفرقا بأبدانهما"².

وتتجلى الحكمة من مشروعية خيار المجلس في منح العاقدين فترة للتروي والتفكير في جدوى التعاقد ومدى ملائمته لكل منهما. فلا يُكتفى بالتفكير قبل التعاقد بل يجب -حماية للرضا- أن يكون مكفولاً بعد التعاقد أيضاً. وفي هذا الصدد، يقول ابن رشد الجدل: "العلة في إجازة البيع على الخيار حاجة الناس إلى المشورة فيه أو الإختيار"³.

3-1-3- خيار الرؤية: خيار الرؤية حق مالي، وليس شخصي يثبت عن طريقه أحد الحقين إما فسخ العقد أو إتمامه، وذلك عند رؤية محل العقد، كأن يشتري أحدهم شيئاً لم يره، فله عند رؤية المبيع إما فسخ العقد واسترجاع الثمن أو الرضا به وجعله قطعياً⁴، وهو مشروع لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من اشترى شيئاً لم يره، فهو بالخيار إذا رآه، إن شاء أخذه، وإن شاء تركه".

أما شروط ثبوت خيار الرؤية، فقد بيّنتها المذكرة الإيضاحية لقانون المعاملات المدنية الإتحادي بأبو ظبي بالقول: ويُشترط لثبوته⁵:

¹ للإطلاع على حجج الداعمين لمشروعية خيار المجلس والمعارضين له والقول الراجح بالتفصيل، راجع: عبد الله أبو يحيى، أحمد شحدة أبو سرحان، مشروعية خيار المجلس في الفقه الإسلامي، مجلة الشريعة والقانون، العدد الثامن والثلاثون، ربيع الأول 1430هـ/ أبريل 2009، ص: 179-205.

² عبد الله بن أحمد بن قدامة، المغني على مختصر الخرقي، تحقيق: عبد السلام شاهين، دار الكتب العلمية، لبنان، بيروت، الطبعة الأولى، 1414هـ/ 1998م، ص: 399.

³ محمد بن رشد الجدل، المقدمات الممهدة لبيان ما اقتضته رسوم المدونة من الأحكام الشرعية والتحصيلات المحكمات الشرعية لأمهات مسانلها المشكلات، مكتبة المثنى، بغداد، العراق، ص: 559.

⁴ مسلم اليوسف، خيار الرؤية في الفقه الإسلامي المقارن، ص: 01. مقال من الموقع الإلكتروني التالي: <http://saaid.net/Doat/moslem> consulté le: 14/05/2011.

⁵ أنظر في ذلك:

- المذكرة الإيضاحية لقانون المعاملات المدنية الإتحادي، وزارة العدل، أبو ظبي، بدون سنة نشر، ص: 108-110.
- علي أحمد صالح المهداوي، أثر خيار الرؤية في حماية المستهلك الإلكتروني، مجلة الشريعة والقانون، العدد الثاني والأربعون، ربيع الثاني 1431هـ/ أبريل 2010، ص: 211-212.

- أن يكون العقد واحداً من عقود أربعة وهي: البيع، وإجارة الأعيان، وقسمة غير المثليات، والصلح على مال هو عين بالذات، وهي عقود تحتمل الفسخ.
- أن يكون مشترياً أو نحوه، وبعبارة أخرى متمكلاً لا مملكاً.
- ألا يرى المعقود عليه عند العقد.
- أن يكون المعقود عليه مما يتعين بالتعيين.

3-1-4- خيار العيب: خيار العيب هو ما يثبت للعاقِد المَتمكَل من حق في فسخ العقد أو إمضائه بسبب

وجود عيب في المعقود عليه الذي تملكه، وذلك أن شرط السلامة من العيوب يعد من مقتضيات العقد، إذ الإنتفاع الكامل بالعين يتوقف على سلامتها من العيب، وهو ما يقصده العاقِدان¹.

وخيار العيب كخيار الرؤية، يثبت للعاقِد دون شرط في العقود التي تحتمل الفسخ. فهو يثبت دون حاجة إلى اشتراطه من قبل العاقِدين في العقد. وبهذا فهو يختلف عن خيار الشرط الذي لا يثبت للعاقِد، ما لم يرد شرط به في العقد. إلا أن خيار العيب يثبت دون حاجة إلى ورود شرط صريح به، وهو من هذه الناحية يخالف خيار الرؤية. إذ أن خيار الرؤية لا يثبت بالشرط وإنما يثبت بحكم الشرع².

وليثبت خيار العيب أيضاً للعاقِد، يجب توفر شروطاً معينة نصت عليها صراحة المادة 194 من القانون المدني الأردني، وهذه الشروط هي كالتالي³:

- يجب أن يكون العيب قديماً.
- يجب أن يكون العيب مؤثراً.
- يجب أن يجهل العاقِد وجود العيب (أن يكون غير معلوم للعاقِد).
- ألا يشترط العاقِد (المملك) براءته من العيب.

3-1-5- البيع مع العربون: إن ما يتضح من تعريف العربون هو ما اتفق عليه فقهاء المذاهب "أن يشتري

السلعة ويدفع للبايع درهماً أو أكثر، على أنه إن أخذ السلعة احتسب من الثمن، وإن لم يأخذها فهو للبايع"⁴. فهذا التعريف لبيع العربون يتضمن حقيقتين إثنتين:

¹ ياسين محمد الجبوري، خيار العيب في القانون المدني الأردني، مجلة الشريعة والقانون، عدد 20، ذو القعدة 1424هـ/يناير 2004م، ص: 230.

² نفس المرجع، ص: 234.

³ القانون المدني الأردني، المادة: 194.

⁴ محمد سعيد رمضان البوطي، ضوابط وتحقيقات في بيع العربون، السلم وتداول الديون، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 03.

- **الحقيقة الأولى:** أن يكون الإلتزام بالعربون جزءاً داخلياً في عقد البيع، وليس أمراً متفقاً عليه بين المتبايعين قبل إبرام العقد المتمثل في الإيجاب والقبول، أو بعد إبرامه والفرغ منه.
- **الحقيقة الثانية:** إلتزام المشتري بالتنازل عن قيمة العربون للبائع في كل الأحوال (أي سواء تم البيع أو لم يتم) نتيجة اشتراط سائر المتبايعين، وليس تبرعاً أو هبة من طرف واحد وهو المشتري، أي دون إلتزام من البائع له به.

وحكم بيع العربون صحيحاً شرعاً، فقد أقر ذلك مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره الثامن بسلطنة بروناي سنة 1993، حيث جاء في قراره رقم 72 (3/8) ما يلي: "يجوز بيع العربون إذا قُيدت فترة الإنتظار بزمان محدود. ويحتسب العربون جزءاً من الثمن إذا تم الشراء، ويكون من حق البائع إذا عدل المشتري عن الشراء"¹.

3-2- البدائل الشرعية للمستقبليات: السلم، بيع الأجل والإستصناع

في عقود المستقبليات تأجيل للبديلين، وهو ممنوع شرعاً، لأنه لا يفيد التملك الفوري لأحد البديلين والحق في التصرف فيه، وهي الغاية من العقود، فالحيلولة دون تملك المشتري للسلعة، وكذلك الحيلولة دون تملك البائع للثمن يخالف مقتضى العقود، ووجوب الوفاء بها والإنتفاع بمحلها. والبديل المشروع للمستقبليات أحد أمرين:

3-2-1- إما تعجيل المبيع وتأجيل الثمن، وهو البيع بالأجل، وهو مشروع، ويحقق غرض المشتري بالحصول على السلعة والتزامه بثمنها في ذمته مستفيداً من ذلك التأجيل، مع حق البائع في زيادة الثمن عن البيع الحال، نظير ما فاتته من التقليل المؤدي لزيادة أرباحه، بقبض الثمن الحال ووضعه في سلع أخرى وهكذا.

3-2-2- وإما تأجيل المبيع وتعجيل الثمن، وهو السلم، وهو مشروع أيضاً بأدلة كثيرة، وهو يحقق تملك البائع للثمن وانتفاعه به وحصول المشتري لاحقاً على السلعة بثمن أرخص من السوق. على أنه إذا كان المبيع مواد تدخلها الصناعة فإنه يجوز تأجيل جميع أو بعض الثمن أيضاً، لأنه بوجود عنصر العمل للتصنيع تأخذ شبهة من الإجارة، وهي منفعة مؤجلة مرتبطة بالزمان المستقبلي ويجوز تأجيل أجرتها وهذا التأجيل للمبيع يقتضيه عنصر التصنيع وهو غرض مقصود للمشتري، فليس تأجيل تسلمه للمبيع -وهو معين- بل بسبب أنه موصوف في الذمة.

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 72 (3/8) بشأن بيع العربون، المؤتمر الثامن بدار السلام في سلطنة بروناي من 01-07 محرم 1414هـ الموافق لـ 21-27 جوان 1993م.

هذا عن الصفقة الأولى التي تتم على أساس السلم أو الاستصناع، أما تتابع الصفقات (التداول) ببيع المشتري سلماً قبل تسلم الصفقة وكذلك المستصنع قبل تسلم المصنوع فهو عند جمهور الفقهاء ممنوع لأنه تداول للديون، وهي هنا ديون سلعية يمتنع تداولها كتداول الدين النقدي¹.

3-3- البديل الشرعي للتوريق التقليدي:

لا شك أنه لا يوجد بديل شرعي بالمواصفات التي تتوافر في سندات التوريق، لأنها تتضمن أمرين محرمين، فمخرجاته سندات تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط وهي محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، كما أن التوريق بالمعنى الشائع لدى الإقتصاديين يتضمن بيع الدين بأقل من قيمته، حيث إن المصدر لهذه السندات الخاصة بالتوريق يصدرها بأقل من أصل الدين بنسبة الفوائد العالمية (ليبور) بل تصدر بأقل منها بكثير حتى يكون ذلك دافعاً لتشجيع الناس على شرائها وتداولها، وحينئذ تضاف إلى مشكلة بيع الدين مشكلة حسم الدين لأجل الزمن، وهي محرمة بالإتفاق، وصدرت بها قرارات من المجامع الفقهية منها قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 64 (7/2) الذي نص على أن "حسم (خصم) الأوراق التجارية غير جائز شرعاً، لأنه يؤول إلى ربا النسئة المحرم"².

غير أن عملية التوريق إذا كانت ديونها مشروعة يمكن أن نجد لها بدائل للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال طرق مشروعة بضوابطها، نقترح بعضها على النحو التالي:

3-3-1- الحوالة الفقهية مع التوسع في دائرتها لتشمل الحوالة على غير المدين: وذلك بأن تكون

لمؤسسة مالية ديون مشروعة على العملاء، وأرادت بالتوافق مع الدائنين تحويلها إلى مؤسسة أخرى أو حتى بدون موافقتهم عند بعض الفقهاء، فلا مانع من ذلك على رأي بعض الفقهاء.

وقد يثور التساؤل حول جدوى هذا البديل حيث إن المحال عليه لا يستفيد شيئاً من الأرباح (أو الفوائد كما هو الحال في التوريق). وللجواب عن ذلك نقول: صحيح إن المؤسسة المالية المحال عليها لا تستفيد شيئاً، لكن ذلك بديل يمكن اللجوء إليه من باب التعاون المتبادل المطلوب بين المؤسسات المالية.

إن الإشكالية هنا في الفوائد الخاصة بهذه الديون، وعملية ما يسمى بالبيع، ولذلك فإن الحل الإسلامي هذا للديون التي ليست لها فائدة، أو لأصل الديون هو: الحوالة الفقهية مع توسع في دائرتها لتشمل الحوالة على من ليس عليه دين.

¹ عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون-السلم- تداول الديون)، مرجع سبق ذكره، ص: 04-05.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 64 (2/7) بشأن البيع بالتقسيط، المؤتمر السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 07-12 محرم 1414هـ الموافق 09-14 ماي 1992م.

وفيما يتعلق بمدى جواز الإحالة على من ليس مديناً، فقد اختلف الفقهاء في هذه المسألة، فذهب جمهور الفقهاء - ما عدا الحنفية - إلى اشتراط كون المحال عليه مديناً. وأما الحنفية والراجح لدى المالكية والشافعية، فقد أجازوا الحوالة المطلقة التي لا يشترط فيها وجود دين أو حق في ذمة المحال عليه*، وحينئذ يكون المحال عليه متبرعاً بقبولها، بل يقوم الخيل** بإرسال الحوالة إلى المحال عليه، فيقبلها، وحينئذ صحت الحوالة عندهم، وقد ذكر الحنفية أمثلة كثيرة للحوالة المطلقة، منها: أن للمرتهن حق منع الراهن عن بيع الرهن، ولحل هذه المشكلة، فإن الراهن يبيع المرتهن إلى مليئ يرضى به المرتهن ليقبل بهذه الحوالة ولو لم يكن مديناً، وحينئذ فك رهنه، وجاز للراهن بيع العين المرهونة، إضافة إلى أن الحوالة بهذا المعنى الواسع تسع كل أنواع الحوالة المعاصرة بين البنوك¹.

- 3-3-2- بيع الديون بالأعيان، أو الحقوق المالية، أو المنافع:** إن التوريق من حيث هو بالصورة التي ذكرها الإقتصاد الغربي، والقوانين الوضعية غير جائز، إذ يتضمن الفوائد المحرمة، ولكن يمكن أن نقدم للمؤسسات المالية الإسلامية بديلاً آخر عن طريق بيع الديون بالأعيان، وهذا البديل يمكن أن تتفرع منه عدة صور مشروعة، وهي:
- **الصورة الأولى:** أن تبيع المؤسسة الدائنة ديونها بيعاً عادياً نهائياً لمن عليه الديون أو لغيره بالأعيان كلها، أو نسبة منها سواء كانت عقارات، أو مصانع أو نحوها، أو بالحقوق المالية المعتبرة، أو التنازل عنها في مقابل منافع أو خدمات. وبذلك تستفيد المؤسسة البائعة من آثار ديونها، وكذلك استفادت المؤسسة المشترية من الأعيان، أو المنافع، أو الخدمات أو الحقوق التي حصلت عليها. وهذه الصورة جائزة فقهاً، ولا حرج فيها.
 - **الصورة الثانية:** بيع هذه الديون بالأعيان، أو المنافع، أو الحقوق المالية لمؤسسة مالية أخرى تقوم بتأجيرها على المؤسسة البائعة عن طريق الإجارة التشغيلية، أو الإجارة المنتهية بالتملك.
 - **الصورة الثالثة:** قيام المؤسسة المشترية لهذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية بتصكيكها بصكوك، وعرضها للاكتتاب فيها من قبل الجمهور، ويمكن حينئذ أن تؤجر الأعيان إجارة تشغيلية ثم تباع، أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك، أما الحقوق فيمكن تداولها عن طريق البيع.
 - **الصورة الرابعة:** إنشاء شركة ذات غرض خاص (S.P.V) تقوم بشراء هذه الديون بالأعيان أو الحقوق المالية لصالح الدائنين، ثم تؤجر الأعيان إجارة تشغيلية، ثم تصفى بالبيع، أو عن طريق الإجارة المنتهية بالتملك.

* المحال عليه وهو المدين الذي يحول عليه الدين من قبل الخيل.

** الخيل الذي عليه دين، ويحول دينه إلى شخص آخر، فهو دائن ومدين.

¹ علي محيي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية " التوريق " وتطبيقاتها المعاصرة -دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص: 11.

3-3-3- المشاركة الفرعية في الديون المشروعة: يُستخدم أسلوب المشاركة الفرعية بكثرة في أمريكا وبريطانيا لترتيب تمويلي يتم بين البنك البادئ للتوريق، وبنك آخر (S.P.V) يطلق عليه البنك المشارك، أو البنك القائد، يتم بمقتضاه قيامه بالتوريق من خلال تقديم مبلغ من المال للبنك الأول مقابل سندات مديونية على أن يسترده مع فوائده في زمن الاستحقاق أي تصفية السندات بالقيمة الاسمية والفوائد المتفق عليها. فهذا الأسلوب لا يسمح للبنك المشارك (S.P.V) أن يرجع على البنك الأول، حيث يكون المسؤول عن المبلغ المتفق عليه هو المدين (أو المدينون) وليس البنك.

إن الحكم الشرعي لهذه الطريقة واضح في كون الديون ربوية، وبقاء الفوائد في جميع مراحلها، ولذلك فهي تدخل ضمن السندات التي صدرت بشأنها قرارات الجامع الفقهي السابقة التي قضت بحرماتها - كما سبق -. فهل يمكن أن يكون في الفقه الإسلامي بديل مماثل للمشاركة الفرعية في حالة كون الديون مشروعة؟

والجواب عن ذلك هو أن البديل في هذه الحالة يكمن في شركة الملاك (أو الملك)، بأن يبيع الدائن جزءاً من ديونها، أو كلها لشخص طبيعي أو اعتباري (S.P.V) بنسبة من عقار أو عقارات، أو من شركة، أو مصنع، أو نحو ذلك، ثم يقوم الشخص الطبيعي أو الاعتباري مثل (S.P.V) بتصكيك هذه الأعيان بطريقة مشروعة تتوافر فيها الشروط والضوابط المطلوبة من قبل مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 30(1/3)¹، ومعيار صكوك الإستثمار رقم (17) الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية².

¹ انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، الجزء الثالث، ص: 1809.

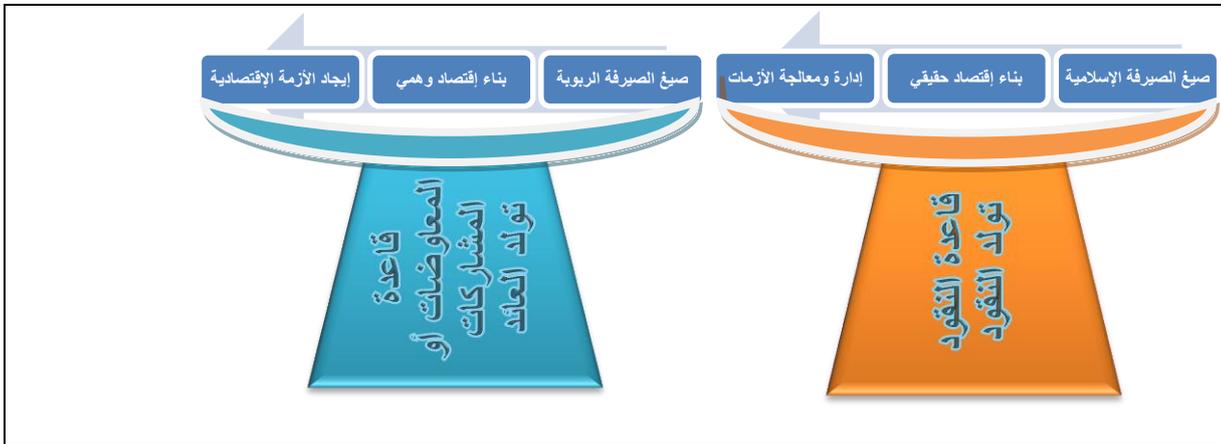
² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار 17، مرجع سبق ذكره، ص: 285-305.

المطلب الثاني: الأساليب التمويلية الإسلامية وإدارة الأزمات

تسهم صيغ الصيرفة الإسلامية في بناء اقتصاد حقيقي يؤدي إلى إدارة الأزمات، بينما صيغة الصيرفة الربوية تسهم في إيجاد اقتصاد وهمي أو افتراضي، يؤدي إلى إيجاد الأزمات، ذلك أن صيغ التمويل الإسلامية الحالية والمتمثلة في المراجعة للآمر بالشراء والإستصناع والسلم والإجارة المعينة والإجارة الموصوفة في الذمة والإجارة المنتهية بالتملك والمشاركة الدائمة والمشاركة المنتهية بالتملك والمزارعة والمساقاة والمضاربة، تقوم على قاعدة "المعاوضات أو المشاركات تولد العائد"، أما صيغ المصرفية الربوية فتقوم على قاعدة "النقود تولد النقود" والتي أساسها الإقراض والإقتراض بوجود الربا، حسب ما يوضحه الشكل رقم (04-01) التالي:

شكل رقم (04-01):

صيغ الصيرفة الربوية والإسلامية ودورها في إيجاد أو إدارة الأزمات



المصدر: من إعداد الباحث.

ولفهم دقيق للشكل أعلاه (وبالتحديد الجانب الخاص بالصيغ الإسلامية)، لا بد من معرفة واقع تلك الصيغ في المصارف الإسلامية، والدور المرتجى منها في إدارة ومعالجة الأزمات الراهنة والمستقبلية.

1- واقع صيغ التمويل الإسلامية:

من خلال الاطلاع على صيغ التمويل المطبقة في المصارف الإسلامية، يظهر أن صيغة المراجعة للآمر بالشراء تأتي في طليعة صيغ الاستثمار المطبقة في تلك المصارف بنسبة عالية.

فلقد وجدت إحدى الدراسات¹ التي دار محتواها حول "صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق" حين حاولت بيان الأهمية النسبية لصيغ الإستثمار في عدد من البنوك الإسلامية، أن المراجعة للآمر

¹ دوابه أشرف محمد، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، ط2، 1427هـ/2006م، ص: 22-24.

بالشراء هي الأسلوب السائد في استثمار الأموال في بنك دبي الإسلامي بنسبة 80.8%، ومصرف قطر الإسلامي بنسبة 63.8%، والبنك الإسلامي الأردني بنسبة 52%، وتأتي الصيغ الأخرى لتكمل النسب التي ورد ذكرها في كل مصرف، وهي نسب متدنية.

ولقد تم توجيه انتقادات كثيرة إلى المصارف الإسلامية وما زالت، بسبب اعتمادها بنسبة كبيرة على صيغة المراجحة للأمر بالشراء دون أن تفسح المجال للصيغ الأخرى بالقدر الكافي بالتطبيق في ميدان معاملاتها، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى تدني المخاطر في هذه الصيغة عن بقية الصيغ الأخرى التي ترتفع فيها درجة مخاطر الاستثمار. وهنا يجب التنبيه إلى خطر محقق تغفل عنه المصارف الإسلامية التي تركز على هذه الصيغة في تعاملاتها، ويتمثل في ظهور انتقادات جادة لهذه الصيغة واعتراضات عليها من قبل العديد من رجال الاقتصاد الإسلامي، وذلك من ناحية انخفاض الكفاءة الاقتصادية¹.

وبوجود هذا الخطر، يكون من غير المقبول على الإطلاق أن تلجأ المصارف الإسلامية إلى التعامل بصيغة المراجحة للأمر بالشراء بنسبة كبيرة، وتهمل التعامل بالصيغ الأخرى أو تتعامل بها بنسب متدنية، والمطلوب منها في هذه الحالة أن تساوي أو تقارب بين الصيغ في التعامل إلى حد كبير.

وبما أن قسماً كبيراً من المصارف الإسلامية الحالية لا تطبق إلا نسبة ضئيلة من صيغ المصرفية الإسلامية، وتأتي المراجحة للأمر بالشراء في طليعة تلك النسب، فإن ذلك يجعل تلك المصارف عاجزة عن إدارة الأزمات المالية بالشكل الأمثل.

2- المرتجى من صيغ التمويل الإسلامية لرفع قدرتها على إدارة الأزمات ومعالجتها:

إنّ تطبيق صيغ الصيرفة الإسلامية من مضاربة ومشاركة واستصناع وسلم ومزارعة ومساقاة وإجارة وغيرها في معاملات المصارف الإسلامية يعتبر إثراء لها، وتعزيزاً لوجودها، وإثباتاً لها على الصعيد المحلي والإقليمي والدولي، وإسهاماً في إنجاحها وأداء رسالتها في تنمية الأنشطة الاقتصادية المختلفة.

وبالمقابل، تتمثل وظيفة المصارف الإسلامية بإدارة السيولة المتوفرة عندها من خلال تلك الصيغ في دعم الأنشطة الاقتصادية، الأمر الذي يؤدي إلى إدارة الأزمات في مختلف القطاعات الاقتصادية.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن الملاحظ في أرض الواقع أن أغلب إدارات المصارف الإسلامية تلجأ إلى استثمار إيراداتها في المشاريع القصيرة الأجل، ونادراً ما تلجأ إلى استثمارها في المشاريع المتوسطة والطويلة الأجل، الأمر الذي يجعلها بذلك تبتعد عن الإطار النظري المفترض لها من حيث اعتمادها على جميع الصيغ الموضوعية لها، ومن حيث إسهاماتها في تحقيق تنمية مجتمعاتها.

¹ لتفاصيل أكثر حول انخفاض الكفاءة الاقتصادية لصيغة "المراجحة للأمر بالشراء" راجع: المكاوي محمد محمود، التمويل المصرفي الإسلامي، بدون ذكر لدار النشر ولا للبلد ولا للطبعة، 1424هـ/2004م، ص: 180-181.

وفيما له علاقة بأمد الإستثمار ومجاله في هذه المصارف ، فقد استحوذ الإستثمار التجاري القصير الأجل على غالبية الإستثمارات في هذه المصارف، بينما لم يحظ الإستثمار الطويل الأجل على أي أهمية تذكر، كما ركزت على قطاع التجارة، بينما لم تهتم بتوجيه استثماراتها إلى قطاعي الزراعة والصناعة بالرغم من أهميتهما لعملية التنمية¹.

والخلاصة أن هناك انحرافاً قد حدث في مسيرة المصارف الإسلامية بسبب عدم التزامها في التطبيق العملي بكامل أبعاد الإطار النظري المفترض لها، مما كان له العديد من الآثار السلبية على هذه التجربة². ولعل من جملة آثارها السلبية عجزها عن إدارة الأزمات الإقتصادية في مجتمعاتها بالشكل الأمثل بسبب وضعيتها الراهنة. وبالتالي، فإن المرتجى من إدارات المصارف الإسلامية تجاه صيغها المختلفة هو ما نوردته المطلبين التاليين³:

- إن إدارات المصارف الإسلامية مطالبة باعتماد جميع صيغ الصيرفة الإسلامية في عملياتها الاستثمارية، لأنها بذلك تدعم القطاعات الإقتصادية المختلفة، وتساهم في إيجاد اقتصاد حقيقي في جميع المجالات، وعندها يكون لها الدور الطبيعي في إدارة الأزمات في حال وجودها.
- إن إدارات المصارف الإسلامية مطالبة بالتركيز على الاستثمار المتوسط والطويل الأجل، لا أن تقتصر على الاستثمار القصير الأجل، لما لذلك من دور في تعزيز عملية التنمية، والتخلص تدريجاً من آثار مفردات الأزمة الإقتصادية.

3- مقترح لتوظيف صيغة المضاربة في إدارة الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية:

تعني المضاربة في أسواق الأوراق المالية دخول المصارف الإسلامية إلى هذه الأسواق عن طريق تأسيس صناديق إستثمار إسلامية وإدارتها وفقاً للأسس الشرعية والمصرفية. إذ يقوم تشغيل هذه الصناديق على عقود المضاربة، حيث يمثل المساهمون فيها صفة رب المال ويمثل المصرف الإسلامي صفة المضارب، ويصبح الطرفان شريكين في العُثم والعُرم. وتقوم صناديق الإستثمار الشرعية بإدارة محافظ الصكوك أو الأوراق المالية وفقاً للشروط المتفق عليها كل حسب صفته.

¹ دوابه أشرف محمد، دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، ط1، 1427 هـ / 2006 م، ص 320.

² نفس المرجع السابق، ص 321.

³ حسن محمّد الرّفاعي، دور صيغ الصيرفة الإسلامية في إدارة الأزمة الراهنة، بحث مقدم إلى مؤتمر: تداعيات الأزمة الإقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، المملكة الأردنية الهاشمية، ذو القعدة 1430 هـ/ تشرين الثاني 2009 م، ص: 15.

- ويحقق أسلوب المضاربة مزايا إقتصادية كثيرة تعكس مدى قدرتها كصيغة تمويلية إسلامية في حماية الأسواق من الأزمات المحتملة أو تحقيق التعافي من الأزمات الحاصلة والراهنة، لعل من أهمها¹:
- الإسهام في تحقيق المبدأ الإقتصادي "التخصيص الأمثل للموارد الإقتصادية" الذي يتأتى عن حسن مزج عناصر الإنتاج من جهة، وصيانة الموارد الإقتصادية من جهة أخرى.
 - تولد الدخول وزيادتها نتيجة تأسيس مشروعات إنتاجية حقيقية.
 - زيادة العرض من السلع والخدمات الذي يعمل على تبديد الآثار التضخمية في الإقتصاد.
 - النجاح في حشد الموارد المالية والبشرية لزيادة الدخل القومي، والوصول إلى صغار المزارعين والمنتجين والمستثمرين.
 - الإسهام المباشر في حل مشكلة سوء توزيع الثروة، إذ أن التمويل الربوي لا يقدم بصورة عامة إلا لطبقة معينة من رجال الأعمال والمغامرين في الأسواق المالية، مما يعمل على زيادة الغني غنىً والفقير فقراً. بينما ينطوي التمويل بالمضاربة على انتفاع عدد هائل من أفراد المجتمع من هذا التمويل، الأمر الذي يعمل على إعادة توزيع الدخل والثروة وتحقيق مزيد من عدالة التوزيع.
 - مرونة وملائمة صيغة التمويل بالمضاربة لكل القطاعات الإقتصادية تعمل على تحقيق النمو الإقتصادي المتوازن من جهة، ومساعدة المصارف الإسلامية في تأدية دورها الإقتصادي على الوجه الأمثل من جهة أخرى.
- كما تعتبر صيغة التمويل بالمضاربة من أكثر الصيغ الإستثمارية المقبولة من الناحية الشرعية نظراً ل²:
- حُلُوها من الشبهات الشرعية التي تكتنف بعض البيوع مثلاً.
 - حُلُوها من ما يسمى بعيوب الرضى في العقود كالغبن والغش والغرر والتدليس والإحتكار وغيرها.

¹ بكر ربحان، عيّنة من الصيغ المهمّة للتمويل الإسلامي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، المجلد الثامن عشر، العدد الثاني، السنة الثامنة عشرة، جوان 2010، ص: 06.

² بكر ربحان، عيّنة من الصيغ المهمّة للتمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لحماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية

إن الأخذ بالضوابط الشرعية التي تحرص على تخفيف الغرض والجهالة، وعلى التقارب بين أسعار الأسهم السوقية والقيمة الإقتصادية الحقيقية، بالإضافة إلى كبح الممارسات التجارية غير العادلة، والقضاء على التلاعب في أسعار الأسهم من جانب السماسرة، كل ذلك يساعد على تنظيم السوق المالية تنظيمًا سليمًا، وتحقيق أهداف الإقتصاد الإسلامي من خلال التطبيق للتعاليم الإسلامية¹.

ويوجز الباحث فيما يلي الضوابط الشرعية المطلوبة في سوق الأوراق المالية:

1- تنقية المعاملات من الربا:

وجدنا بعد التحليل والدراسة لعامل الربا ودوره في تأجيج فتيل الأزمة المالية العالمية 2008 أن وجود الربا في المعاملات يُحيلها من معاملات إنتاجية إلى مضاربات، وافتعال لأوضاع غير طبيعية، ولذلك فإن إلغاء الربا سيؤدي تلقائياً إلى إلغاء نظام التغطية بالهامش، وما يتسبب فيه من مفاجآت وتقلبات حادة في السوق المالية، ولذلك جاء منع الإسلام للربا والتشديد في تحريمه في أي معاملة حتى تكون جميع المعاملات بين الناس إنتاجية، ولا تكون على حساب البعض لمصلحة الطرف الآخر.

2- البيع الفوري للأوراق المالية:

البيع الفوري للأوراق المالية ومنع البيع الآجل، منهج نُهجته كثير من أسواق الأوراق المالية، وذلك للتقليل من المضاربات التي يكون في الغالب البيع الآجل سبيلها، ومن الأمثلة القوية على ذلك إصدار كل من فرنسا، إيطاليا، إسبانيا وبلجيكا قراراً بتاريخ 2011/08/13 يحظر ويمنع البيع على المكشوف في بورصاتها، وقد ساهم هذا القرار -وبصفة فورية- منع الكثير من المضاربات الأزماتية وتغيير حركة مؤشرات بورصاتها نحو الأعلى بعدما شهدت تراجعاً حادة كتداعيات لأزمة الديون الأمريكية نتيجة تخفيض وكالات التصنيف الائتماني العالمية لتصنيف الولايات المتحدة الأمريكية بسبب ارتفاع ديونها التي تجاوزت 10 تريليون دولار، وأصبحت تمثل 70% من الناتج المحلي الخام.

¹ أنظر:

- سيف الدين إبراهيم تاج الدين، نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم، مجلة أبحاث الإقتصاد الإسلامي، المجلد الثالث، العدد الأول، صيف 1405هـ، المركز العالمي لأبحاث الإقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ص: 192.
- محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل، ترجمة سيد محمد سكر، مراجعة رفيع المصري، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى 1408هـ، ص: 141.

ومن أهم البيوع المنهى عنها وعدم الإستثمار عن طريقها لما تتضمنه من ضرر بالآخرين أو جهالة بالبيع أو عرقلة سوق الأوراق المالية عن أداء وظيفتها وبالتالي عدم استقرار الحالة الإقتصادية، ما يلي:

أ- **البيع على المكشوف**: وقد فصلنا فيه في المطلب الثاني من المبحث الأول من هذا الفصل.

ب- **بيع الغرر**: والمقصود به كل بيع احتوى جهالة أو تضمن مخاطرة أو قماراً وقد نهى الشارع عنه ومنع منه¹. فقد روى أبو هريرة رضي الله عنه قال: "نَهَى رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ بَيْعِ الْحَصَاةِ وَبَيْعِ الْغَرْرِ"².

ت- **بيع النجش وبيع العينة**: بين الإمام الشافعي النجش: أن يحضر الرجل السلعة فيعطي بها الشيء وهو لا يريد الشراء ليقنطري به السوأم فيعطون بها أكثر ما كانوا يعطون لو لم يسمعوا سومه، فمن نجش فهو عاص بالنجش إن كان عالماً بنهي النبي صلى الله عليه وسلم³.

والأسواق في وقتنا الحاضر مليئة بهذه الصيغة من البيع، ولا سيما في المزايدات العلنة والسرية، وكذلك المناقصات التي تعلنها المؤسسات الحكومية والرسمية، ولذلك لا يصح الإستثمار في هذا الإتجاه. أما بيع العينة، فهو بيع من طُلبت منه سلعة (ورقة مالية مثلاً) قبل ملكه إياها لطالبها بعد أن يشتريها. وصورته أن يبيع ورقة مالية بثمن إلى أجل معلوم ثم يشتريها نفسها نقداً بثمن أقل وفي نهاية الأجل يدفع المشتري الثمن الأول، والفرق بين الثمنين فضل هو ربا للبايع الأول. وتؤول العملية إلى قرض عشرة لرد خمسة عشر، والبيع وسيلة صورية للربا⁴.

والأصل في نهي الإستثمار عن طريقهما ما روى ابن عمر رضي الله عنه قال: "نَهَى صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عَنْ النَّجْشِ"⁵، وعنه رضي الله عنه قال: "إِنِّي سَمِعْتُ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ يَقُولُ: إِذَا ظَنَّ النَّاسُ بِالذَّرَاهِمِ وَالذَّنَانِيرِ، وَتَبَايَعُوا بِالْعَيْنَةِ، وَاتَّبَعُوا أَذْنَابَ الْبَقَرِ وَتَرَكُوا الْجِهَادَ، بَعَثَ اللَّهُ عَلَيْهِمْ ذُلًّا، ثُمَّ لَا يَنْزَعُهُ عَنْهُمْ حَتَّى يُرَاجِعُوا دِينَهُمْ"⁶.

ث- **بيعة الرجل على بيعة أخيه**: وهي إشارة إلى المنافسة غير المشروعة، وصورته أن يبيع مثلاً أحد المضاربين حجم معين من الأوراق المالية لشركة معينة بشرط الخيار للمشتري، فيجيء آخر يعرض على هذا أن يفسخ العقد لبيعه مثل ما اشتراه بثمن أقل.

¹ السيد سابق، فقه السنة، ملتزم الطبع والنشر، مكتبة الآداب ومطبعتها بالجماهير، المطبعة النموذجية، 100/12.

² صحيح مسلم: 1153/3.

³ الإمام الشافعي أبي عبد الله محمد بن إدريس، الأم، مطابع كوستا توماس وشركاؤه، 1321هـ، 80/3.

⁴ الموسوعة الفقهية، 96/9.

⁵ محمد بن إسماعيل البخاري الجعفي، صحيح البخاري، دار ابن كثير، 1414هـ / 1993م، 753/2.

⁶ أحمد بن علي بن المنثري أبو يعلى الموصلي التميمي، مسند أبي يعلى، تحقيق حسين سليم أسد، دار المأمون للتراث، دمشق، الطبعة الأولى،

1404هـ/1984م، 29/10.

وصورة الشراء على شراء الآخر، أن يكون الخيار للبائع، فيعرض عليه أحد المضاربين فسخ العقد على أن يشتري منه ما باعه بثمن أعلى. وهذا الصنيع في حالة البيع أو الشراء صنيع آثم منهي عنه¹.

3- حرية الدخول إلى السوق:

إن ضمان حرية الدخول إلى السوق لكل متعامل، وبغض النظر عن الكمية التي يعرضها أو يطلبها، له آثاره الحميدة، وذلك في القضاء على التكتلات، أو الإحتكارات من قبل السماسرة، والوسطاء، وأصحاب المصالح في البيع والشراء.

ومن آثار ضمان حرية الدخول إلى السوق أن الأسعار سوف تتحدد وفقاً لقانون العرض والطلب، الذي يؤدي في الغالب إلى التطابق أو التقارب بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية.

4- توقيف ومنع المضاربات المحرمة:

لا شك أن عملية تبادل الأسهم تعتبر نشاطاً إقتصادياً منتجاً لأنها تزيد من منفعة الأشياء المتبادلة للأطراف ذات العلاقة، كما لا شك أن مثل هذا النوع من النشاط الإقتصادي هو العمود الفقري لأية سوق مالية، أما معاملات المضاربة فهي من نوع آخر، إنها تشبه عملية القمار من حيث ما ينشأ عنهما من أرباح وخسائر غير مرتبطة بزيادة منفعة السلع المتبادلة، بالإضافة إلى أنها لا تتضمن جميع الشروط اللازمة لعقد البيع، إذ ينقصها قصد الحيازة والإنتفاع الإقتصادي عند الشراء، وتوفير السلعة المبيعة في حيازة البائع وقت البيع.

إن إلغاء المضاربة من سوق الأوراق المالية، واتباع نظام شراء الأسهم نقداً يساعد كثيراً على استقرار الأسواق المالية، وهو أمر مهم لتشغيل الإقتصاد القائم على المشاركة تشغيلاً فعالاً، كما إن إلغاء الربا من الأسواق المالية يخفف بحد ذاته من المضاربة القائمة على المشتريات ذات التغطية، لأنه إذا علم المصرف الممول أن عليه المشاركة في مخاطرة أعمال المضاربة، ولم يطمئن إلى استرداد أصل التمويل، فإنه ولا شك ينصرف عن تمويل المضاربة إلى تمويل المشتريات الهادفة².

ومن الإصلاحات التي يجب إدخالها إلى سوق الأوراق المالية هي منع الإقراض بضممان أوراق مالية لشراء أوراق مالية أخرى، لأن ذلك يساعد على المضاربة ويجب عدم تشجيعها.

ويمكننا تأكيد ذلك باشتراط التسليم الفعلي في المبادلات، على أن حيازة الأوراق المالية لا يكفي دليلاً لكشف حقيقة القصد من الشراء، ولتمييز بين نية المضاربة ونية الإستثمار، ولذا نجد أن الإفصاح عن نية الإستثمار يتطلب استمرار حيازة هذه الأوراق وتملكها مدة من الزمن، وهذا الشرط يصبح ضرورياً لمنع المضاربة في

¹ السيد سابق، فقه السنة، مرجع سبق ذكره، 88/12.

² عبد الله بن محمد بن حمد الرزين، أسواق المال، مرجع سبق ذكره، 191.

سوق الأوراق المالية، أما المدة الزمنية فيترك أمرها للسلطات النقدية لتحديدها حسب الحاجة والظروف الإقتصادية وطبيعة الإستثمارات.

إن اجتناب المضاربات المدمرة للأسواق والمنشئة للأزمات بالأخذ بالضوابط الشرعية التي تحرص على تخفيف الغرر والجهالة وعلى التقارب بين أسعار الأسهم السوقية، والقيمة الإقتصادية الحقيقية، بالإضافة إلى كبح الممارسات التجارية غير العادلة، والقضاء على التلاعب في أسعار الأسهم من جانب السماسرة، يساعد على تنظيم سوق الأوراق المالية تنظيماً سليماً وجعل أداء المعاملات فيها أداءً مستقرًا، وتحقيق أهداف الإقتصاد الإسلامي من خلال التطبيق للتعاليم الإسلامية.

5- إشهار المعلومات والإفصاح المالي:

من متطلبات حرية السوق أن تكون جميع المعلومات متاحة لجميع المتعاملين بصورة متساوية، لأن المعلومات - كما هو معروف - أثرها على عقد الصفقات، وارتفاع أو انخفاض الأسعار تبعاً للمعلومات الموجودة، فالنشرات اليومية والدورية، والتعريف الواضح بمراكز الشركات خلال فترات منتظمة، كل ذلك يساعد على وجود سوق منتظمة ومستقرة، وبعيدة عن الأزمات أو الإفتعالات.

6- وضع هيئة استشارية:

إن القليل من المتعاملين في سوق الأوراق المالية من يملك الخبرة بل والقدرة على استعمال المعلومات المتاحة والإستفادة منها. ولذلك، فوجود هيئة استشارية مجانية أو بعمولة رمزية يساعد كثيراً متعاملي السوق على تخطي المشكلات المالية، وتجنب الأخطاء التي كثيراً ما يقع فيها أولئك نتيجة جهلهم بكيفية التعامل في هذه الأسواق.

7- تحكيم نظام الضوابط الشرعية في المعاملات المالية:

على الرغم من شيوع استخدام مصطلح "نظام الضوابط الشرعية" في صناعة الخدمات المالية الإسلامية للإشارة إلى الهياكل والإجراءات المعتمدة من قبل أصحاب المصالح في تلك الصناعة، للتأكد من الإلتزام بأحكام الشريعة ومبادئها، إلا أن ذلك المصطلح لم يُعرّف تعريفاً مناسباً. لذلك أصدر مجلس الخدمات المالية الإسلامية وثيقة في ديسمبر 2008 تعتمد التعريف التالي لـ "نظام الضوابط الشرعية": هو ذلك النظام الذي يشير إلى مجموعة الترتيبات المؤسسية والتنظيمية التي تتأكد من خلالها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن هناك إشرافاً شرعياً فعّالاً مستقلاً على كل وحدة من الهياكل والإجراءات التالية:

- إصدار الفتاوى والقرارات الشرعية التي تحكم كل قراراتها، والتي تمتلك سلطة إصدارها هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، وهي على درجة عالية من الأهمية¹، وهي جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والإقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية، ومراقبتها والإشراف عليها، بالتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتكون فتاواها وقراراتها ملزمة للمؤسسة²، فعندما يتم تطبيق فتوى أو قرار شرعي، فإنه يصبح "حكماً شرعياً" له الأثر القانوني الكامل الملزم لمؤسسة الخدمات المالية الإسلامية.
- نشر المعلومات المتعلقة بالفتاوى/القرارات الشرعية بين الموظفين العاملين في مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية الذين يراقبون يومياً الإلتزام بالفتاوى/القرارات الشرعية على كل مستويات العمليات وفي كل المعاملات.
- مراجعة/تدقيق دوري للإلتزام الشرعي الداخلي (ربع سنوي، نصف سنوي، سنوي).
- أن تتضمن عملية المراجعة/التدقيق الخارجي على الإلتزام الشرعي التأكد من أن المراجعة/التدقيق الخارجي قد تمت بطريقة مناسبة وأنها تلي المتطلبات.

و يتوقف تحقيق هذا الأسلوب أو النظام على جملة من المبادئ، أهمها:

- أ- يجب أن يكون هيكل الضوابط الشرعية المعتمد من قبل مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية متكافئاً مع حجم وتعقيد وطبيعة عملها، ومتناسباً معه. فمن المتوقع أن احتياجات متطلبات الضوابط الشرعية لمختلف أنواع مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية، التي قد تكون متشابهة مبدئياً، قد تكون مختلفة في الممارسة العملية. وعلى سبيل المثال، فإن البنك التقليدي الذي يقوم بمعاملات مالية إسلامية محدودة سواء كانت بشكل خاص، أو من خلال "نافذة إسلامية" لا يمكن أن يتوقع أن يكون له إطار ضوابط شرعية داخلي يماثل ذلك الموجود في مؤسسة خدمات مالية إسلامية قائمة بذاتها أو في نافذة إسلامية ذات تشكيلة واسعة من المنتجات المالية الإسلامية.

¹ هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على المؤسسات المالية الإسلامية أهمية كبيرة لا تخفى على كل مطلع على العمل المصرفي، وترجع هذه الأهمية لأسباب عديدة. للإطلاع على التفاصيل، أنظر:

- علي بن محمد العيدروس، الرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية (تعريفها، أهميتها، ضوابط العاملين فيها، مجالات عملها، تفعيلها)، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 21 ماي- 03 جوان 2009، ص: 21.

- حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 36-37.

- عبد الحق حميش، تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد الرابع، العدد الأول، 2007، ص: 108.

² أحمد محي الدين، حدود الهيئات الشرعية وإدارات المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الإلتزام بالأحكام الشرعية، المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 05.

وبالمثل، قد تتطلب برامج الإستثمار الجماعي الإسلامي أو صناديق الإستثمار الإسلامية مجموعة معينة من المهارات المختلفة لدى أعضاء الهيئة الشرعية، مقارنة بما يتوقع من الهيئة الشرعية في مؤسسة التكافل¹.

ب- يجب أن تتأكد كل مؤسسة خدمات مالية إسلامية أن الهيئة الشرعية لديها:

- شروط توظيف واضحة تتعلق بتعيينها ومسئولياتها.
- إجراءات تشغيلية واضحة وخطوط محددة جيدة للتقارير.
- الفهم الجيد والتعود على أخلاق وسلوكيات المهنة.
- ج- يجب أن يتمتع هذا النظام بالكفاءة²، استقلالية الرقابة الشرعية³، السرية والتناسق.

8- اعتماد المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة ووضع الإطار السليم لها:

إن بناء معايير إسلامية للمحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية واعتمادها تحقق العديد من الأغراض، ومن أهمها ما يلي⁴:

- أنها تشكل مرجعاً ومنهج عمل يرجع إليه المحاسب عند تنفيذ العمليات المحاسبية.
- أنها تشكل خارطة طريق، حيث توضح تلك المعايير المعالجات المحاسبية لعمليات المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية، وهذا يحقق مبدأ التوحيد والثبات.
- أنها تساعد في رفع كفاءة الأداء المحاسبي في المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ولا سيما بالنسبة للمحاسبين الجدد.
- أنها تساعد في إجراء المقارنات بين القوائم المالية لمجموعة المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية لإتخاذ القرارات المختلفة.
- أنها تعتبر وسيلة موضوعية لتقويم الأداء المحاسبي وتطويره إلى الأفضل ولا سيما في ظل العولمة وانتشار التكتلات الإقليمية والدولية.
- أنها تعتبر المرجعية لأجهزة الرقابة الخارجية على حسابات المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية مثل المصارف ومؤسسات النقد ومراقب الحسابات.

¹ للإطلاع أكثر على مفهوم "برامج الإستثمار الجماعي الإسلامي" ومبادئه الإرشادية، راجع في ذلك: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الإستثمار الجماعي الإسلامي، يناير 2009، ص: 03-37.

² الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لنظام الضوابط الشرعية، مسودة مشروع، الملحق الخامس (أمثلة عن مقاييس أداء الهيئة الشرعية)، ديسمبر 2009، ص: 47.

³ راجع: عبد الكرم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

⁴ رائد جبر، مروان أبو فضة، المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة: واقع وتطلعات (الجزء الأول)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثامن عشر، العدد الأول، السنة الثامنة عشرة، جانفي 2010، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ص: 07.

- أنها تساعد في تحقيق الثقة في القوائم المالية المنشورة للمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية على المستوى الوطني والإقليمي والعالمي.
 - أنها تشكل هدفاً مهماً للقيام بالعمليات الدارسية والبحثية في المعاهد والكليات والجامعات على المستويات المحلية والعالمية.
 - أنها تساعد في تحقيق التعاون والتنسيق بين المؤسسات والهيئات والمراكز المحاسبية المحلية والإقليمية والعالمية.
- ومن الخصائص المميزة للمعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة التي يجب أن تتصف بها، الخصائص والصفات التالية:
- **المشروعية:** حيث أنها تنبثق بالضرورة من أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وبالتالي تنتفي احتمالات التعارض معها.
 - **القيم:** حيث تقوم هذه المعايير على مجموعة من القيم الإيمانية والأخلاقية والسلوكية الطيبة المستنبطة من مصادر الشريعة الإسلامية.
 - **الموضوعية:** حيث تعتمد على أدلة إثبات قوية، ولا يلجأ إلى التقدير الحكمي إلا إذا تعذر تطبيق القياس الفعلي.
 - **الفطرة:** حيث تتفق مع فطرة ما تفتقت عنه عقول البشرية الملتزمة بشرع الله سبحانه وتعالى.
 - **المعاصرة:** حيث تسمح باستخدام أساليب التقنية المعاصرة في تنفيذ أداء العمليات المحاسبية، طالما أنها لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.
 - **المرونة:** حيث تسمح بالإجتهد في الحالات التطبيقية غير المخالفة صراحة لأحكام الشريعة الإسلامية، أي أنها تسمح بالإجتهد الشخصي، وهذا يعطيها خاصية الملاءمة لكل زمان ومكان.
 - **العالمية:** بما أن الإسلام هو للناس كافة، وأنه يتصف بصفة العالمية، فإن كل ما يصدر عنه من قيم ومبادئ وأعراف ومعايير وأسس تكتسب بالضرورة صفة العالمية.
- ومن أجل تحقيق القبول العام للمعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة، يجب أن تتوفر فيها الصفات التالية¹:
- الإتساق مع الأعراف والقواعد الدولية.
 - توسيع دور الجهات الرقابية والمؤسسات المالية الإسلامية ومشاركتها في إعداد المعايير المحاسبية.
 - إعداد أدلة للتدقيق تتوافق مع القواعد المحاسبية المعتمدة.
 - إستكمال المعايير المحاسبية والعمل على تحديثها لمواكبة التطورات المستمرة.

¹ رائد جبر، مروان أبو فضة، المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة: واقع وتطلعات (الجزء الأول)، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

ولكي تكتسب المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة صفة العالمية والقبول على المستوى الدولي، فإنه يجب أن تعمل الجهات المختصة على ربطها وتطويرها بما يتوافق مع المعايير المحاسبية المعتمدة عالمياً وتحقيق التنسيق والتكامل معها، وتخرجها لتكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ومن النتائج المؤكدة الحدوث هو أن وجود المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة يزيد من إمكانيات قيام أسواق مالية إسلامية ويرفع من كفاءتها وشفافية المعلومات ودقتها، ويمكن من الممارسة السليمة والفاعلة للحكومة، وهذه خطوات أساسية لتطوير والنهوض بالعمل المصرفي الإسلامي، ومن ثم التقدم في إنجاز وتنفيذ صيغ الإستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وانتهاءً إلى تكوين حصانة قوية لمنع الكثير من حالات عدم الإستقرار المالي داخل الأسواق المالية العربية والإسلامية.

المبحث الثالث: التحول إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية

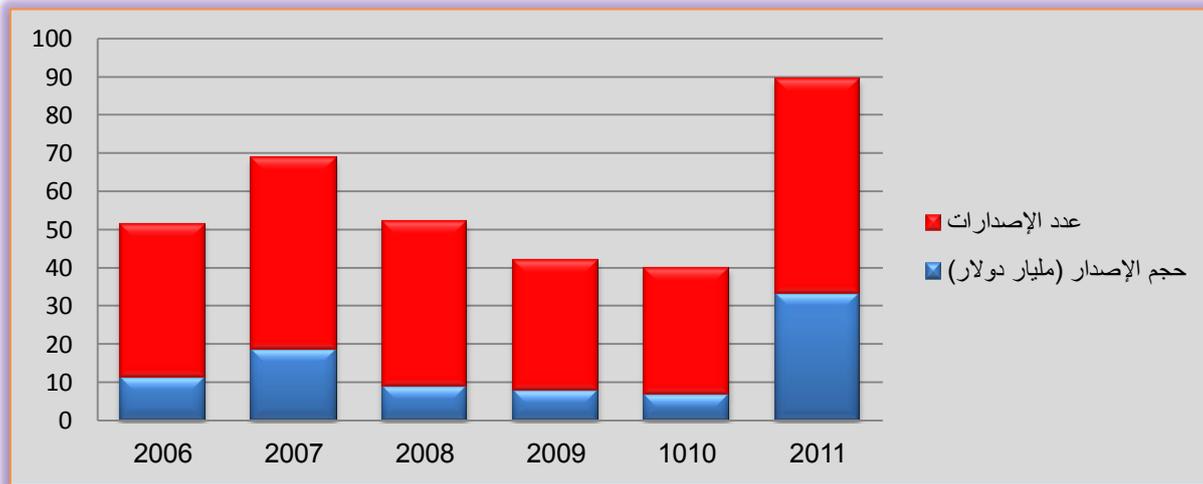
يقضي التحول إلى سوق إسلامية للأوراق المالية إلى تغيير سوق الأوراق المالية لجزء من أساليب عملها وأنشطتها وممارساتها، التي هي محل مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وإحلال أو إضافة الأساليب والأنشطة والممارسات، التي هي محل اتفاق لأحكام الشريعة الإسلامية، دون التوقف عن العمل، وذلك من خلال التدرج، بحيث تصبح جميع أو أغلب أعمال البورصة وأنشطتها منسجمة وموائمة لقواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وضمن مبدأ الإستطاعة العامة، مع الإبقاء على ما لا يخالف أحكام الشريعة من الأساليب والأنشطة التقليدية المعتادة. وإذا أردنا لأسواق الأوراق المالية العربية أن تكون ذات مناعة قوية تجاه الأزمات المالية المستقبلية، فعلى أن نسلح سبيل تحويلها كلياً نحو أسواق إسلامية، وسيدعم ذلك التحول ما تمتلكه الدول العربية من مقومات محفزة، ولما لأسواق الأوراق المالية الإسلامية بطبيعتها من دور في صناعة التحول للأزمات المالية.

المطلب الأول: المقومات المحفزة على إنشاء أسواق مالية إسلامية عربياً

1- نمو سريع في صناعة الصكوك الإسلامية:

بلغت القيمة الإجمالية للإصدارات من الصكوك في المنطقة العربية 87.6 مليار دولار (256 إصداراً) خلال الفترة 2006-2011 حسبما يظهره الشكل رقم (04-02):
شكل رقم (04-02):

نشاط إصدار الصكوك الإسلامية في المنطقة العربية للفترة (2006-2011)



المصدر: من إعداد الباحث، بالإستناد إلى:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص: 144.
- البيان الاقتصادي، 84.1 مليار دولار سندات وصكوك خليجية في 2011، صحيفة كويتية متخصصة، الكويت، مقال منشور بتاريخ 2012/02/07، على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://www.albayan.ae/economy/the-world-today/2012-02-07-1.1587501> consulté le 23/08/2012.

والملفت للإنتباه أن إصدار الصكوك في الدول العربية قد انحصر في دول مجلس التعاون الخليجي (الإمارات، السعودية، البحرين وقطر). وقد تصدرت السعودية المرتبة الأولى من حيث قيمة إصدارات الصكوك خلال سنة 2010 بنحو 3.003 مليار دولار، تلتها قطر بقيمة إجمالية بلغت 2.123 مليار دولار، فالإمارات بنحو 1.084 مليار دولار، ثم البحرين بنحو 0.700 مليار دولار. أما فيما يخص نوع الصكوك المصدرة في الدول العربية خلال سنة 2010، فقد احتلت صكوك الإجارة المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار بنحو 2.44 مليار دولار، تلتها صكوك الإستثمار بنحو 1.87 مليار دولار، ثم صكوك المشاركة بنحو 0.75 مليار دولار، فصكوك المراجعة بنحو 0.52 مليار دولار، ثم صكوك السلم والوكالة والوكالة بالإستثمار مجتمعة بنحو 1.33 مليار دولار¹.

ويُلفت الشكل أعلاه إنتباهنا إلى مدى تأثر صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية بالأزمة المالية العالمية في السنوات 2008، 2009 و2010، حيث تواصل تراجع نشاط إصدار الصكوك خلال سنة 2010 بنسبة 63.7% لتبلغ القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي 6.9 مليار دولار مقابل 19 مليار دولار سنة 2007.

وانطلاقاً من سنة 2011، عرفت صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية والإسلامية نمواً قياسياً غير مسبوق لاسيما خلال النصف الأول من سنة 2012. فحسب التقرير الشهري لشركة "بيتك للأبحاث المحدودة" التابعة لمجموعة بيت التمويل الكويتي "بيتك" أن سوق الصكوك العالمية نمت مسجلة إجمالي إصدارات بلغت نحو 66.4 مليار دولار خلال النصف الأول من سنة 2012، منها 10.7 مليار دولار خلال شهر جوان فقط، مقارنة بالنصف الأول من سنة 2011 والتي بلغت 47.7 مليار دولار وهو ما يمثل نمواً بنسبة 39%²، كما شهدت نفس الفترة عدداً من الإصدارات بلغ 415 إصداراً، وتفصيل كل ذلك التطور نبيته في الجدول رقم (04-02) التالي:

¹ لتفاصيل أكثر أنظر:

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

- نافذ المرش، واقع إصدارات الأدوات الإستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى

2010/11/19، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مقال منشور بتاريخ 2011/02/13 على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=15739&Cat=12&RetId=0> consulté le 07/08/2012.

² الوطن الإقتصادي، "بيتك": 66.4 مليار دولار حجم إصدارات الصكوك خلال النصف الأول، العدد 7569/13123، السنة 51،

2012/07/03، الكويت، ص: 50.

جدول رقم (04-02):

تطور صناعة الصكوك الإسلامية خلال الربع الأول من سنة 2012

المتوسط	المجموع	جان	ماي	أفريل	مارس	فيفري	جانفي		
11.06	66.4	10.7	8.4	6.9	12.2	8	20.2	الحجم	حجم وعدد الإصدارات
69	415	74	95	48	81	50	67	العدد	(مليار دولار)
62	--	57.5	69.1	85	64.5	76	19.9	%	الإصدارات السيادية
25	148	29	32	26	24	22	15	العدد	
27.37	--	18.4	30.9	15	18.2	21.4	60.3	%	إصدارات الشركات
43	257	40	63	22	54	27	51	العدد	
10.63	--	24.1	00	00	17.3	2.6	19.8	%	إصدارات الهيئات المرتبطة
02	10	05	00	00	03	01	01	العدد	بالحكومات

المصدر: من إعداد الباحث، بالإستناد إلى:

- التقارير الشهرية لشركة "بيتك للأبحاث المحدودة" التابعة لبيت التمويل الكويتي للفترة جانفي-جوان 2012.
- صحيفة "الوطن الإقتصادي"، العددان: 13062 (2012/05/03، ص: 57) و 13095 (2012/06/05، ص: 49)، السنة 51، الكويت.
- القبس الإقتصادي، العددان: 13898 (2012/02/08، السنة 40، ص: 34) و 13923 (2012/03/05، السنة 41، ص: 34)، الكويت.
- موقع زاوية (www.zawya.com).

ويرجع السبب في زيادة الإصدارات خلال الفترة الموضحة في الجدول أعلاه إلى الإصدارات الحكومية والتي بلغت نسبة استحوادها على سوق الصكوك العالمية 62%، أي ما يعادل قيمة إصدارات قدرها حوالي 41.2 مليار دولار، مقابل نسبة استحواد بلغت 27.37% و 10.63% لصالح كل من الشركات والهيئات المرتبطة بالحكومة على التوالي.

وفيما يخص التوقعات لسوق الصكوك في المستقبل، توقعت مؤسسة "تومسون رويترز" زيادة الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية من 140 مليار دولار في سنة 2012 إلى 420 مليار دولار بحلول 2016. وأشارت ذات المؤسسة في دراسة حديثة صادرة عنها بعنوان "توقعات وآفاق الصكوك الإسلامية" إلى أن معروض الصكوك بالأسواق العالمية سيشهد نمواً مطرداً، متوقّعة أن تزيد الفجوة بين الطلب والعرض إلى أكثر من 280 مليار دولار في السنوات الأربع المقبلة. وتوقعت الدراسة أن يُخصّص المستثمرون 50% من محافظهم لاستثمارات التمويل الإسلامي، حيث سيذهب ما بين 35% و 40% من هذه المخصصات للصكوك¹.

¹ الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق: الصكوك في 30 سؤال وجواب، مجلة التمويل الإسلامي، العدد الأول، مارس 2013، ص: 05.

2- ملأة القطاع المصرفي الإسلامي:

بلغ عدد المصارف الإسلامية في الدول العربية نحو 106 بنهاية سنة 2011. وتشير تقديرات اتحاد المصارف العربية إلى بلوغ مجموع أصول المصارف الإسلامية العربية نحو 365 مليار دولار بنهاية سنة 2011 مقارنة بنحو 328 مليار دولار بنهاية العام 2010 (أي بزيادة نحو 11%). وبالنسبة للحصة السوقية لأصول المصارف الإسلامية من مجموع أصول القطاع المصرفي لكل دولة، فقد بلغت بنهاية سنة 2011 في الإمارات العربية 16.4%، السعودية 21%، البحرين 20.7%، قطر 22.7%، الكويت 42.7%، لبنان 0.7%، الأردن 11.6%، فلسطين 7.6%، مصر 5.3% وفي موريتانيا 8.9%¹.

وشكلت أصول المصارف الإسلامية في 5 دول خليجية نحو 86% من مجموع أصول المصارف الإسلامية العربية (ما يساوي نحو 314 مليار دولار). في المقابل بلغت حصة المصارف الإسلامية في الدول العربية الأخرى (وهي موريتانيا، تونس، فلسطين، لبنان، سوريا، الجزائر، اليمن، الأردن، العراق، مصر والسودان) نحو 14% من مجموع المصارف الإسلامية العربية وهو ما يساوي 50 مليار دولار.

وإضافة إلى التركيز الجغرافي للمصارف الإسلامية العربية، نشير إلى تركيز كبير بالنسبة للحصة السوقية لأكثر عشرة مصارف والتي بلغت مجموع أصول أول عشرة مصارف نحو 230 مليار دولار (وهو ما يشكل نسبة 63% من مجموع أصول المصارف الإسلامية العربية، و73% من مجموع المصارف الإسلامية الخليجية) في حين بلغت الودائع فيها قرابة 165 مليار دولار وحقوق الملكية 33 مليار دولار، بينما سجلت أرباحاً نوعية بنحو 4 مليارات دولار².

وبالمقابل، وصل عدد المؤسسات المالية الإسلامية حول العالم بنهاية سنة 2011 إلى 675 مؤسسة مسجلة في 55 بلداً. وبلغ حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة 1.087 مليار دولار بنهاية سنة 2011 (بزيادة 21.5% عن سنة 2010)، و1.13 تريليون دولار بنهاية سنة 2012 (منها 127 مليار دولار أصول بنوك إسلامية خليجية خلال الفترة 2010-2012 فقط) (أنظر الشكل (03-04)). وبلغت حصة منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بنهاية سنة 2010 نحو 14% من مجموع تلك الأصول ودول الخليج العربية نحو 25%³.

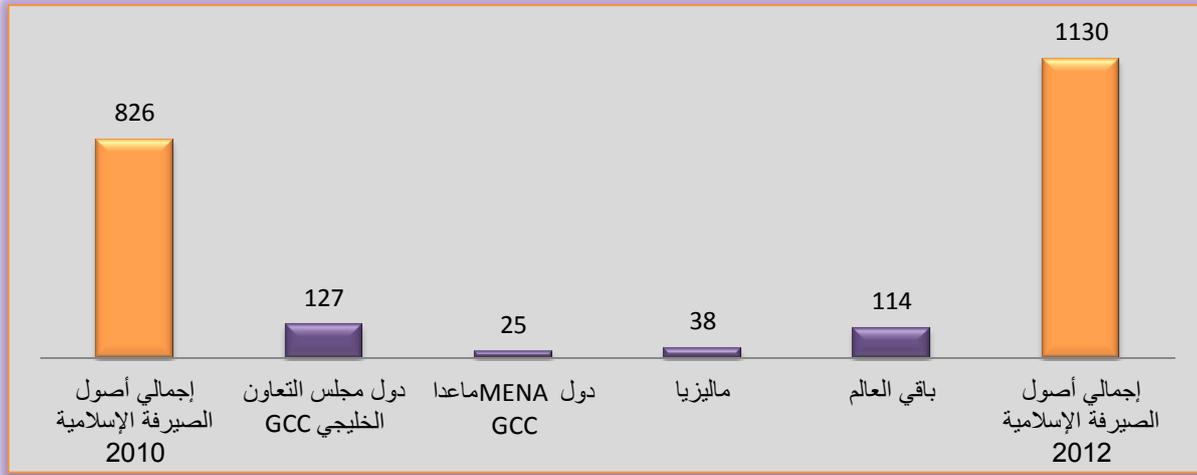
¹ رشيد الشنطي، 314 مليار دولار حجم أصول المصارف الإسلامية في 5 دول خليجية مشكلة ما نسبته 86% من إجمالي الأصول في المصارف العربية، صحيفة الجزيرة، العدد 14567، الصادرة بتاريخ 2012/05/16، مؤسسة الجزيرة للصحافة والطباعة والنشر - الرياض، المملكة السعودية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.al-jazirah.com/2012/20120816/ee3.htm> consulté le 24/08/2012

² نفس المرجع السابق.

³ أنظر:

شكل رقم (04-03):

نمو أصول الصيرفة الإسلامية خلال الفترة (2010-2012) بمليارات الدولارات



Source: Ernst & Young, **World Islamic Banking Competitiveness**, Report 2011-2012, 18th Annual World Islamic Banking Conference (WIBC), Dubai, UAE, 2012, p: 05.

ويُتَوَقَّع أن تشهد المرحلة المقبلة تصاعدا كبيرا في نظام الصيرفة الإسلامية، حيث من المتوقع أن تصل نسبة استحواذها إلى إجمالي الأصول المصرفية العربية إلى نحو 40% بنهاية عام 2013، حيث يصل إجمالي أصول البنوك العاملة في الدول العربية إلى نحو 2.6 تريليون دولار، كما يُتَوَقَّع أن تصل الصيرفة الإسلامية منها بحلول 2013 إلى نحو 1.2 تريليون دولار¹.

3- إنتعاش صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية:

جاء في التقرير الذي أعدته شركة "بيتك للأبحاث" التابعة لمجموعة بيت التمويل الكويتي (بيتك) والصادر في الربع الأول من سنة 2012 إلى أن أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية نمت عالميا وصولا إلى 60 مليار دولار سنة 2011، وذلك ارتفاعا من 58 مليار دولار في عام 2010، وأن النسبة الكبرى من هذه الأصول تتركز في السوقين السعودي والماليزي، وبالمثل نما عدد الصناديق في سنة 2011، حيث بلغ عددها 876 صندوقا، وذلك ارتفاعا من عددها في سنة 2010 والذي بلغ 812 صندوقا، ويعود السبب في هذا النمو المتواضع والذي جاء بأقل من المتوقع لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، إلى الإضطرابات في أسواق الأسهم وسط التقلبات الاقتصادية العالمية طوال 2011.

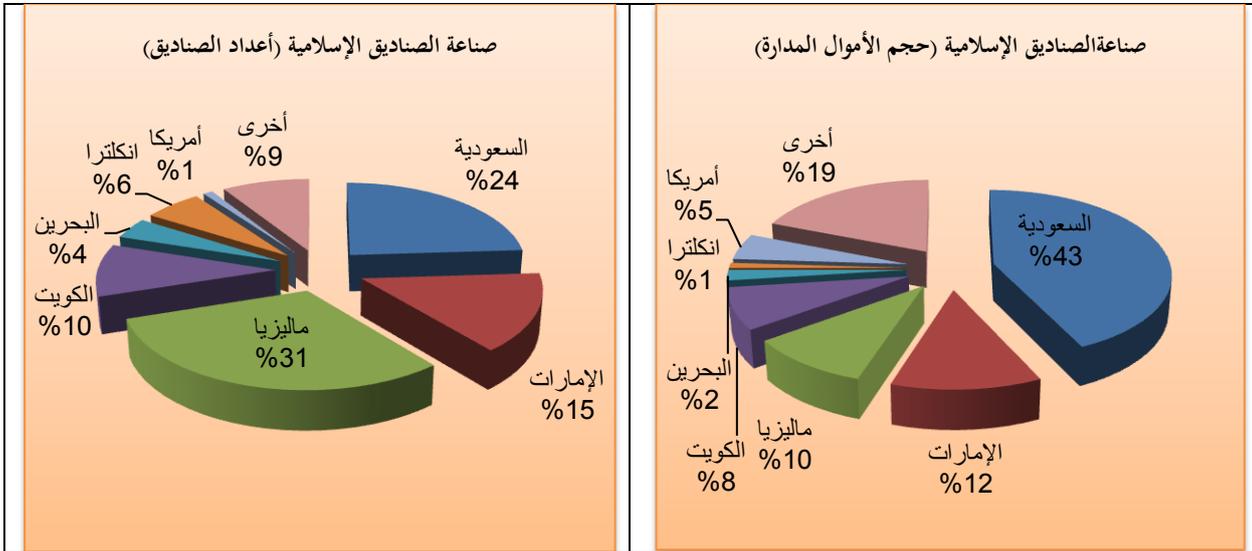
¹ يومية الوطن الاقتصادية، 40% من أصول المصارف العربية "إسلامية" في 2013، نقلا عن مداخلة الأمين العام لإتحاد المصارف العربية في مؤتمر قانون الإمتثال الضريبي على حسابات الأمريكيين الخارجية وتأثيراته على القطاع المصرفي العربي، المنعقد بشرم الشيخ بمصر في جويلية 2012، الصادرة بتاريخ 2012/07/08، البحرين، على الموقع الإلكتروني التالي:

http://alwatannews.net/NewsViewer.aspx?ID=sGQSO4Vu43E9dkIlfWRBcw_939_939_&item=x&AspxAutoDetectCookieSupport=1 consulté le 24/08/2012.

أما من حيث التوزيع الإقليمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية، فلا يزال المستثمرون من المملكة العربية السعودية يسيطرون على الحصة الكبرى في السوق، حيث تمثل الصناديق الاستثمارية الإسلامية من المملكة العربية السعودية نسبة 42.4% من إجمالي الصناعة، وتأتي ماليزيا في المركز الثاني حيث أنها تسيطر على أكثر من ربع الأصول لصناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، في حين أن الدول الـ 34 الأخرى تسيطر على بقية النسبة¹، أما من حيث حجم الأموال المدارة، فتستحوذ دول الخليج العربي وحدها على حوالي ثلثي (3/2) تلك الأموال، إذ تأتي السعودية في الصدارة بنسبة 43%، تليها الإمارات العربية بنسبة 12%، فالكويت بنسبة 8%، والبحرين بنسبة 2%، والنسبة الباقية لبقية الدول². أما من حيث عدد الصناديق الإسلامية، فتستأثر منطقة الخليج العربي بالنصيب الأكبر من إجمالي أعداد تلك الصناديق، حيث تستحوذ وحدها على حوالي 50% من حجم صناعة الصناديق الإسلامية في العالم، وتأتي المملكة العربية السعودية في المقدمة بحوالي مائتي صندوق ونسبة تقارب 24 % من عدد الصناديق حول العالم، تليها دولة الإمارات العربية المتحدة بنسبة 15%، ثم الكويت بنسبة 10%، ثم البحرين 4%، بينما تعتبر ماليزيا القائد من خارج المنطقة العربية بحوالي 24 % من صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية حول العالم³ (أنظر الشكل رقم (04-04)).

شكل رقم (04-04):

صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية 2011 (العدد وحجم الأموال المدارة)



المصدر: من إعداد الباحث إستناداً إلى ما سبق من تحليل.

¹ زاوية، "بيتك للأبحاث": 60 مليار دولار أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، مقال منشور بتاريخ 2012/03/10 على الموقع الإلكتروني

التالي: <http://ae.zawya.com/ar/story/ZAWYA20120310065400/lok065400120310/> consulté le 25/08/2012.

² القبس الإقتصادي، صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية تزدهر مجدداً، عدد 13659، السنة 40، بتاريخ 2011/06/08، الكويت، ص:

48.

³ زاوية، "بيتك للأبحاث": 60 مليار دولار أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

هذا وقد جاء في التقرير الذي أعده "بنك بويان" حول الصناديق الإسلامية الصادر في جوان 2011، أن هذه الأخيرة في طريقها لاستعادة عافيتها التي كانت عليها قبل الأزمة المالية العالمية. فالمتتبع لصناعة صناديق الإستثمار الإسلامية لا بد أن يلاحظ أن الأزمة المالية العالمية أثرت على هذه الصناعة الواعدة، حيث انخفضت الإصدارات الجديدة من صناديق الإستثمار الإسلامية من 173 صندوقاً جديداً في 2007 إلى 78 صندوقاً فقط في سنة 2008 بانخفاض 55 %، ثم 29 فقط في سنة 2009 بانخفاض قدره 83 %، ثم 46 صندوقاً في سنة 2010 بانخفاض بلغ 73 % عما كانت عليه في سنة 2007. وقد صاحب ذلك أيضاً ارتفاعاً في أعداد الصناديق التي تمت تصفيتها في سنوات 2008، 2009 و 2010 إلى 19 صندوقاً، 27 صندوقاً و 23 صندوقاً على التوالي، بينما لم يتجاوز ما تمت تصفيته في سنة 2007 عن 11 صندوقاً، أي بزيادة حوالي 60 % في الصناديق التي صفيت عما كانت عليه في سنة 2007¹ (أنظر الشكل رقم (05-06)).

4- غنى المنطقة العربية بالهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية:

تزخر البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية من عدد من المؤسسات الداعمة لها، أهمها:

1-4- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "AAOIFI": هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم. كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني (وخاصة برنامج المحاسب القانوني الإسلامي وبرنامج المراقب والمدقق الشرعي) في سعيها الرامي إلى رفع سوية الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط الحوكمة لدى مؤسساتها². لقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1990/02/26 في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في 1991/03/27 في البحرين. وبصفتها منظمة دولية مستقلة، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصفة الإعتبارية حول العالم (200 عضو من أكثر من 45 بلداً) ومنها المصارف المركزية والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها من الأطراف العاملة في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية الدولية. وقد حصلت الهيئة على الدعم الكبير لتطبيق المعايير الصادرة عنها، حيث تعتمد هذه المعايير اليوم في مملكة البحرين ومركز دبي المالي العالمي والأردن ولبنان وقطر والسودان وسوريا. كما أن الجهات

¹ أنظر:

- القبس الإقتصادي، صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية تزدهر مجدداً، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

- Ernst & Young, **Islamic Funds and Investments Report (IFIR 2011)**, 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011), Dubai, UAE, 2011, p: 08.

² الموقع الرسمي للهيئة: <http://www.aaofii.com/aaofii/arabic/>

المختصة في أستراليا وأندونيسيا وماليزيا وباكستان والمملكة العربية السعودية وجنوب أفريقيا أصدرت أدلة إرشادية مستمدة من معايير الهيئة وإصداراته.

تهدف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية إلى ما يلي¹:

- تطوير فكر المحاسبة والمراجعة والمجالات المصرفية ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية.
- نشر فكر المحاسبة والمراجعة المتعلقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية وتطبيقاته عن طريق التدريب وعقد الندوات وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث والتقارير وغير ذلك من الوسائل.
- إعداد وإصدار معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وتفسيرها للتوفيق ما بين الممارسات المحاسبية التي تتبعها المؤسسات المالية الإسلامية في إعداد قوائمها المالية وكذلك التوفيق بين إجراءات المراجعة التي تتبع في مراجعة القوائم المالية التي تعدها المؤسسات المالية الإسلامية.
- مراجعة وتعديل معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لتواكب التطور في أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية والتطور في فكر وتطبيقات المحاسبة والمراجعة.
- إعداد وإصدار ومراجعة وتعديل البيانات والإرشادات الخاصة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية فيما يتعلق بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين.
- السعي لاستخدام وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة والبيانات والإرشادات المتعلقة بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين، التي تصدرها الهيئة، من قبل كل من الجهات الرقابية ذات الصلة والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها ممن يباشر نشاطا ماليا إسلاميا ومكاتب المحاسبة والمراجعة.

4-2- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية "CIBAFI": يمارس عمله كمؤسسة تضع

على عاتقها تقوية الصناعة المالية الإسلامية، وتذليل الصعوبات التي قد تواجهها، خاصة في مسائل الاختلافات الفقهية في القضايا الحساسة، والإتهامات التي تطال المصارف الإسلامية نحو سعيها الطموح إلى "أسلمة" كافة منتجاتها المالية دون النظر لمقاصد الشريعة، وذلك عقب البروز والنمو الهائل في المصرفية الإسلامية وزيادة الإقبال عليها محليا وإقليميا. وتركز سياسة المجلس على أهداف متنوعة منها: حماية صناعة الخدمات المالية الإسلامية والحفاظ على سلامة منهجها ومسيرتها على الصعيدين النظري والتطبيقي، إلى جانب التعريف بخدمات هذه الصناعة، ونشر المفاهيم والقواعد والأحكام والمعلومات المتعلقة بها، وتعزيز التعاون بين أعضاء المجلس والمؤسسات

¹ الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: <http://www.aaofi.com/ar/about-aaofi/about-aaofi.html>

المشاهدة في المجالات التي تخدم الأهداف المشتركة، والمساهمة في نمو هذه الصناعة من خلال تشجيع خدمات البحوث والتطوير وتسجيل المنتجات وضمان جودتها الفنية والشرعية¹.

وسعيًا من المجلس لتحقيق تلك الأهداف، عمد إلى تنفيذ عدد من المشاريع التي تعود بالنفع والفائدة على الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، منها تأسيس مراكز مختلفة داخل المجلس، ومن هذه المراكز: مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي (مع العملاء والجمهور)، ومركز اعتماد التدريب المالي الإسلامي، ومركز المنتجات المالية الإسلامية، ومركز المعلومات والدراسات المالية، بالإضافة إلى تأسيس الهيئة الشرعية لتكون المرجعية العليا. وكل ذلك نابع من حرص المجلس على حماية هذه الصناعة وإزالة المعوقات واللبس الذي قد يعترئها.

3-4- مجلس الخدمات المالية الإسلامية "IFSB": هو هيئة دولية، تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وذلك بإصدار معايير رقابية ومبادئ إرشادية لهذه الصناعة التي تضم بصفة عامة قطاع البنوك، وسوق المال، والتكافل (التأمين الإسلامي). إن المعايير التي يعدها مجلس الخدمات المالية الإسلامية تتبّع إجراءات مفصّلة تمّ وصفها في وثيقة "الإرشادات والإجراءات لإعداد المعايير والمبادئ الإرشادية"، والتي تشمل، من بين أشياء أخرى، مسودة مشروع، عقد ورش عمل، وفي حالة الضرورة عقد جلسات استماع. يُعدّ مجلس الخدمات المالية الإسلامية أبحاثاً تتعلّق بهذه الصناعة، ويُنظم ندوات ومؤتمرات علمية للسلطات الرقابية وأصحاب الإهتمام بهذه الصناعة. ولتحقيق ذلك، يعمل المجلس مع مؤسسات دولية، وإقليمية، ووطنية ذات صلة، ومراكز أبحاث، ومعاهد تعليمية ومؤسسات عامة في هذه الصناعة².

4-4- هيئات الرقابة الشرعية بالمؤسسات المالية الإسلامية: ورد في تعريف الرقابة الشرعية جملة من التعاريف، منها تعريف مؤسسة الراجحي بأنها: "هي التأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى"³.

¹ أنظر:

- الموقع الإلكتروني الرسمي للمجلس: www.cibafi.org
- عز الدين حوجة، المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع استراتيجية طموحة لدعم صناعة المصرفية الإسلامية، الشرق الأوسط، العدد 10654، الصادرة بتاريخ 2008/01/29، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.aawsat.com/details.asp?section=58&article=456044&issueno=10654> consulté le 26/08/2012.

² أنظر:

- موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية: www.ifsb.org
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الإرشادات المتعلقة بالعناصر الرئيسية في إجراءات الرقابة الإشرافية للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية/التكافل وصناديق الإستثمار الإسلامية، كوالا لامبور، ماليزيا، ديسمبر 2007، ص: 01.

³ حمزة عبد الكريم حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

أما عن هيئة الرقابة الشرعية، فتعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية، وله إلمام بفقهاء المعاملات، ويعهد لهيئة الرقابة الشرعية توجيه نشاطات المؤسسة ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتكون فتاواها وقراراتها ملزمة للمؤسسة"¹.

وتبرز أهمية هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية (تقوم هذه المؤسسات بإمداد سوق الأوراق المالية الإسلامية بالأدوات الشرعية فضلاً عن أنها أهم أعضاء هذه السوق) وبالتالي سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عدة نقاط²:

- مراقبة ورصد عمل أسواق الإصدار المشككة من المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ومدى التزامها وتطبيقها في معاملاتها للأحكام الشرعية، فتقر ما يصح من المعاملات، وتنبه على المعاملات المحرمة لإجتنابها وإيجاد البديل الحلال لها.
- توعية العاملين في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتثقيفهم شرعياً.
- مراقبة الكيانات المالية والاستثمارية غير الجادة، والتي تنص نظمها الأساسية وقوانين إنشائها على أنها تعمل وفقاً لأحكام الشريعة دون وجود رقابة تكفل التحقق من ذلك.
- المشاركة في اختيار العاملين بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من الملتزمين بالإسلام، وتدريبهم وتوجيههم نحو تحقيق الأهداف والأغراض الشرعية لتلك المصارف والمؤسسات.
- تحقيق المتابعة المستمرة والمراجعة والتحليل بما يضمن تنفيذ العمل طبقاً لقواعد الشريعة الإسلامية، وبيان المشكلات والصعوبات وسبل حلها وتذليلها.
- التحقق من التزام الإدارة التنفيذية في المؤسسة المالية الإسلامية بعرض جميع المعاملات على هيئة الرقابة الشرعية.

وفيما يتعلق بتوزيع مناصب أعضاء هيئات الرقابة الشرعية، فهي تتركز بنسبة 59% في البنوك والنوفاذ وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية، يليها 16% في شركات التأمين الإسلامي (التكافل)، و12% في صناديق الاستثمار الإسلامية³.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الضبط للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم 01.

² طه محمد فارس، ضوابط وآليات اختيار أعضاء هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، 21 ماي - 03 جوان 2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 36-37، بتصرف من الباحث.

³ المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية - تحليل الواقع وآفاق المستقبل، البحرين، 2011، ص: 09.

4-5-5- الهيئات الشرعية للتصنيف الائتماني: وهي شركات تصدر تصنيفا شرعيا يعنى بمدى مطابقتها عمل أو أعمال أو خدمات العميل للراجح من أحكام الشرع بطلب من العميل؛ شركة كان أو هيئة أو فردا، أو بقصد بيان إبراء ذمته أمام عملاءه من الوقوع في المعاملات المحرمة أو المشبوهة شرعا، أو لبيان الحكم الشرعي لفئة من الناس المحتاجين لذلك"¹.

ونشير إلى أنه رغم أهمية التصنيف الائتماني والشرعي² لدى المؤسسات المالية الإسلامية وعملائها على حد سواء، إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية التي تقدم خدمة تصنيف المؤسسات ومنتجاتها ما زالت في بداية عملها وبعضها الآخر قيد التأسيس*، ولم تحز على القبول العام، الذي حازت عليه شركات التصنيف الائتمانية العالمية، مثل "موديز"، و"ستاندر آند بورز" و"فيتش"، وهي في العدد لا تتعدى ثلاث مؤسسات، ويتعلق الأمر ب:³

4-5-1- وكالة التصنيف المالية: الخاصة بتصنيف الشركات الإسلامية المالية.

4-5-2- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف: وهي أقدم مؤسسات التصنيف الإسلامية (2006)، انطلقت من البحرين، وقام بتأسيسها عدد من البنوك الإسلامية، ومؤسسات التصنيف الائتماني، بقيادة «البنك الإسلامي للتنمية»، وهدفها خدمة القطاع المالي والمصرفي الإسلامي، وذلك عبر توفير تقويم مستقل عن فعاليات ومنتجات هذا القطاع لمصلحة المستثمرين من جهات وأفراد. وتقدم الوكالة الإسلامية للتصنيف نوعين من التصنيف، هما:

- **تصنيف فني:** الغاية منه إبراز القوة والملاءة المالية للمصرف الإسلامي ومنتجاته.
- **تصنيف شرعي:** الغاية منه إبراز مدى موافقة المصرف الإسلامي أو منتجاته للمتطلبات الشرعية، والتزامه بتوجيهات هيئته الشرعية.

¹ شركة الفاروق للمطابقة والتصنيف الإسلامي (قيد التأسيس)، مفهوم عمل شركات التصنيف، على موقعها الإلكتروني:

<http://www.alfarograting.com/Concept.html> consulté le 10/11/2011.

² لتفاصيل أكثر حول أهمية التصنيف الشرعي وعناصر أخرى راجع: د بلعزوز بن علي، أ. مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسيب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، يومي 15-16 ديسمبر 2010، بجامعة الكويت.

* من ضمن شركات المطابقة والتصنيف الإسلامي قي التأسيس: شركة الفاروق للمطابقة والتصنيف الإسلامي.

³ نوري عيلا، رقابة: مؤسسات التصنيف الإسلامي في بداياتها ولم تحز القبول، جريدة الرؤية الاقتصادية، 2009/09/15، دبي، على الموقع:

4-5-3- الهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف¹: والتي من أبرز اهتماماتها مراجعة الأسس النظرية والشرعية التي

تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية، وكذلك التأكد من سلامة التطبيق العملي للمنتجات وموافقتها للمبادئ والأحكام الشرعية.

ولإنجاح دور تلك المؤسسات في التصنيف وكسب مصداقية شرعية ويذيع صيتها دولياً، وتستطيع الحد والتحوط من مخاطر الأزمات المالية وحتى التنبؤ بها، لا بد من توفر المتطلبات والشروط التالية:

- أن يكون الدور الرئيسي لوكالات التصنيف الشرعي في مجال التصنيف يتركز في تقييم مستوى التزام المؤسسات بالإجراءات المتبعة من قبل هيئات الرقابة الشرعية لديها من حيث الإلتزام بنصوص ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- بما أن جانب المشروعية هو الفيصل في ترجيح منتج على آخر بالنسبة للمتعاملين مع تلك الصناعة، فقد كان لزاماً أن يكون هذا العنصر قابلاً للقياس مع وجود طريقة للحكم على تلك المؤسسات والمنتجات بناءً على درجة التزامها بعنصر المشروعية. ويعد غياب هذا القياس بمثابة إعلان لتدهور النوعية الشرعية وتكون النتيجة أن يسود الحد الأدنى منها وليس الحد الأعلى.
- أن تهدف عملية التصنيف الشرعي إلى تعزيز الشفافية بشكل كبير، التي من شأنها تقليل المخاطر في الإستثمارات المتنوعة².
- أن تكون عمليات التصنيف على المؤسسات والشركات المالية والمصرفية إجبارية، ومن ثم تعميمه على الصكوك والسندات وكل المنتجات المالية المعروضة للتداول.

¹ للإطلاع على تفاصيل أكثر حول عمل ومهام ومنهج الهيئة الشرعية للرقابة والتصنيف، أنظر: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تقويم المنتجات المالية الإسلامية ومنهج عمل الهيئة الشرعية للتصنيف والرقابة، المملكة العربية السعودية، سبتمبر 2008، ص 05-07، على الموقع الإلكتروني للمجلس: www.cibafi.org

² جمال عباس زبيدي (الرئيس التنفيذي للوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف)، تصنيف الجودة الشرعية.. مطلب فرضه نمو قطاع المصرفية الإسلامية، مجلة المصرفية الإسلامية، 2010/03/01، العدد 11.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الإسلامية وصناعة التحوط للأزمات المالية

إن السعي لتطوير منتجات مالية إسلامية لمواجهة الأزمات والمخاطر، والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة الأعمال، وتكوين حصانة ضد الأزمات، أصبح من أولويات عمل المؤسسات المالية والمصرفية وأسواق رأس المال وفق ما يسمى بـ "الهندسة المالية"، والتي كانت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) مهدياً لها في منتصف ثمانينات القرن الماضي.

وإذا تعمقنا في الهندسة المالية التقليدية، نجد بوضوح الارتباط الوثيق بين درجة تطورها وتقدمها من جهة، والتسارع في عدد الأزمات المالية الناتجة عن هذا التطور من جهة أخرى. لذلك، فمهما تعددت وتطورت التشريعات والقوانين لتأطير هذا النوع من الهندسة المالية فلن يزيد ذلك من الأمر إلا تعقيداً وعرضة للأزمات والصدمات لخلو تصميم منتجاتها وأساليب تداولها من الضوابط الشرعية، وبالتالي يصبح الاتجاه الحتمي في وضع قواعد الإصدار والتداول للمنتجات المالية والاستثمارية هو الأخذ بمبدأ "الهندسة المالية الإسلامية"، وتعميمها بأهدافها وضوابطها الشرعية في أسواق الأوراق المالية، وصناعة التمويل السليم من خلالها.

فطريقة هندسة التمويل الإسلامية تجعل النظام المالي في مجمله أكثر استيعاباً للصدمات وأكثر صحة وقدرة على تقسيم أوسع وأشمل للمخاطر، وتساعد على إدخال الانضباط السوقي داخله¹.

يتبين للباحث من خلال ما سبق، أن إنشاء سوق عربية إسلامية محضة للأوراق المالية قائمة على الهندسة المالية الإسلامية الصحيحة، لديها ولأدواتها المالية من المميزات والإيجابيات ما يكفي لتجنب ومعالجة الأزمات المالية.

1- الهندسة المالية الإسلامية: درع الوقاية وجرعة العلاج للأزمات

1-1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

وُجدت الصناعة المالية الإسلامية من حيث الواقع منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية. وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال صلى الله عليه وسلم: "لا تفعل، بئع الجمع بالدرهم واشتر بالدرهم جنيباً"² إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلي الحاجات الإقتصادية دون الإخلال بالأحكام الشرعية.

¹ فضيل عبد القادر، النظام المالي الإسلامي: مستوعب أم معمم للصدمات، المؤتمر الدولي الرابع للصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، بنك السودان المركزي، 2010، ص: 02.

² صحيح الجامع، متفق عليه: 7378.

وبناءً على ذلك، يمكن أن نعرّف الهندسة المالية الإسلامية بأنها: "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل، وفق أحكام الشريعة الإسلامية وعدم الإخلال بها"¹. وبالتالي، نشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- إبتكار أدوات مالية إسلامية جديدة تتميز بالمصداقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية، مثل الصكوك.
- إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، كاستخدام الأنترنت مثلاً في التبادل.
- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

1-2- أهداف الهندسة المالية الإسلامية: تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، نوجزها فيما يلي²:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية، تمتاز بالمصداقية الشرعية.
- تحقيق الكفاءة الإقتصادية، حيث يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الإقتصادية عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.
- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية.
- المساهمة في إنعاش الإقتصاد وذلك بالإستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تُموَّل ريوياً.
- المساعدة في إدارة وتحقيق الموازنة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية.
- المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.
- توفير تمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الإقتصادية مما يُقلّل من الآثار التّضحُّمية.
- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التّمويل.
- تقليل مخاطر الإستثمار بتنويع صيغته.

¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004، ص: 05، 10-11، بتصرف من الباحث.

² هناء محمد هلال الخنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، 26/25 ذو الحجة 1431هـ/01-02 ديسمبر 2010م، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، ص: 08-09.

1-3- دور الهندسة المالية الإسلامية في صناعة التحوُّط للأزمات المالية: لقد استطاعت الهندسة المالية

الإسلامية الصحيحة، التي سبق وجودها وجود هذا المصطلح، أن تنتج كماً من الأدوات والحلول الفعّالة والمشروعة في قطاع التمويل والتجارة الحقيقية، ومن ذلك¹:

- تخريج صناديق الإستثمار والصكوك الإستثمارية بأنواعها، والتي مشروعيتها تقيّد بالأبعاد العقدية التي تحكم أطرافها، وبطبيعة نشاطها وبمعالجات التعامل بها، ولا شك أن وجودها يمكّن المستثمر من خفض المخاطر بتنوع محفظة أصوله.
- تبني عقود الإجارة التمويلية والإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، وهي أدوات ينبغي أن تمكّن مبادئها العقدية ثم ينظر في مثآلات تطبيقها بعد ذلك.
- البيع الآجل والبيع منجّم الثمن (البيع بتقسيت الثمن) لحل مشكلة نقص السيولة آنيّاً.
- بيع السّلم ليحل مشكلة تمويلية وتسويقية بتعجيل الثمن وتأجيل المثمن، وبعده جاء السّلم الموازي ليؤمّن كفاءة ذلك عند وجود الطرف الثالث.
- الوكالة التي تقيّم الوكيل الملتزم محل الأصل الذي يوكله في الحدود التي يرتضيها مما أقره الشارع.
- الكفالة التي تضم ذمة الغير الخالية من الالتزام إلى ذمة الملتزم تعضيداً لها وتدعيماً للمعاملات المالية.
- شركات الأموال لتحل مشكلة الحاجة إلى أحجام التمويل الكبيرة.
- شركة المضاربة لتحل مشكلة الحاجة المتبادلة بين العمل والمال.
- عقد البيع الذي ارتضاه المولى تعالى حلاً لانتقال الأعواض استجابة لحاجة المتبادلين إلى الأعيان والأثمان، ويسجّل للإسلام اهتمامه بعقد البيع وضبطه له على نحو معجز تتصاغر عنده كل معطيات الفكر الوضعي.
- الكتابة والإشهاد والرهن لحل مشكلات التوثيق الذي يستلزمه الائتمان.
- قبولها لمبدأ تسهيم رأس المال (تجزئته) لحل مشكلات أحجام التمويل الكبيرة، وحل مشكلة السيولة بتأمين التداول في الأسواق المالية.
- تحويل جهة الإلتزام ومكان إبرائه بواسطة الحوالات أو السفاتج والكمبيالات.
- تنقيد المبادلات لإخراج المتعاملين من دائرة ربا الفضل كما في حديث التمر الجمع والجنيب.
- ومن الحلول المالية التي عرفها الفقه الإسلامي مما يندرج في باب الحيل المشروعة، حل محمد بن الحسن الذي تلقاه ابن القيم بالقبول، لمشكلة نكول الموصف في بيع الموصفة بأن يشترط الموعد عند شرائه

¹ عبد الجبار السبھاني، الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوُّط، جامعة اليرموك، الأردن، مقال من الموقع الإلكتروني:

- المبيع خياراً يمكنه من رد المبيع إن نكل الواعد. أما الحل المعاصر لذات المشكلة والذي عليه العمل في حل المصارف الإسلامية فهو القول بإلزامية الوعد وهو حل يحيل الوعد إلى عقود لا خيار فيه.
- ومن الحلول المالية العملية والتي تبنتها كل المصارف التقليدية والإسلامية، ما كان يفعله عبد الله بن الزبير رضي الله عنه إذ كان يقبل المال من الناس على أنه قرض لا وديعة تحقيقاً لمشروعية الضمان ومشروعية الربح الذي يتولد عن التصرف به.
- استحداث الحنفية عقد الاستصناع وأفردوه عن السلم وخصّوه بشروط وقيود تحقيقاً لمقاصد إنتاجية وتمويلية.

2- إيجابيات ومميزات الإستثمار بالأدوات المالية الإسلامية:

- بناءً على ما تم ذكره من أنواع الصكوك الإسلامية وإبراز خصائصها وأهميتها الإقتصادية، فقد أتضح للباحث الإيجابيات والمزايا التي حضيت بها أدوات التمويل الإسلامية، والتي تؤدي إلى تفادي ومعالجة الأزمات المالية، نذكر منها:
- تعمل الأدوات المالية الإسلامية على زيادة التدفقات في الإستثمارات الإسلامية العربية، الأمر الذي يؤدي إلى انفتاح سوق المال الإسلامية العربية عالمياً.
- الإعتماد على مبدأ المشاركة المتنوعة والعادلة في العملية الإستثمارية بأحد عناصر الإنتاج (عمل أو رأس مال)، زيادة على ذلك اعتمادها مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا يؤدي إلى تشجيع وتدعيم أحد الطرفين المشاركين للآخر بقصد الحصول على أقصى الأرباح والتخلص من احتمالات الخسارة المشتركة التي يتحملها كلا الطرفين وتوزيع المخاطر¹.
- تقوم عملية ابتكار أدوات مالية وإستثمارية وتداولها في سوق الأوراق المالية العربية بدور كبير في إنشاء فرص الإستثمار، وتوجيه المدخرات إلى قنوات الإستثمار المختلفة وهو ما يعد أمراً حيوياً لدفع النمو الإقتصادي وتنشيط الإقتصاد العربي، كما يمكن استعمال صكوك التمويل من قبل البنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة شأنها في ذلك شأن سندات الدين².
- تقدم الأدوات الإستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية العربية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية. فعندما تتنوع الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظم قواعد

¹ قيصر عبد الكريم الميحي، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى 2006، ص: 65، بتصرف الباحث.

² بوابة المصرفية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، مقال على الرابط الإلكتروني التالي:

<http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603157516041573158716041575160516101577.html>

بتصرف الباحث 22/08/2011

- المعاملات فيها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع البنوك، وتصبح مصدراً أفضل لتمويل الإستثمار بالنسبة للمستثمرين.
- تعمل زيادة الأدوات المالية المعتمدة على صكوك التمويل الإسلامية على تقديم أسلوب جيد لإدارة السيولة في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتحسين كفاءة وتوسيع عمق الأسواق المالية العربية¹.
 - تقود أدوات التمويل الإسلامية إلى تطوير عمل المصارف الإسلامية العربية وتساعد على اندماجها في النظام المالي العالمي من خلال تداول الأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية.
 - تسهم في توسيع قاعدة المخاطرة وتوزيعها بإشتراك الممول مع المستثمر في المغامرات والمخاطر، وإرساء المخاطرة وعدم ترحيلها إلى الغير.
 - تعمل الأدوات المالية الإسلامية على ضبط عملية التوريق لتكون لأصول عينية وليس للديون، حيث أن الديون يمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول².

المطلب الثالث: منهج مقترح لتحويل سوق الأوراق المالية إلى سوق إسلامية

إن المتطلع على حالة أسواق الأوراق المالية العربية يتبين له الوضع التقليدي الذي تتمثل فيه هذه الأسواق، وأن من بين أنشطتها ما هو موافق لأحكام الشريعة الإسلامية وما هو مخالف لها، وما دام أن الجزء المخالف لأحكام الشريعة الإسلامية هو منبع الأزمات والمسؤول عن حالات عدم الإستقرار، فإن الباحث يقترح، من خلال هذا المطلب، نهجاً لتحويل كل سوق عربية للأوراق المالية نحو العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لتصبح سوقاً مالية إسلامية يسودها الإستقرار والإنضباط. ولتحقيق هذا التحوُّل، ينبغي إتباع عدة مراحل يسبقها تحديد دوافع ذلك التحوُّل وأساليبه على النحو الذي سيأتي:

1- تحديد دوافع التحوُّل وأساليبه:

1-1- تحديد دوافع تحويل سوق الأوراق المالية إلى سوق إسلامية: يصعب أن يُتخذ قرار التحول من سوق تقليدي للأوراق المالية إلى سوق إسلامي جُزائياً وبدون سبب، إذ لا بد من توفر دوافع من وراء قرار التحول، مع الإشارة إلى أن تلك الدوافع تختلف باختلاف الجهة مصدرة القرار. ولما كان المفهوم الإصطلاحي للتحوُّل هو "الانتقال من وضعٍ فاسدٍ شرعاً إلى وضعٍ صالحٍ شرعاً"³، فإنه وبالتأكيد مبرر أو أفضل من الوضع السابق قبل اتخاذ قرار التحول لسوق الأوراق المالية.

¹ بوابة المصرفية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره.

² محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة "الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الإقتصادات العربية"، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد، جامعة الأزهر، 11 شوال 1429هـ/11 أكتوبر 2008م، ص: 19.

³ سعود محمد الربيع، تحوُّل المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، منشورات مركز المخطوطات، الكويت، الطبعة الأولى، 1992، ص: 15.

وبناءً عليه يمكن التعرف على أبرز الدوافع التي تُؤدّي إلى تحوُّل بسوق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يمكن إرجاعها إلى ثلاثة دوافع هي¹:

1-1-1- الرغبة في إلزام أحكام الشريعة الإسلامية: وتتمثل هذه الرغبة في قناعة أصحاب القرار بأن الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مجالات الحياة عموماً، وفي معاملات أسواق الأوراق المالية خصوصاً، هو الأصلح لأوضاع البشر في دنياهم وآخرتهم، ولأن فيه رضى الله عزّ وجلّ، بغض النظر عن كون هذا التحوُّل سيحقق مزيداً من الأرباح أم لا.

1-1-2- توفُّع تحقيق أرباح إضافية: وينبع ذلك من تنامي معدلات الطلب على المنتجات المالية الإسلامية أكثر من معدلات الطلب على المنتجات المالية التقليدية، وينشط الإستثمار وترتفع معدلات العوائد، ومن المعلوم أن تفعيل السوق الأولية وزيادة عمليات الإدراج والتداول تتناسب طردياً مع إضافة الأرباح إلى موارد البورصة.

1-1-3- الدعم الحكومي الرسمي: يتخذ الدعم الحكومي الرسمي لظاهرة التحوُّل عدة أشكال، كالدعم التشريعي المتمثل في قوانين تتضمن نصوصاً وبنداً تتعلق بترخيص عملية التحوُّل، والدعم المادّي المتمثل في مساهمة الحكومة بحصة من رأس مال السوق المتحوّلة بهدف إنجاحها.

1-2- أساليب التحوُّل: يُقصد بأسلوب التحوُّل الطريقة التي تتبعها سوق الأوراق المالية في تنفيذ عملية التحوُّل للوصول إلى الشكل الذي قرّرت العمل من خلاله وفق أحكام الشريعة الإسلامية. وفيما يلي بيان أساليب التحوُّل:

1-2-1- أسلوب التحوُّل الجزئي: ويقصد به بأنه قرار باستحداث البورصة للأعمال والأنشطة المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقديمها جنباً إلى جنب مع باقي الأعمال التقليدية المخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، ويُعدُّ تجنُّب المزيد من التراجع السوقي وتحقيق المزيد من الأرباح من أبرز دوافع هذا التحوُّل. ولهذا الأسلوب شكلان أو صورتان:

أ- نافذة تقليدية في بورصة إسلامية: ويكون ذلك عند اتخاذ البورصة قراراً وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتوفير الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، مع عدم تحليتها عن تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية.

ب- نافذة إسلامية في بورصة تقليدية: ويكون ذلك إذا قررت بورصة الأوراق المالية التقليدية تقديم بعض المنتجات والخدمات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تصميم نافذة بهذا الخصوص، مع استمرارها في تقديم الأعمال والأنشطة المعتادة.

¹ لتفاصيل أكثر حول هذه الدوافع راجع: محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص: 129-133.

وبالتالي يمكن تصور أسلوب التحويل الجزئي بقيام إدارة البورصة الراغبة بالتحويل بتأسيس نافذة بشكلها الأولي، وبعد نجاح تجربة النموذج واكتساب الخبرة فيه، تبدأ إدارة البورصة الانتقال من هذا الشكل إلى الشكل المتقدم عنه، إلى أن تعمّم التجربة لتصل إلى الحدود التي رسمتها الإدارة لنفسها.

1-2-2- أسلوب التحوّل الفوري: وذلك بقيام البورصة التقليدية الراغبة بالتحويل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بإعداد برنامج شامل لتحويل البورصة كلياً أو جزئياً، على أساس تحديد موعد معيّن للتحوّل بالشكل النهائي المقرر الوصول إليه دفعة واحدة، وذلك بعد الإستعداد الكامل لهذه الخطوة.

1-2-3- أسلوب التحوّل المرحلي: هو عبارة عن قيام إدارة البورصة بإعداد خطة شاملة ومتكاملة لكل أقسام البورصة، لتحويلها للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، طبقاً لبرنامج مرحلي على أساس جدولة مراحل التحوّل زمنياً وفقاً لمعايير شرعية وقانونية وإقتصادية.

2- متطلبات (مراحل) تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية:

1-2-1- المتطلبات القانونية للتحوّل (المرحلة الأولى): يُقصد بها مجموع الإجراءات والخطوات والتدابير التي توفر الغطاء القانوني، المطلوب تحقيقها في بورصة الأوراق المالية بهدف التحوّل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يمكن تسميتها بأنها بورصة قانونية، وتنبع أهمية المدخل القانوني من أهمية السوق المالي الذي يُعد في قمة البناء الإقتصادي المتطور¹.

ولتحقيق هدف العمل وفق أحكام القانون، يمكن البدء بالخطوات التالية:

1-1-2- الترخيص لعملية التحويل: بتقديم طلب رسمي للجهات المختصة (جهة حكومية أو جهة خاصة حسب تبعية البورصة) يُوضّح فيه أمور عدّة أهمها: رغبة أصحاب البورصة بالتحويل نحو العمل بأحكام الشريعة الإسلامية، مبررات هذا التحوّل، مزايا التحويل على البورصة وعلى الإقتصاد، وغيرها.

وفي حالة وجود قبول مبدئي من الجهات الرسمية لطلب التحوّل، يمكن لمجلس إدارة البورصة استكمال خطوات الوصول لقرار التحوّل داخلياً من خلال:

- عقد اجتماع للهيئة العامة للبورصة لمناقشة التحوّل والحصول على قرار الموافقة بالتصويت بأغلبية الأصوات بحسب القانون المعمول به.

- القيام بتشكيل لجنة تحضيرية تقوم بإعداد خطة استراتيجية متكاملة موضحاً فيها مهام اللجنة، مع بيان مراحل التحوّل الزمنية ومتطلبات كل مرحلة.

¹ محمود علي الجبالي، الأسواق المالية في الإسلام، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 1991، ص: 116.

- القيام بتعديل عقد التأسيس للبورصة ونظامها الأساسي الخاص بالأوراق المالية، وذلك بتضمينه نصوصاً تنسجم وخطوات التحوّل للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، لاسيما إلغاء تقديم الخدمات والمنتجات المالية التقليدية واستبدالها بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

2-1-2- الشروع في وضع الإطار القانوني للتحوّل (المرحلة الثانية): بعد موافقة الجهات الرسمية على الطلب المقدم واقتناعها به، تشرع في بحث وباستصدار قوانين ولوائح توضح مسار التحوّل وتنظّمه.

2-2- المتطلبات الشرعية للتحوّل: بعد بيان متطلبات المرحلة القانونية للتحوّل، لا بد أن يُتبع ذلك ببيان متطلبات المرحلة الشرعية للتحوّل، ويقصد بها مجموع الإجراءات والتعديلات والضوابط الشرعية المطلوب تحقيقها في بورصة الأوراق المالية بهدف التحوّل حتى يمكن وصفها بأنها تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، أو تسميتها بأنها بورصة إسلامية. وفيما يلي بيان أهم هذه المتطلبات:

2-2-1- تحديد ما ينبغي تحجّبه من الأنشطة: ومنها:

- تحجّب إدراج أو تداول أصول مالية مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية كالسندات الربوية والأسهم غير الشرعية.
- تحجّب التعامل داخل البورصة بأنواع من عقود ومعاملات التداول لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، مثل البيع على المشكوف، والشراء بالهامش، والمشتقات المالية التقليدية، وغيرها من العقود والبيوع المحرّمة.
- عدم استثمار أموال ميزانية البورصة الفائضة في أنشطة مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، ونخص بالذكر حالة البورصة التي تتخذ من الربحية هدفا لها، أما إن كانت بورصة غير ربحية فلا ينبغي لها أن تضع فوائضها المالية في حسابات مصرفية بالفائدة لتوفر البديل عن ذلك وهو الحسابات المصرفية الإسلامية.
- عدم الجمع بين موارد الخدمات والمنتجات المالية التقليدية ومثيلاتها الإسلامية في مراحل التحوّل الجزئي إلى أن يكتمل التحوّل كلياً.
- تحجّب أن تكون البورصة طرفاً في عقود غير مشروعة.

2-2-2- تحديد ما ينبغي القيام به من أنشطة: من ذلك ما يلي:

- إدراج وتداول كافة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، مثل الأسهم بضوابطها الشرعية، والصكوك الإستثمارية الإسلامية.
- توفير أشكال واسعة من عقود التداول داخل البورصة بأنواع من المعاملات تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، وتشمل كل المعاملات العاجلة والآجلة الإسلامية.
- وجوب استثمار أموال ميزانية البورصة الفائضة في أنشطة متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.
- التخلص من مصادر الأموال (المقبوضة وغير المقبوضة) غير المشروعة.

2-3-3- المتطلبات الإدارية والفنية للتحوّل (المرحلة الثالثة): تتكفل هذه المرحلة بتغطية الجانب العملي والتطبيقي، وتُعنى بالإجراءات التي تمس الجانب الإداري¹ في البورصة وتتطلبها عملية التحوّل. وتتمثل أهم متطلبات هذه المرحلة فيما يلي:

2-3-3-1- تعيين هيئة الرقابة الشرعية ولجنة تحضيرية لإدارة التحوّل لبورصة الأوراق المالية: بعد اتخاذ قرار التحوّل من الجهات المعنية (العامة أو الخاصة) والتأكد من عدم وجود معارضة قانونية مبدئية لهذه الخطوة، والتأكد من جدوى التحوّل إقتصادياً، يجب تعيين هيئة الرقابة الشرعية ولجنة تحضيرية لإدارة التحوّل بمهام موائمة لنوع الأسلوب الذي ترغب إدارة البورصة ممارسته لتحقيق الهدف، تُعنى بكل شؤونها، ويكون ارتباطها التنظيمي بمجلس إدارة البورصة، ويخولها بكل الصلاحيات ذات الصلة، ويوفر لها الدعم اللازم، ويتم عرض كل ما يتوصل إليه على هذا المجلس تحت إشراف ورقابة هيئة الرقابة الشرعية.

2-3-3-2- التأهيل والتدريب لقيادات العمل الجديد: التعليم والتدريب من أهم أركان نمو أي نظام²، فنجاح أسواق الأوراق المالية في تنفيذ استراتيجية التحوّل بكفاءة ومحاورها بكفاءة وفاعلية، هو أمر مرهون بتوفير كوادر بشرية عالية التأهيل، وإلا فإنها تستقطب المديرين والخبراء الماليين، من مصادر تقليدية، تفتقر إلى الخبرة الضرورية في العمل المصرفي الإسلامي³ وفي الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية.

ويقتضي هذا المتطلب تصميم برامج التأهيل والتدريب وفق رؤية لجنة إدارة التحوّل، وذلك بصياغة وتكوين وبناء الشخصية المرجوة لحمل عبء العمل في المؤسسات المالية الإسلامية بسماحتها الخاصة. فالتحوّل لا يتم آلياً وإنما بقيادة العنصر البشري، لذلك يجب أن تهدف عملية إعادة التأهيل والتدريب إلى تحقيق الأهداف التالية⁴:

- إعداد القوى العاملة في البورصة بما يناسب متطلبات الوظائف التي ستشغلها.
- إزالة اللبس في فهم تطبيقات الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية.
- توليد القناعات حول فكرة النظام الإسلامي في الأسواق المالية.
- صقل العلاقات الإنسانية بين القوى العاملة بالروح التعاونية.
- تخفيض معدل الأخطاء في ممارسة العمل الجديد في البورصة.
- رفع مستوى الأداء وتحسينه بما يُناسب خصوصية المنتج الإسلامي.

¹ سعود محمد الربيعة، تحوّل المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص: 381.

² أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 302.

³ منور إقبال وآخرون، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ط1، 1998، ص: 52-53.

⁴ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص: 245-246.

- التقليل من حدة الإشراف.
- رفع الروح المعنوية لدى القوى العاملة.
- تعميق الشعور بالمسؤولية الجماعية.
- تحقيق التنسيق بين الوحدات التي تم تحويلها.

2-3-3- إنشاء مؤشر مالي إسلامي: تتطلب عملية التحوّل إنشاء مؤشر إسلامي (أو مجموعة من المؤشرات القطاعية) لسوق الأوراق المالية يكون بديلاً عن المؤشر التقليدي بعد إكتمال التحوّل، وتوكل مهمة العناية بتوفير ذلك المؤشر إلى لجنة إدارة التحوّل. وتوجد بعض التجارب في إصدار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي في الأسواق العالمية يمكن الإسترشاد بها، من أهمها نذكر¹:

أ- مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي * "DJIMI":** أُعلن عن إطلاقه في 1999/02/09 في المنامة (البحرين)، يتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، تنتمي إلى 30 دولة بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية. وتم إختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، واستبعدت الشركات التي لا تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وقد أنشأ داو جونز مجلساً إستشارياً من علماء الشريعة الإسلامية، يساعد في عمليات الفرز والتصنيف لإختيار شركات المؤشر، وتنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم المكوّنة للمؤشرات ومراجعتها دورياً دون الإستشارات المالية الفنية.

ب- مؤشرات بورصة فاينانشيال تايمز الإسلامية العالمية "FTSE GIIS*":** صمّمت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 2000/07/13 مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركاتها القائدة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية العالمية. وتوجد خمسة مؤشرات **** من FTSE GIIS يتم حسابها على الأساس الإقليمي، وتغطي 29 دولة من أسواق المال العالمية. وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للإشراف التشريعي يضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية.

¹ لتفاصيل أكثر حول هذه المؤشرات راجع: حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل: 07-09 ربيع الثاني 1426هـ الموافق لـ 15-2005/05/17، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 1379-1383.

* تضم مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي ما يقرب من 50 مؤشراً أهمها مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الموسع الذي يغطي كل المناطق الرئيسية في العالم، ومؤشر داو جونز لسوق الأسهم التركي الإسلامي الذي تم الإعلان عنه في 2004/09/28 في المنتدى الدولي للتمويل الإسلامي باسطنبول.

** DJIMI: Dow Jones Islamic Market Index.

*** FTSE GIIS: FTSE Global Islamic Indices.

**** تتمثل هذه المؤشرات في: المؤشر الإسلامي لكل العالم، المؤشر الإسلامي لأمريكا، المؤشر الإسلامي لأوروبا، المؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك، والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا.

خلاصة الفصل:

إن الشريعة الإسلامية كفيلة بتحسين الأسواق المالية العربية بشكل خاص والإقتصاد العربي بشكل عام من التعرض للأزمات المالية، إذا ما تم الإلتزام بالشريعة بما تمثله من أسس ومفاهيم أخلاقية، لذلك تناول الباحث في هذا الفصل المنهجية الإسلامية في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية، إبتداءً بتشخيص أسباب الأزمات المالية من منظور إسلامي، ثم كيفية التحوُّط لتلك الأزمات بالأدوات والأساليب والضوابط الإسلامية، وإنتهاءً إلى وصف منهج للتحوُّل إلى أسواق إسلامية للأوراق المالية.

فإسقاط الضوابط الشرعية على آليات وأدوات التعامل داخل أسواق الأوراق المالية، يسمح باستخلاص، من وجهة النظر الإسلامية، الأسباب المنشئة للأزمات المالية، حيث تعتبر قيام المعاملات المالية على عقدي المضاربة غير الشرعية والمقامرة، وانتشار صور البيوع والشراءات والمعاملات القائمة على هذين العقدين، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية، أبرز الأسباب التي تعطي أسواق الأوراق المالية حالة مستمرة من عدم الإستقرار وتوقعها في دائرة الأزمات.

وبعد تشخيص أسباب الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، يُعدُّ البحث عن الحل من نفس المنظور هو الخطوة الموالية، حيث يطرح النظام المالي الإسلامي العديد من المقترحات الفعالة لمعالجة وتجنُّب الأزمات المالية من خلال الهندسة المالية الإسلامية التي تحتوي على تشكيلة متنوعة من الأدوات والأساليب التي تختص بالكثير من المميزات والإيجابيات والتي توفِّر أرقى وأسلم الحلول، وتعطي أفضل البدائل للمنتجات المالية التقليدية، مع واجب الأخذ بالضوابط الشرعية التي تنظِّم التعامل بتلك الأدوات والصِّبغ، ووضعها في إطارها السليم.

ولا يكفي الحديث نظرياً عن تلك الحلول والتَّعَيُّ بها، فتحوُّل أسواق الأوراق المالية العربية -والتي تسيطر عليها التعاملات والأدوات التقليدية- بشكل كامل نحو العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية يُعدُّ الخطوة العملية والأخيرة ضمن منهجية حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات، حيث وبعد وقوف الباحث على المقوِّمات المحقَّزة للتحوُّل ولما لأسواق الأوراق المالية الإسلامية من دور في صناعة التحوُّط للأزمات المالية، صمَّم لذلك التحوُّل نموذجاً عملياً يرتكز أولاً على تحديد دوافع وأساليب التحوُّل، ثم اتِّباع مراحل التحوُّل التدريجي بتحقيق متطلبات كل مرحلة كشرط ضروري لإنجاح ذلك التحوُّل بشكل كامل.

الفصل الخامس: تجارب أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة في الوقاية من الأزمات المالية

المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية

المبحث الثاني: سوق المغرب للأوراق المالية
(بورصة الدار البيضاء)

المبحث الثالث: سوق الجزائر للأوراق المالية

الفصل الخامس:

تجارب أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة في الوقاية من الأزمات المالية

تهديد:

يُقصد بالأسواق المالية الناشئة تلك الأسواق للبلدان التي تمر اقتصادياتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد وتعريف الأسواق الناشئة تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية تتمحور حول خطر التقلبات الحادة في هذه الأسواق وكذلك مردوديتها المرتفعة، سيولة هذه الأسواق ورسمتها البورصية، تنظيمها، درجة انفتاحها، والمنتجات المالية المتداولة فيها.

وبالعودة إلى أسواق الأوراق المالية العربية، وحسب مؤشر مؤسسة "Morgan Stanley" للأسواق الناشئة، توجد سوقان عربيتان ضمن هذا المؤشر، ويتعلق الأمر بالبورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء المغربية. ويقيس مؤشر الأسواق الناشئة الخاص بـ "مورغان ستانلي" أداء سوق الأسهم في الأسواق الناشئة العالمية، ويضم 2700 سهم في 21 دولة، ويرتكز على خمسة معايير لترقية الأسواق إلى مصاف الأسواق الناشئة، هي الإيفاء على الملكية الأجنبية، حرية تدفق رؤوس الأموال من الدولة وإليها، استقرار الإطار المؤسسي، فضلاً عن فعالية الإطار التشغيلي، والالتزام بمعايير الحوكمة وأفضل الممارسات، بالإضافة إلى اعتبارات أخرى للترقية، منها ما يتعلق بحجم السوق المالية والسيولة، ووجود ثلاث شركات لا تقل قيمتها السوقية عن 500 مليون دولار، وارتفاع معدل دوران أسهمها عن 20%، إضافة إلى المؤشرات العامة لاقتصاد الدولة.

وتمتاز أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة بدرجة انفتاحها النسبي على الأسواق المالية الدولية، والتي تقيّم من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى، مما يجعل هذه الأسواق عرضة للصدمات وعدوى الأزمات المالية، فضلاً عن الأزمات النابعة من الداخل والمرتبطة بآليات التداول ومستوى الإفصاح عن المعلومات المالية، وطبيعة الأدوات المالية في حد ذاتها. لذلك، طوّرت أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة عدداً من الأساليب الحمائية والإحترازية لتحسين نفسها من الداخل والخارج، يحاول الباحث في هذا الفصل إبرازها والتعليق عليها فيما إذا كانت كافية لذلك الغرض. وعليه، فُسّم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، مبحثان خاصان بأسواق الأوراق المالية العربية الناشئة حسب مؤشر مورغان ستانلي، والمبحث الثالث خاص بسوق الأوراق المالية لبلد الباحث:

- المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية.
- المبحث الثاني: سوق المغرب للأوراق المالية (بورصة الدار البيضاء).
- المبحث الثالث: سوق الجزائر للأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق مصر للأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم وأقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط. مرت بمراحل مد وجزر عديدة ارتبطت بالفلسفة الاقتصادية السائدة خلال هذه المراحل إلى أن استقر الوضع إلى التوجه لإقتصاد السوق. ارتقت إلى مصاف الأسواق الناشئة بإدراجها ضمن مؤشر "مورغان ستانلي للأسواق الناشئة" بعد استيفائها معايير وشروط الإنضمام للمؤشر. تمتلك تجربة في كيفية زيادة سيولة السوق وتقليل مخاطره وحماية مستثمريه وتحسينه من الأزمات المالية بطرق وأساليب معينة.

المطلب الأول: تطور البورصة المصرية وهيكلها التنظيمي

تُعد بورصة الأوراق المالية المصرية أقدم البورصات العربية نشأةً ومن أكثرهم سرعةً في النماء والتطور، تمتلك هيكلًا تنظيميًا يضم أقساماً إدارية عديدة تسعى إلى تحقيق الأهداف والرؤى الإستراتيجية لها.

1- نشأة وتطور البورصة المصرية:

يرجع تاريخ بدء سوق الأوراق المالية في مصر إلى القرن التاسع عشر وتحديدًا لعام 1888 حيث أنشأت بورصة الإسكندرية وتبعها إنشاء بورصة القاهرة في عام 1903¹. وتسمى حالياً البورصة المصرية². ووصل عدد الشركات المقيدة في البورصة عام 1907 إلى 228 برأس مال سوقي قدرة 91 مليون جنية تقريباً. ولا يمكن أن ننسى أن البورصة المصرية كانت تعد خامس أنشط بورصة في العالم أثناء حقبة الأربعينات ونتيجة لما شهدته مصر خلال ستينات القرن الماضي من عمليات تأميم لعدد من الشركات المصرية دخلت البورصة المصرية في مرحلة تباطؤ في الأداء إلى أن بدأت الحكومة في تطبيق منظومة شاملة للإصلاح الاقتصادي والخصخصة ترتب عنها صدور قانون سوق رأس المال المصري عام 1992 وهو القانون الذي فتح المجال -وما تبعه من لوائح وقرارات- مجدداً لدخول الإستثمارات الأجنبية وعملت على دعم وتشجيع القطاع الخاص المحلي³، وبالتالي إعادة النشاط للبورصة المصرية التي شهدت أعواماً متتالية إضافة أنشطة جديدة ومؤسسات عديدة تعمل في مختلف تخصصات سوق المال إلى أن أصبح سوق المال المصري من أقوى أنشطة الأسواق في المنطقة ومن أكثرها عمقاً واكتمالاً للبنية التشريعية والمؤسسية والتكنولوجية وتطبيقاً للمبادئ والمعايير الدولية الحاكمة لأسواق

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر:

- Bassam I. Azab, **The Performance of the Egyptian Stock Market**, The University of Birmingham, The Birmingham Business School, September 2002, p: 27.
- Bruce Hearn, Jenifer Piesseb and Roger Strangec, **Market Liquidity and Stock Size Premia in Emerging Financial Markets: The Implications for Foreign Investment**, Occasional Papers, N0 04, Egyptian Exchange, Jan 2009, p: 08.

² الهيئة العامة للرقابة المالية، سوق رأس المال المصري، على الرابط الإلكتروني:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_page/cma_merge_page.htm consulté le 10/02/2013

³ اياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، مارس 2009، ص: 70.

المال¹. وبلغت القيمة السوقية للبورصة المصرية 66.53 مليار دولار (405.75 مليار جنيه) في نهاية الربع الثالث من سنة 2012، كما تجاوز عدد الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية 212 شركة بنهاية نفس الفترة².

2- الهيكل التنظيمي:

تقسّم البورصة المصرية من الناحية التنظيمية إلى سوقين رئيسيين، الأولى وتسمى بالسوق داخل المقصورة أي السوق المنظمة، والثانية هي السوق خارج المقصورة أي السوق الموازية. فالأسواق المنظمة هي تلك الأسواق التي تحتوي على الشركات المقيدة (المسجلة) في البورصة والتي تخضع لشروط التسجيل والإفصاح، في حين أن السوق الموازية هي تلك السوق التي تتداول أسهمها خارج السوق المنظمة ولا تخضع لشروط التسجيل أو الإفصاح.

تضم البورصة المصرية ضمن هيكلها التنظيمي أقسام إدارية عديدة، أهمها:

1-2- إدارة البحوث وتنمية الأسواق: تتمثل المهام الإدارية الرئيسية لها في إعداد النشرات والكتيبات وأوراق العمل التي تخص المستثمرين في السوق المصري والأسواق العالمية، ودراسة كيفية تنمية موارد البورصة واستراتيجيتها وإمكانية إدخال أدوات جديدة تساعد على تنشيط السوق وإدارة المخاطر، كما تقوم بالإشراف على موقع البورصة على الأنترنت.

2-2- إدارة الإفصاح: تتولى هذه الإدارة توفير المعلومات المهمة لكافة المتعاملين في السوق لتوفير الشفافية والعدالة في السوق المصري، حيث أن قواعد ومتطلبات الإفصاح بالبورصة تنص على وجوب الإفصاح على أية معلومات جوهرية خاصة بنشاط الشركات، وإعداد النشرات عن الشركات الأكثر نشاطاً داخل البورصة وكذلك نشرات تعليمية تغطي عدداً كبيراً من المعلومات الإستثمارية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل وأكثر وعياً.

2-3- إدارة الرقابة على الأعضاء: تنقسم مسؤولية إدارة الرقابة على الأعضاء إلى محورين رئيسيين وهما³:

¹ لنفاصيل أكثر عن التطورات الأخيرة للبورصة المصرية، أنظر:

- الإدارة المركزية للمركز الفني وتوعية المستثمر، أهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاماً (1996-2010)، الهيئة العامة للرقابة المصرية، جويلية 2010، ص: 01-03.

- الهيئة العامة للرقابة المالية، مقدمة عن سوق الأوراق المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، جويلية 2010، ص: 02-12.

² صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2012، العدد 70، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 60.

³ اياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

2-3-1- المعايير الفنية: تتضمن أساساً متابعة نظم الرقابة الداخلية والمكاتب الخلفية للأعضاء ومدى التزامها بنظام الرقابة الداخلية للشركة، ومراقبة تعارض المصالح الخاص بتداول الأوراق المالية والأنشطة المتخصصة للأعضاء وجودة القرارات المنظمة لها، كما تتضمن التأكد من مدى كفاءة العاملين لدى شركات الوساطة في الأوراق المالية.

2-3-2- المعايير المالية: وتتعلق بالتأكد من مدى كفاءة شركات الوساطة في الأوراق المالية في الإلتزام بمعايير الملاءة المالية وبالأحكام والقوانين والتشريعات المتعلقة بالنواحي المالية، إضافة إلى إجراء التحليل المالي والإحصائي للبيانات المدرجة بالقوائم المالية والرقابة عليها.

3- لجان البورصة المصرية:

تضم البورصة المصرية أربعة لجان مهمة¹ ذات أهداف واختصاصات تخدم رؤاها وأهدافها، هي:

3-1- لجنة القيد: تتشكل لجنة قيد وشطب الأوراق المالية بقرار من مجلس إدارة البورصة برئاسة رئيس البورصة أو من ينيبه، تهدف إلى التأكد من قيد الأوراق المالية المستوفاة لجميع الشروط المالية والقانونية، ومن شطب قيد الأوراق المالية غير المستوفاة لكل أو بعض هذه الشروط.

3-2- لجنة التداول: هي اللجنة المنوط بها دراسة العمليات الخاصة التي تعد استثناء من قواعد التداول والتي لا يمكن تنفيذها مباشرة في السوق حيث يتطلب الأمر وضع شروط و معايير محددة للتنفيذ وذلك لضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة بين المتعاملين. تهدف إلى التأكد من أن تلك العمليات هي عمليات فعليه لا تهدف للتلاعب في الأسعار أو الإضرار بمصالح المتعاملين، كما تقوم اللجنة بالتحقق من اتباع القوانين والضوابط الموضوعة لتنفيذ الصفقات الخاصة وحل المشاكل التي قد تنشأ عن هذه العمليات.

3-3- لجنة العضوية بالبورصة: تم تشكيلها بقرار من مجلس الإدارة، وتمثل اختصاصاتها في فحص طلبات العضوية ودراسة انقضائها وإنهائها، والتحقق من استمرار توافر المعايير والإشترطات الفنية والمالية لكل عضو، فضلاً عن تلقي وفحص ودراسة مقترحات وشكاوى الأعضاء واتخاذ قرارات فيها وذلك دون الإخلال بمهام الإدارات القانونية بالبورصة، وذلك وفقاً للضوابط والقواعد التي تضعها اللجنة، ويعتمدها مجلس إدارة البورصة .

3-4- لجنة مؤشرات البورصة: تم إنشائها كلجنة مستقلة بقرار من رئيس مجلس إدارة البورصة في 2004/04/07، تُعنى بالإشراف على إدارة المؤشرات والتعديلات الخاصة بقواعدها وإضافة المزيد من الشفافية لها، كما تقوم بتوفير الإستشارات اللازمة لتصميم مؤشرات جديدة، وإدخال أدوات جديدة تعتمد على المؤشر مثل صناديق الإستثمار المتداولة (ETFs) أو الخيارات والمستقبليات.

¹ للإطلاع أكثر على هذه اللجان، مفهومها، أعضاؤها، أهدافها، اختصاصاتها، أنظر: الموقع الرسمي للبورصة المصرية، لجان البورصة، على الرابط

الإلكتروني التالي: <http://www.egx.com.eg/arabic/Committees.aspx> consulté le 25/02/2013

المطلب الثاني: مؤشرات أداء البورصة المصرية

تعتبر سنة 2011 أكثر فترة عصيبة مر بها السوق المالي المصري في تاريخه، حيث واجهت البورصة المصرية أزمات داخلية وخارجية في نفس الوقت (أزمة إقتصادية عالمية 2008 وأزمة سياسية داخلية). وقد أثر ذلك على الإستثمارات الأجنبية التي تراجعت إلى أدنى مستوياتها خلال سبع سنوات لتسجل نحو 2.2 مليار دولار خلال الفترة 2011/2010، كما تم تخفيض التصنيف الائتماني للسندات المصرية أربع مرات متتالية خلال هذه السنة¹.

وبالمقابل، شهدت سنة 2012 وضعاً اقتصادياً صعباً، حيث مرت مصر بسلسلة متتالية من التطورات السياسية ترتبط بإعادة مؤسسات الدولة والتي أثرت بشكل كبير على الأوضاع الإقتصادية، حيث لم تكن الظروف ملائمة بالشكل الكافي لزيادة معدلات النمو وتحسين مناخ الإستثمار وإعادة ثقة المستثمرين مرة أخرى. وفي وسط تلك الأحداث، حققت البورصة المصرية معدل نمو إقتراب من 51%، وهو معدل نمو لم تحققه البورصة منذ سنة 2007، كما يعتبر نمواً قياسياً يُعد الأعلى على مستوى كل البورصات الناشئة والمتقدمة (بعد تركيا) في 2012².

ولتفاصيل أكثر حول أداء البورصة المصرية، نعرض تطور أداء سوقيها (سوق الإصدار وسوق التداول) على النحو التالي:

1- تطور الأداء في سوق الإصدار (السوق الأولي):

عرف سوق الإصدار أداءً متبايناً لاسيما خلال سنوات الفترة (2010-2012) سواء فيما يتعلق بسوق الأسهم أو سوق السندات. ويلخص الجدول رقم (05-01) هذا الأداء:

جدول رقم (05-01):

القيمة بالمليون جنيه مصري

تطور النشاط في سوق الإصدار في البورصة المصرية

السنة	إصدارات أسهم التأسيس			إصدارات أسهم زيادة رأس المال			إصدارات السندات	
	عدد الإصدارات	قيمة الأسهم المدفوعة	قيمة الأسهم المصدرة	عدد الإصدارات	قيمة الأسهم المدفوعة	قيمة الأسهم المصدرة	عدد الإصدارات	قيمة السندات
2010	2117	9150	1585	1238	71108	27509	06	11350
2011	1798	6984	2099	1148	36941	25973	01	350
2012	2206	8573	3471	976	38457	28005	02	972

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى: الهيئة العامة للرقابة المالية، تقارير الأداء الربع سنوية للسنوات 2010، 2011، 2012.

¹ البورصة المصرية، التقرير السنوي 2011، ص: 01.

² البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، ص: 01.

من الجدول أعلاه، ارتفع إجمالي قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم بنوعيتها (إصدارات أسهم التأسيس - إصدارات أسهم زيادة رأس المال) خلال سنة 2012، ليصل إلى 47.030 مليار جنيه موزعة على 3182 إصدار، مقابل 43.925 مليار جنيه مقسمة على 2946 إصدار خلال السنة السابقة 2011، بارتفاع قدره 3.105 مليار جنيه (بنسبة ارتفاع قدرها 7.06%). والجدير بالذكر أن هذا الارتفاع يرجع بشكل رئيسي للارتفاع في زيادات رؤوس أموال الشركات القائمة إلى جانب إصدارات الأسهم للشركات الجديدة. أما عن إصدارات السندات، فقد تمت الموافقة على إصدار 09 إصدارات بقيمة إجمالية بلغت 12.672 مليار جنيه، 90% من هذه القيمة أُصدرت سنة 2010، والقيمة الباقية موزعة على السنتين 2011 و2012.

2- تطور الأداء في السوق الثانوي:

2-1- تطور أداء مؤشرات السوق المالي المصري: سجل السوق المالي المصري ارتفاعاً قياسياً خلال سنة 2012، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للارتفاع ليسجل مؤشر "EGX 30" ارتفاعاً بنحو 51%، أما على مستوى الأسهم المتوسطة فقد ارتفع مؤشر "EGX 70" و "EGX100" بحوالي 15% و 24% على التوالي¹. وقد كانت الأوضاع مغايرة تماماً في السنة السابقة 2011، إذ سجل السوق المصري تراجعاً كبيراً نتيجة الأحداث السياسية والإقتصادية التي مرت بها مصر على المستوى الداخلي والخارجي، حيث اتجهت كافة مؤشرات البورصة للانخفاض ليسجل مؤشر "EGX 30" تراجعاً بنحو 49%، وانخفض مؤشري "EGX 70" و "EGX100" بحوالي 42% و 45% على الترتيب².

2-2- تطور مؤشرات التداول: يبين الجدول رقم (05-02) تطور النشاط في السوق الثانوي وأهم مؤشرات التداول:

¹ البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

² البورصة المصرية، التقرير السنوي 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

جدول رقم (05-02):

تطور مؤشرات السوق الثانوي المصري

2012	2011	2010	2009	2008	2007	مؤشرات سوق التداول
أولاً: إجمالات التداول						
34	18.5	33	36.6	25.5	15.1	كمية التداول (مليار ورقة)
185	148	321	448.2	529.6	363.0	قيمة التداول (مليار جنيه)
6.2	5.6	10	14.6	13.5	9.0	عدد العمليات (بالمليون)
755	716	1300	1822	1656	1488	متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليون جنيه)
34	34	42.9	49.9	70.3	18.7	معدل دوران السهم (%)
245	*207	247	249	244	244	عدد أيام التداول
ثانياً: أداء الشركات المقيدة في السوق الرئيسي						
213	213	212	306	373	435	عدد الشركات المقيدة
1763	1378	2302	1633	1259	1766	متوسط حجم الشركة (مليون جنيه)
204	204	211	289	322	337	عدد الشركات المتداولة
96	96	99	94	86	77	نسبة الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المقيدة (%)
376	294	488	500	474	768	رأس المال السوق نهاية العام (مليار جنيه)
24	19	40	41	45	86	رأس المال السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)
15	24	16.5	12.7	20.0	19.2	نصيب الأجانب غير العرب من إجمالي قيمة التداول (%)
6	5	6.1	6.3	10.0	12.5	نصيب العرب من إجمالي قيمة التداول (%)
ثالثاً: أداء الشركات المقيدة في بورصة النيل**						
22	19	16	6	2	-	عدد الشركات المقيدة
16	13	13	-	-	-	عدد الشركات المتداولة
1.05	1.04	1	-	-	-	رأس المال السوقي نهاية العام (مليار جنيه)

المصدر: البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

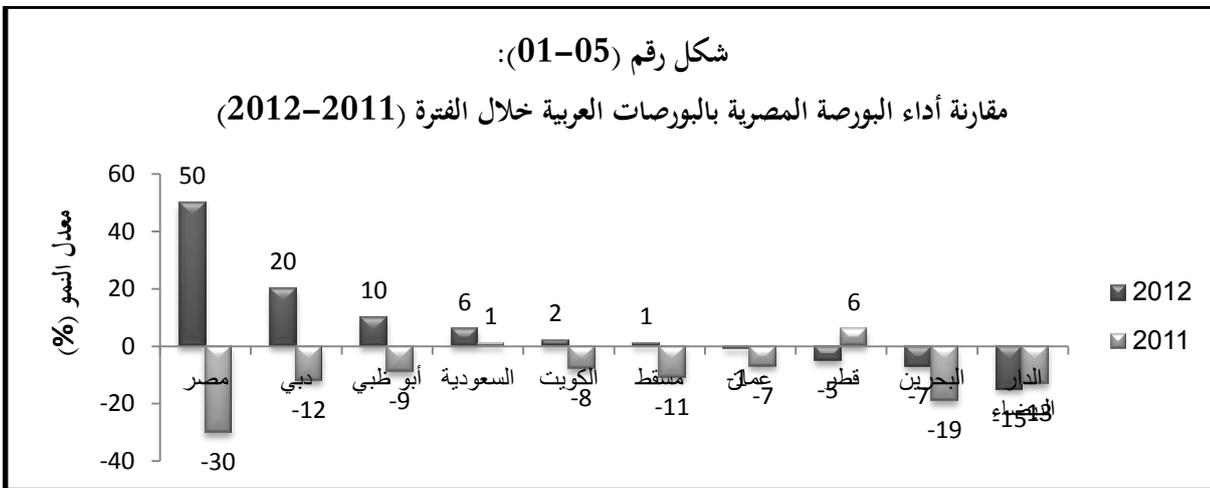
* تم إيقاف التداول في البورصة المصرية من 2011/01/30 إلى 2011/03/22.

** تم بدء التداول في بورصة النيل اعتباراً من 2010/06/03.

على مستوى مؤشرات التداول في سنة 2012، فإن أداء البورصة المصرية قد تحسن مقارنة بالسنة السابقة. فعلى مستوى أحجام التداول، فقد ارتفعت إلى نحو 34 مليار ورقة مالية سنة 2012 وهو رقم لم يتحقق منذ سنة 2009، بينما سجلت قيمة التداول نحو 185 مليار جنيه مقارنة بنحو 148 مليار جنيه سنة 2011، وارتفع عدد العمليات المنفذة إلى ما يزيد عن 6 مليون عملية مقارنة بنحو 5.6 مليون عملية في سنة 2011. بينما ارتفع رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق الرئيسي ليصل إلى 376 مليار جنيه في نهاية سنة 2012، في حين بلغ نحو 294 مليار جنيه في نهاية السنة السابقة.

3- مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات العربية:

بعد أن تعافت البورصات العربية نوعاً ما من آثار ثورات الربيع العربي، شهدت أداءً جيداً خلال سنة 2012 مقارنة بالعام السابق، وكانت البورصة المصرية هي الأفضل أداءً خلال هذه السنة (بعدها كانت الأكثر تراجعاً (-30%) خلال سنة 2011)، وتلتها بفارق كبير بورصة دبي والتي سجلت نمواً بنحو 20%، ثم بورصة أبو ظبي بنمو بلغ 10%، أما السعودية، الكويت ومسقط فقد سجلوا ارتفاعاً طفيفاً بنسب تتراوح بين 1% و6%، بينما شهدت بورصة كل من عمان، قطر، البحرين والدار البيضاء انخفاضاً، وكانت الدار البيضاء هي الأكثر هبوطاً بنحو 15%، كما يبدو من الشكل رقم (05-01) التالي:



المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقريرين السنويين 2011 و2012 للبورصة المصرية، ص: 06 و ص: 16، على التوالي.

المطلب الثالث: الإجراءات الاحترازية لحماية استقرار البورصة المصرية

تعد البورصة المصرية أكثر البورصات العربية انفتاحاً على الإستثمار الأجنبي مما يجعلها أكثر عرضة لعدوى الأزمات المالية الخارجية، كما تسمح طبيعة هذه السوق (سوق تقليدية) بإمكانية انبعاث أزمات مالية داخلية من فترة إلى أخرى. وأمام هذا الوضع الذي لا تغفله البورصة المصرية، تسعى هذه الأخيرة لإجتناّب تلك الأزمات والتحوط لها بما تمتلكه وتبتكره من أساليب حمائية يُحاول الباحث أن يتعرض إلى أهمها فيما يلي:

1- تدعيم وتحسين مستويات الرقابة على التداول:

في إطار التركيز الكبير للبورصة المصرية على تدعيم وتحسين مستويات الرقابة على التداول، تم إطلاق نظام جديد للرقابة على التداول "Millennium" في نهاية شهر جويلية 2012 من تصميم مؤسسة "Millennium IT" المملوكة لبورصة لندن. ويطبق هذا النظام في عدد كبير من الأسواق المتقدمة والناشئة، ويصنف أنه الأفضل عالمياً في الرقابة على التداول، ويزيد بقوة من قدرات البورصة على الرقابة على حركة

التداولات اليومية والكشف عن كافة أشكال إساءة الإستخدام أو أية تداولات غير طبيعية أو مريبة وذلك في أسرع وقت ممكن¹، كما سيعزز دور البورصة في الرقابة لحماية صغار المستثمرين وضبط التداولات بالسوق، وتقليل فرص حدوث أي نوع من التلاعبات*. وعن عمل النظام، فإنه في حال وجود ارتفاع أسعار الأسهم بصورة غير مبررة يقوم بمراجعة الأسعار السابقة والقوائم المالية، ثم يرسل إشارة إنذار بوجود تأثير على سعر السهم بما لا يناسب الأسعار السابقة وقوائم الشركة المالية².

2- تطوير مستويات الشفافية والإفصاح:

في سبيل تطوير مستويات الإفصاح والشفافية في البورصة المصرية، يرصد الباحث بعض أهم وسائل تحقيق هذا الغرض وهي كالتالي:

2-1- إطلاق أول نموذج معياري موحد للإفصاح لدى الشركات: أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية نماذج للإفصاح المحاسبي لقياس مدى إلتزام الشركات المقيدة بمجموعة من المطالب الأساسية الواجب الإفصاح عنها للإسهام الفعال في حماية استقرار البورصة، وتوفير الشفافية في التقارير المالية التي تعكس الأحداث الإقتصادية للشركة بتطبيق المعايير المحاسبية³. ويوضح الباحث هذه المعايير في الجدول رقم (03-05) التالي:

جدول رقم (03-05):

نماذج الإفصاح المحاسبي للشركات المقيدة في البورصة المصرية

قوائم الإفصاح الإختياري					قوائم الإفصاح الإلزامية
الإقرارات	البيانات	التقارير	الطلبات	المذكرات	
- إقرار عدم الرغبة في الإكتتاب.	- بيان تحويل السندات إلى إسهام.	- تقرير مراقب الحسابات عن القيمة التي ستصدر بها أسهم الزيادة.	- طلب تخفيض رأس المال المصدر.	- مذكرة معلومات مناسبة تعديل القيمة الإسمية للسهم.	- قائمة فحص الإلتزام بمتطلبات العرض والإفصاح والنشر للقوائم المالية.
- إقرار بصحة البيانات.	- بيان بنوع و عدد الاسهم المزمع إصدارها وشروط طرحها.		- طلب إصدار أسهم مناسبة زيادة رأس المال.	- مذكرة معلومات مناسبة تخفيض رأس المال.	- قائمة فحص تقرير مراقب الحسابات على القوائم المالية.
			- طلب إصدار أسهم مناسبة تعديل القيمة الإسمية.	- مذكرة معلومات مناسبة زيادة رأس المال المصدر.	- قائمة فحص تقرير الفحص المحدود
			- طلب إصدار أسهم مناسبة التأسيس.	- مذكرة معلومات مناسبة إصدار أسهم التأسيس.	

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى: د. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، أكاديمية الشروق، مصر، جانفي 2012، ص: 09-10.

¹ البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

* من حالات التلاعب التي كشف عنها نظام "ميليونيوم" حالة التلاعب التي شهدها سهم الإستثمار والتنمية، والتي تم على إثرها إيقاف شركة "masters" للسمسة المتلاعبية في السهم لمدة 3 أشهر.

² صلاح الدين عبد الله، البورصة: الرقابة على التداول كشف "ماسترز للسمسة"، مقال منشور بتاريخ 2012/09/23 على الموقع الإلكتروني

التالي: <http://www.alwafd.org> consulté le 04/04/2013.

³ أنظر: طارق عبد العال حماد، نموذج مقترح لقياس مستوى الشفافية في ضوء خصائص المنشآت في البيئة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، السنة العاشرة: جوان 2006، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص: 99-183.

2-2- إصدار المؤشر المصري لمسؤولية الشركات: تم إصدار هذا المؤشر الذي يعتبر الأول في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لقياس ممارسات الحوكمة والبيئة والمسؤولية الاجتماعية، في مارس 2010، حيث عمل فريق من المركز المصري لمسؤولية الشركات ومركز المديرين المصري بالتعاون مع البورصة المصرية ومؤسسة ستاندرد آند بورز على تقييم أداء الشركات بالبورصة المصرية بناءً على مدى إفصاحها لتلك المتغيرات ليضم المؤشر أفضل 30 شركة. ويهدف المؤشر إلى تشجيع الشركات على أن تكون أكثر شفافية والإفصاح عن ممارساتها بشكل صحيح. ويتم عمل المؤشر على ثلاث مراحل رئيسية¹:

أ- المرحلة الأولى: يتم تقييم الشركات وفقاً لما توضح عنه حول ثلاثة مجموعات من العوامل: حوكمة الشركات، المسؤولية الاجتماعية، والممارسات البيئية.

ب- المرحلة الثانية: يتم تقييم الشركات على مقياس من 1 إلى 5 وفقاً للمصادر الأخرى للمعلومات، مثل الجهات الرقابية والأجهزة الحكومية ذات العلاقة والمعلومات الإخبارية الموثقة والمواقع الإلكترونية والتقارير الصادرة عن الشركات.

ت- المرحلة الثالثة: يتم احتساب النتيجة المركبة لكل شركة عن طريق جمع نقاط تقييم المرحلتين، ومن ثم يتم تحديد وزن كل شركة في المؤشر بناءً على نقاطها في التقييم.

2-3- إصدار القرار رقم 23 لسنة 2012²: أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ 2012/03/12، يُلزم الشركات المقيدة بضرورة وجود موقع إلكتروني على شبكة الأنترنت تتيح من خلاله الشركة توفير القوائم المالية والبيانات والأخبار الخاصة بها مما يعد تدعيم لعملية الإفصاح والإتاحة المعلوماتية.

وعن مستوى الإلتزام بالإفصاح في البورصة المصرية، توصلت إحدى دراسات الجمعية المصرية لدراسات التمويل والاستثمار حول تقييم الإلتزام بالإفصاح المالي من قبل الشركات المقيدة بالبورصة خلال الفترة المالية المنتهية في 2012/12/31 إلى أن إجمالي ما يمكن حصره من الشركات التي أفصحت عن نتائج أعمالها المالية المدققة وغير المدققة للبيانات المالية ما يقرب نسبته من 88% من إجمالي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مع تحقيق ما يقرب من 46% من إجمالي هذه الشركات نمواً في أرباحها³.

¹ لتفاصيل أكثر حول منهجية عمل المؤشر المصري لمسؤولية الشركات، راجع: المركز المصري لمسؤولية الشركات وآخرون، المؤشر المصري لمسؤولية الشركات (S&P – EGX/ESG)، أكتوبر 2011، ص: 06-11.

² لتفاصيل أكثر حول هذا القرار، أنظر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2012/2011، ص: 97.

³ أماني مخنار، «المصرية للتمويل»: 88% من الشركات المقيدة أفصحت عن أرباحها، مقال منشور بتاريخ 2013/04/03 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.elnileyoum.com> consulté le 24/04/2013

3- استحداث "مؤشر ثقة المستثمر المصري EGIC Index" كمؤشر للتنبؤ المبكر:

3-1- مؤشر الثقة ومنهجه: أطلقت الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار - في إطار التطوير المستمر للمنتجات والخدمات - في 2010/12/19 "مؤشر ثقة المستثمر المصري EGIC Index" في سوق المال والذي يعد الأول من نوعه في مصر، ويهدف المؤشر إلى قياس مدى ثقة المستثمر في أداء البورصة المصرية خلال كل شهر مقبل بناء على المتغيرات التي تحدث سواء محلياً أو عالمياً من خلال أخذ آراء المستثمرين وتوقعاتهم بالنسبة للعديد من المتغيرات عن طريق طرح إستبيان شهري بحيث يتم تحديد مدى التغير في درجة ثقة المستثمر على أساس علمي، بالإضافة إلى قياس درجة أداء المؤسسات العاملة في المجال¹.

3-2- مزايا مؤشر ثقة المستثمر المصري: وفق هذا المؤشر، أختير أساس الثقة كمعيار لقياس إدارة البورصة المصرية، كونها سوقاً ناشئاً، وبالتالي فإن عنصر الثقة مهم للغاية، والذي يشهد تبايناً في الأداء من وقت لآخر، وذلك وفقاً لتطورات مختلف الظروف المحيطة بالبورصة، سواء كانت من داخلها، أو إقتصادية عامة، بالإضافة إلى المناخ العام، والذي يؤثر على معيار الثقة، والبورصة تبعاً لذلك. ومن مزايا "مؤشر ثقة المستثمر المصري" ما يلي²:

- قدرته على التنبؤ العلمي بالجزيات المستقبلية للبورصة.
- يساعد على إطلاق توضيحاً مبكراً تجاه أداء البورصة، بالرغم من الأداء للمؤشر الوزني للأسعار.
- يساعد الجهات المعنية بالإسهام في عملية التنمية من خلال المراجعة الدقيقة للمناهج المستخدمة حالياً.
- يساعد -من خلال الإستبيان الذي يقوم عليه- على قياس إتجاهات أخرى مثل رؤية المستثمرين بخصوص الأوضاع الإقتصادية (التضخم، أسعار الفائدة، سعر الصرف، البطالة، معدل النمو)، ورؤيتهم للمتغيرات العالمية وأثرها على أداء البورصة المصرية، بالإضافة إلى التوقعات الخاصة بإتجاهات نتائج أعمال الشركة، وآثار القرارات التي تصدرها الجهات الرقابية والتنظيمية على معدلات الأداء ودرجة مخاطر الإستثمار بالبورصة وهيكل الإستثمارات المتوقع.

3-3- بنائية المؤشر: يُبنى مؤشر ثقة المستثمر المصري على الأسس التالية³:

- قيمة الأساس للمؤشر 1000 نقطة في 2010/11/01.
- إحتساب التغير في حركة مؤشر الثقة شهرياً.

¹ عوني عبد العزيز، مؤشر شهري لقياس ثقة المستثمرين في سوق المال، مقال منشور في صحيفة الأهرام الرقمي بتاريخ 2010/12/20 على

الموقع الإلكتروني التالي: <http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=376925&eid=810> consulté le 26/03/2013

² الجمعية المصرية للتمويل والإستثمار، مؤشر ثقة المستثمر المصري، الأبحاث والتقارير، 2010، ص: 05-06.

³ نفس المرجع، ص: 03-04 بتصرف من الباحث.

- يعتمد المؤشر على استبيان رأي شهري يتضمن 20 سؤالاً¹، يتم إعداده وعرضه على موقع الجمعية على شبكة الأنترنت، ويشارك فيه 1000 شخص من مستثمري البورصة المصرية والعاملين بشركات الوساطة والإستثمار وإدارة المحافظ ومديري صناديق الإستثمار والبنوك وشركات التأمين.
- إحتساب معدل تراكمي شهري وسنوي للتغير في مؤشر الثقة على أن يتم مقارنة النتائج بالأداء الشهري لمؤشرات البورصة المصرية وبقيم وأحجام التداولات.
- تقوم لجنة تضم خبراء الجمعية في يوم 15 من كل شهر بالإجتماع لوضع الأسئلة الخاصة بالإستبيان في ضوء المتغيرات العامة، كما تجتمع في اليوم الأخير من كل شهر لإصدار تقرير عن تغيرات المؤشر وأهم نتائج الإستبيان.
- إجراء مراجعة ربع سنوية في اليوم الثاني من بداية كل فترة للنظر في استمرارية العمل بذات الأسس أو القيام بتعديلها.
- تشكيل لجنة من 07 أعضاء للإشراف على أعمال المؤشر.

4- تنوع أدوات وآليات الإستثمار:

تسعى البورصة المصرية إلى رفع مستوى التنوع في أدوات الإستثمار بطرح قاعدة واسعة من تلك الأدوات أمام المستثمرين للتداول مصحوبة بسلسلة توعية في هذا المجال²، ومن تلك الأدوات ما هو محلي التداول ومنها ما يُتداول بالخارج (أدوات دولية). فبالإضافة إلى تداول الأدوات التقليدية من أسهم وسندات وصناديق الإستثمار، تسمح البورصة المصرية بتداول الأدوات الإستثمارية الحديثة التالية:

4-1- شهادات الإيداع الدولية "GDRs": تصدرها بعض أهم البنوك والشركات المصرية المدرجة في البورصة، شهدت أداءً جيداً سنة 2012 مقارنة بأدائها السليبي سنة 2011. ويوضح الجدول رقم (04-05) أسعار بعض شهادات الإيداع الدولية خلال سنة 2012:

¹ تُنشر أسئلة إستبيان مؤشر ثقة المستثمر المصري على الموقع الإلكتروني التالي للجمعية المصرية للتمويل والإستثمار:

http://www.egfin.org/new/Project_r/egic/

² على سبيل المثال، أنظر: سارة حسني، دليل المستثمر لتنوع أدوات وآليات الإستثمار، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، جويلية 2010.

جدول رقم (04-05):

أسعار بعض شهادات الإيداع الدولية خلال سنة 2012

التغير (%)	سعر الإقفال (بالدولار) 2012/12/31	سعر الإقفال (بالدولار) 2011/12/30	معدل الإستبدال*	
8%	4.45	3.01	1	البنك التجاري الدولي/مصر
19%	40.20	33.9	1	أوراسكوم للإنشاء والصناعة**
19%	3.8	3.202	0.5	المجموعة المالية هيرمس
9%	3.138	2.89	0.2	أوراسكوم تليكوم القابضة
0%	4.8	4.8	0.2	بالم هيلز للتعيمير
0%	3.5	3.5	1	ليسيكو مصر
2-%	11	11.25	0.2	المصرية للاتصالات

المصدر: البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، ص: 35.

* يمثل عدد شهادات الإيداع الدولية بالنسبة لكل سهم.

** تم تغيير معدل الإستبدال ليصبح سهم محلي واحد مقابل شهادة إيداع واحدة وذلك اعتباراً من 2009/05/07.

من خلال الجدول أعلاه، تصدرت شهادات الإيداع الدولية للبنك التجاري الدولي قائمة الإرتفاعات بارتفاع قدره 81%، بينما احتفظت شهادتي "Palm Hills" و "Lecico Egypt" بأسعارها كما هي دون تغيير، في حين انخفض سعر شهادات "المصرية للاتصالات" بحوالي 2%.

4-2- المنتجات المشتقة لمؤشر "EGX30" المتداولة بالخارج: هي أدوات تُشتق من المؤشر EGX30، وتصدر من قبل مؤسسات مالية عالمية وهي: Global Van Eck، Royal Bank of Scotland، و Goldman Sachs و Deutsche Bank.¹

4-3- المنتجات المشتقة لمؤشر "DJ EGX Egypt Titans 20" المتداولة بالخارج: أصدر Royal Bank of Scotlan في 2007/03/26 الإصدار الأول من وثائق مؤشر "DJ EGX Egypt Titans 20"، وتم قيده وتداوله ببورصة لوكسمبورج، وقد حققت ارتفاعاً سريعاً قدره 45% خلال سنة 2012 مقارنة بانخفاض سعري قدره 45% خلال سنة 2011.²

¹ لتفاصيل أكثر حول هذه المنتجات المشتقة، أنظر: البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 37-41.

² الموقع الإلكتروني لـ Royal Bank of Scotland.

4-4- الصكوك الإسلامية: قامت الحكومة المصرية بإصدار مشروع قانون الصكوك¹، والذي يسمح بإصدار السندات الإسلامية (الصكوك) لأول مرة في مصر، وهو مشروع لم يزل قيد المناقشة، حيث تم عرضه في 2013/03/31 على هيئة كبار العلماء لجامع الأزهر لإبداء الرأي في مدى موافقته للشريعة الإسلامية، ثم تم إقراره والمصادقة عليه مع مطلع شهر ماي 2013.

وفي تقديرنا، فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية المصرية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للإحتياجات التمويلية للمشروعات.

5- توفير السيولة واستقطابها إلى السوق:

5-1- تشجيع الشركات على القيد في البورصة وزيادة رؤوس الأموال: تساعد البورصة المصرية عديد الشركات في توفير التمويل، سواء من خلال قيد شركات جديدة أو زيادة رؤوس أموال الشركات المدرجة (زيادة نقدية، تعديل القيمة الإسمية، أسهم مجانية، الإندماج والإستحواذ، المبادلة)، حيث ينعكس هذان الإجراءان إيجابياً على سيولة السوق ككل. ويوضح الجدول رقم (05-05) تطور حركة القيد وزيادات رؤوس الأموال:

جدول رقم (05-05):

تطور حركة القيد وزيادات رؤوس الأموال في البورصة المصرية

2012	2011	2010	2009	2008	2007	البيان
11	09	16	06	24	20	عدد الشركات الجديدة المقيدة
2.5	0.5	1.9	3.3	6.4	21.4	إجمالي قيمة القيد الجديد (مليار جنيه)
22	07	03	20	39	37	عدد الشركات التي قامت بزيادة رأس مالها عن طريق الإكتتاب
1.2	7.0	17.3	5.1	15.2	13.3	إجمالي قيمة زيادات رؤوس الأموال (مليار جنيه)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: البورصة المصرية، التقارير السنوية للفترة (2012-2008)، ص: 40، 31، 30، 30، 21 على التوالي.

من الجدول أعلاه، بلغ إجمالي قيمة القيد الجديد 2.5 مليار جنيه سنة 2012 كما تم قيد 11 شركة جديدة مقابل 0.5 مليار جنيه وقيد 09 شركات جديدة سنة 2011. ومن ناحية أخرى، بلغت قيمة زيادات رؤوس الأموال التي تمكنت 22 شركة من تمويلها من خلال البورصة نحو 1.2 مليون جنيه مقابل قيام 07 شركات بزيادة رأس مالها بقيمة 7 مليار جنيه خلال السنة السابقة.

¹ لتفاصيل أكثر حول مشروع قانون الصكوك المصري، أنظر:

- الجمعية المصرية للتمويل والإستثمار، مشروع قواعد تنظيم وإصدار صكوك التمويل في السوق المصرية، قسم الأبحاث والتقارير، تقرير

منشور على الموقع الإلكتروني للجمعية: <http://www.egfin.org/new/files/Financing.pdf> consulté le 02/04/2013

- الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي: الصكوك في 30 سؤال وجواب، مرجع سبق ذكره، ص: 17-26.

- ولتشجيع الشركات على النمو والتوسع ودعم الاقتصاد المصري، فقد قدمت البورصة عدداً من التسهيلات تستهدف تشجيع الشركات على القيد وطرح أسهمها للتداول، أهمها¹:
- إعفاء الشركات التي تقوم بقيد أسهمها وطرحها للتداول من رسوم القيد*، بالرغم من الظروف المالية الصعبة التي تمر بها مؤسسة البورصة.
 - موافقة إدارة السوق على قيام عدد من الشركات بطرح حصص من أسهمها عبر سوق الصفقات الخاصة لكافة المتعاملين داخل السوق مع اشتراط استيفائها كامل متطلبات تقرير الإفصاح بغرض الطرح.
 - سعي البورصة المصرية بقوة خلال سنة 2012 لزيادة الشركات المقيدة في بورصة النيل وتحسين معدلات السيولة فيها، حيث تم تسجيل نحو 5 شركات جديدة في بورصة النيل، وارتفع حجم التعاملات فيها إلى 81 مليون ورقة مالية مقارنة بنحو 31 مليون ورقة مالية سنة 2011، كما ارتفعت قيمة التداول إلى 247 مليون جنيه مقارنة بنحو 191 مليون جنيه في السنة السابقة.
 - إطلاق البورصة المصرية - بالتعاون مع هيئة تنمية التكنولوجيا- مبادرة لدعم الشركات الراغبة في القيد في بورصة النيل، حيث تتحمل هيئة تنمية التكنولوجيا تكاليف إعادة هيكلة شركات تكنولوجيا المعلومات الراغبة في القيد في هذه البورصة.
- وترى الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار أنه من الضروري إعادة النظر في الضوابط المتعلقة بزيادة رؤوس أموال الشركات خاصة مع نقص السيولة السوقية بالإضافة إلى ضرورة تنشيط عمليات قيد الشركات²، ونرى أن هذا يستلزم:
- إعادة النظر في قواعد القيد بما يسمح بإعادة الشركات المشطوبة نشطة التداول والتي كان قد تم شطبها خلال سنة 2009.
 - إعادة تنظيم سوق خارج المقصورة لضمان معالجة الوضع الحالي بالنسبة له.
 - العمل على وضع محفزات لعمليات القيد بالنسبة للشركات بعيداً عن المحفزات الضريبية التي سبق إلغائها.
 - زيادة تكثيف عمليات الترويج للقيد في البورصة خلال الفترة القادمة.

¹ لتفاصيل أكثر حول هذه التسهيلات، راجع:

- البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، ص: 02، 30.

- الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار، تقرير حول أداء البورصة المصرية، 2012.

* وافق مجلس إدارة البورصة المصرية في أبريل 2012 على إعفاء الشركات من رسوم القيد لأول مرة إذا أنهت هذه الشركات كافة إجراءات القيد والطرح خلال فترة لا تتجاوز الثلاثة أشهر إعتباراً من 2012/07/01 وحتى 2012/09/30.

² الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار، تقرير حول أداء البورصة المصرية، 2011، ص: 06.

5-2- تحسين نفاذية وجاذبية الإستثمار الأجنبي غير المباشر:

5-2-1- استحواذ ونصيب الأجانب من إجمالي التعاملات: استحوذ الأجانب على نسبة 21% من إجمالي التعاملات في البورصة سنة 2012، حيث استحوذ المستثمرون الأجانب غير العرب على نحو 15% بينما استحوذ العرب على 6% من إجمالي التعاملات في البورصة.

وبالنظر إلى توزيع الإستثمارات الأجنبية الوافدة، فقد استحوذت أوروبا على النصيب الأكبر من تعاملات الأجانب في السوق المالية المصرية بنسبة 40% من إجمالي الإستثمارات الأجنبية خلال سنة 2012، بينما بلغ نصيب العرب نحو 29%، ثم أمريكا وكندا بنسبة 23% من إجمالي الإستثمارات الأجنبية خلال نفس السنة. وعلى مستوى الدول، فقد استحوذت كل من بريطانيا وأمريكا على نحو 32% و 23% على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب خلال سنة 2012، تلتها كل من السعودية والإمارات العربية المتحدة بنصيب يصل إلى 15% و 5% على التوالي، وفلسطين والكويت بنسب تقل عن 3%، بينما لم تمثل البحرين وقطر سوى أقل من 1% من إجمالي الإستثمارات الأجنبية في السوق المالية المصرية. أما على مستوى المؤسسات، فكان الوضع أفضل نسبياً حيث زاد عددها بنفس مقدار العام السابق، وكان أغلبية المؤسسات التي دخلت حديثاً إلى البورصة المصرية هي مؤسسات أجنبية (71%) تليها المؤسسات المصرية (22%) وأخيراً المؤسسات العربية (7%).

5-2-2- نفاذية الإستثمار الأجنبي إلى البورصة المصرية: تأثر أداء الأجانب غير العرب بشكل كبير بالأحداث المتتالية التي عكست حالة سياسية غير مستقرة، حيث تراجعت صافي مبيعاتهم إلى نحو 3.6 مليار جنيه مقارنة بصافي بيع قدره 4.3 مليار جنيه سنة 2011. بينما اتجه العرب إلى الشراء بقوة لينهوا سنة 2012 بصافي شراء بلغ 1.6 مليار جنيه مقارنة بصافي شراء بحوالي 188 مليون جنيه للسنة السابقة.

ورغم هذا التأثير، إلا أن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يبقى الأكثر تأثيراً على عائد السوق وسيولته¹، وأن البورصة المصرية مازالت محتفظة باستثمارات أجنبية قوية نافذة إليها لم تخرج بعد لعدة أسباب، أهمها:

- لا تمثل التدفقات التي خرجت من البورصة المصرية أكثر من نصف صافي التدفقات التي دخلت السوق المصري في سنة 2010 .
- لا تساوي التدفقات التي خرجت من البورصة المصرية أكثر من 10.5% من صافي التدفقات الأجنبية التي دخلت إليها خلال الخمس سنوات الأخيرة (حوالي 33 مليار جنيه).
- لم تشهد البورصة المصرية أي عمليات خروج موسعة للمساهمات الرئيسية للمتعاملين الأجانب من حصص ملكيتهم الرئيسية في السوق المصرية.

¹ علي سعد محمد داود، أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية (بالنظر إلى البورصة المصرية)، مجلة البحوث الإدارية، السنة الثامنة والعشرون، العدد الثالث، جويلية 2010، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، مصر، ص: 92، 96.

- أن الصفقات التي نفذت داخل البورصة المصرية خلال سنة 2012 قد شهدت استثمارات أجنبية جديدة تضخ كاستثمار مباشر في السوق المصرية.
- أن بقاء مصر ضمن مؤشر مؤسسة مورجان ستانلي (MSCI) واحتفاظها بتصنيفها كسوق ناشئة رغم الأوضاع السياسية والإقتصادية والأمنية يعد شهادة ثقة عالمية في قدرات البورصة المصرية وامكانيات تجاوزها للأزمة المالية الحالية.
- 5-2-3- الجاذبية الإستثمارية للبورصة المصرية:** ترى الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار أن البورصة المصرية لازالت محتفظة بجاذبيتها الإستثمارية لعدد من العوامل أهمها¹:
- سجلت البورصة المصرية مضاعف ربحية بلغ نحو 12.5 مرة في نهاية سنة 2012 مقارنة بنحو 11.4 مرة في بدايتها.
- تعتبر البورصة المصرية من أكثر الأسواق الناشئة الجاذبة للإستثمار من حيث العائد وذلك وفقاً لمؤشر مؤسسة ستاندرد آند بورز (S&P/IFCI) للأسواق الناشئة، حيث تتمتع البورصة المصرية بمعدل عائد على الكوبون مرتفع بلغ 8.34% مقارنة بمعدل عائد على الكوبون لمنطقة الشرق الأوسط وأفريقيا البالغ نحو 3.16% في المتوسط في نهاية سبتمبر 2012، وكذلك مقارنة بمتوسط عائد على الكوبون للأسواق الناشئة والذي بلغ نحو 2.6%.
- سجلت البورصة المصرية مضاعف ربحية بلغ 12.80 مرة مقارنة بنحو 14.44 مرة لمنطقة الشرق الأوسط وأفريقيا، و12.39 مرة للأسواق الناشئة في نهاية سبتمبر 2012.
- رغم الأوضاع الإقتصادية الصعبة، إلا أن الأداء المالي للشركات المقيدة فاق المتوقع، حيث حافظت نحو 81% من الشركات المقيدة على تحقيق أرباح خلال التسعة أشهر الأولى من سنة 2012.
- واصلت البورصة المصرية خلال سنة 2012 جذب المستثمرين الجدد وإن كان بمعدلات أقل من السنة السابقة، حيث تم تسجيل حوالي 22 ألف مستثمر جديد مقارنة بنحو 36 ألف مستثمر في 2011، وهو ما يعود إلى الظروف الإقتصادية الصعبة والتي تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق.

¹ الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار، تقرير حول أداء البورصة المصرية 2012، مرجع سبق ذكره، بتصرف الباحث.

6- إستحداث وتفعيل أنظمة للتداول:

سعيًا لتنمية تعاملات الأوراق المالية وزيادة عدد المستثمرين، تقليل مخاطر الإستثمار وتنويع التمويل الإستثماري، تم إدخال نظم تداول جديد إلى البورصة المصرية، ويتعلق الأمر بالأنظمة التالية:

6-1- نظام "تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول" وتقليل مخاطر الإستثمار:

6-1-1- تعريف النظام: يُعرّف بأنه "شراء الورقة المالية وبيعها خلال نفس اليوم أي خلال نفس الجلسة، وهي أحد أهم التسهيلات التي تقدمها البورصات المتقدمة لمستثمريها لزيادة سيولة وكفاءة السوق. ويقوم المستثمرون وفقاً لهذا النظام بشراء الأوراق المالية وبيعها خلال نفس الجلسة بهدف الإستفادة من الفروق السعرية للورقة المالية، وهو ما يُتيح لهم تحقيق أرباح سريعة في وقت قصير والذي بدوره سوف يسهم في زيادة كمية وقيمة التداول على هذه الورقة المالية وبالتالي زيادة سيولتها، كما سيسهم الإستثمار وفقاً لهذا النظام في حماية المستثمرين من مخاطر تقلبات الأسعار غير المتوقعة على المدى الطويل¹، مما يساعد على تقليل مخاطر الإستثمار. ويعمل هذا النظام وفق إجراءات تنظيمية محددة² ومعايير خاصة بالأوراق المالية المسموح بالتعامل عليها خلال ذات الجلسة³، كما يحدد النظام الأطراف المختلفة المتعاملة به⁴.

6-1-2- أهمية نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات الجلسة في حماية السوق من المخاطر المنشئة للأزمات: يتسم التعامل بنظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات الجلسة بالكثير من السمات والمزايا، يمكن توضيح أهمها فيما يلي:

أ- تخفيض المخاطر المرتبطة بالإستثمار: يمكّن هذا النظام المستثمرين من تخفيض المخاطر المرتبطة بالإستثمار من خلال الشراء والبيع على فترات زمنية متعددة، حيث أنه نظام يسمح بشراء الورقة المالية وبيعها خلال نفس اليوم أي نفس الجلسة.

¹ عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مركز الكتاب الجامعي، حلوان، مصر، 2010.

² للإطلاع على الإجراءات التنظيمية لنظام الشراء والبيع في ذات الجلسة، أنظر: قرار السيد رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال رقم 24 بتاريخ 2005/08/07 بشأن نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول (Same Day Trading)، البورصة المصرية، ص: 04-16.

³ اعتمدت الهيئة العامة للرقابة المالية المعايير الواجب توافرها في الأسهم التي تجرى عليها عمليات التداول في ذات الجلسة بتاريخ 2011/12/06. لمزيد من التفاصيل، أنظر: البورصة المصرية، الهيئة تعتمد المعايير الواجب توافرها في الأسهم التي تجرى عليها عمليات الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع والتداول في ذات الجلسة في ضوء مقترح البورصة -الثلاثاء- 2011/12/06، على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.egx.com.eg/getdoc/38d8b247-8960-4fca-804b-2d5d5ecda18c/Unified-Criteria-08-12-2011.aspx>
consulté le 01/04/2013.

⁴ هذه الأطراف أربعة: الهيئة العامة للرقابة المالية، البورصة المصرية، شركة مصر للمقاصة والإيداع والقيود المركزي، شركات الوساطة في الأوراق المالية.

ب- حماية المستثمرين من تقلبات الأسعار: سيسهم هذا النظام في حماية المستثمرين من مخاطر تقلبات الأسعار غير المتوقعة على المدى الطويل¹. فمن خلال الجدول رقم (05-06)، يظهر أن تنفيذ عمليات البيع والشراء لكافة الأوراق المالية المودعة مركزياً داخل البورصة المصرية يتم من خلال نظام يسمى (T+2)، والذي يعني تنفيذ العملية بعد يومين من تنفيذ الأمر ببورصة الأوراق المالية وتأكيدده من شركات السمسرة لغرفة المقاصة مما يدل على ضعف وسرعة تنفيذ العمليات والذي يمكن أن يؤدي إلى خسائر كبيرة عند انخفاض الأسعار، فلا يمكن التخلص من السهم إلا بعد مرور يومين على الأقل من تاريخ الشراء.

جدول رقم (05-06):

فترات تسوية العمليات المنفذة على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة المصرية

الورقة المالية	فترة التسوية
للأوراق المالية التي يتم تداولها بنظام "الشراء والبيع في ذات جلسة التداول"	T+0 (في ذات يوم العملية)
لسندات الخزينة المتداولة عن طريق المتعاملين الرئيسيين	T+1 (في اليوم التالي للعملية)
كافة الأوراق المالية المقيدة مركزياً عدا التي يتم تداولها بالنظامين السابقين	T+2 (بعد تنفيذ العملية بيومين)

المصدر: البورصة المصرية، دليل إجراءات وقواعد التداول بالبورصة.

ت- إنتعاش الأسواق في أوقات الكساد: يعد نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات الجلسة أحد أهم التسهيلات التي تقدمها البورصات المتقدمة لمستثمريها لزيادة سيولة السوق²، حيث تزداد سيولة السوق عند وجود أوامر تداول على الأوراق المالية بصورة مستمرة ووجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع³.

6-2- نظام "شراء الأوراق المالية بالهامش" وتنويع التمويل الإستثماري:

6-2-1- تعريف النظام: هو عبارة عن الإقتراض لشراء الأوراق المالية على ان تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضماناً للأموال المقترضة، وبالتالي سوف يعمل الشراء الهامشي على زيادة القوة الشرائية للمستثمر، بمعنى أنه سيستطيع شراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامه بدفع كامل قيمتها من موارده الذاتية⁴ مما يساعد على تنويع التمويل الإستثماري.

¹ عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مرجع سبق ذكره.

² نفس المرجع.

³ النشربي مصطفى، تقييم كفاءة البورصة المصرية، مجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الأول 2008، جامعة حلوان، مصر، ص:

50-49.

⁴ راجع في هذا الصدد: وزارة الإستثمار المصرية، قرار رقم 192 لسنة 2005 المعدل لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، الفصل الثاني:

شراء الأوراق المالية بالهامش، الباب التاسع، ص: 12-08.

6-2-2- أهمية نظام "شراء الأوراق المالية بالهامش" في تفادي الأزمات والتقلبات السعرية: يتسم هذا النظام بالكثير من السمات من شأنها الحد من الأزمات والتقلبات الحادة في أسعار الأسهم في البورصة المصرية، ومن أهمها نورد ما يلي¹:

أ- تقليل قوة التأثير على المستوى العام للأسعار: حيث يمكن تفادي مخاطر التحكم بأسعار الأسهم من خلال زيادة القوة الشرائية لصغار المستثمرين وذلك باستخدام نظام الشراء الهامشي، وأيضاً وضع أوامر وقف الخسارة* حتى يتم الخروج من السوق بأقل خسائر ممكنة وعدم تحقيق مكاسب غير عادية لفئة مقابل خسائر غير عادية لفئة أخرى من المستثمرين.

ب- التحكم في حجم المخاطر المتوقعة: يستطيع المستثمر باستخدام نظام شراء الأوراق المالية بالهامش وضع أوامر إيقاف للخسائر عند حد معين، وبذلك يتحكم في حجم المخاطر المتوقع حدوثها لإستثماراته المالية عند وقوع بعض الأحداث الإقتصادية والسياسية المؤثرة على نشاط البورصة والتداول داخل السوق، كما أن هذه الإستثمارات تعتبر أقل نتيجة استخدام مزايا الشراء الهامشي من رافعة مالية أو قرض مما يقلل من حجم المبالغ المستثمرة.

ت- التحكم في الأسعار: عند اتساع حجم النشاط في السوق باستخدام نظام الشراء الهامشي يمكن زيادة القوة الشرائية والسيولة لدى الكثير من المستثمرين مما يقلل من تأثير هذه الفئة على المستوى العام للأسعار في السوق وتوجيه السوق نحو عدالة التسعير.

ث- تقليل فترات الركود: باستخدام نظام شراء الأوراق المالية بالهامش يمكن توفير طلب فعال على الأوراق المالية من خلال زيادة السيولة المالية لدى المستثمرين، وبالتالي يزيد الرواج والإنتعاش في البورصة مما يقلل من فترات الركود التي تمر بها البورصة المصرية.

ج- توفير المزيد من السيولة: توصلت دراسة "Deyong, 2011" التي استهدفت تأثير نظام التداول بالهامش على سيولة سوق الأوراق المالية بـ"شونغاي Shanghai" من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سيولة السوق قبل وبعد إدخال نظام التداول بالهامش والعلاقة بينهما إلى أن "التداول بالهامش له أثر إيجابي على زيادة سيولة الأوراق المالية"².

¹ أنظر: ابتسام سيد على محمد، تقييم دور نظم التداول المستحدثة في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري (دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الصاعدة)، رسالة ماجستير، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012، ص: 51-55، بتصرف من الباحث.
* أمر وقف الخسارة هو أمر للبيع أو للشراء، يتحول بمجرد وصول سعر التداول في السوق إلى سعر معين (سعر وقف الخسارة) إلى أمر للتنفيذ بأفضل سعر جارٍ في السوق.

² ابتسام سيد على محمد، تقييم دور نظم التداول المستحدثة في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري (دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الصاعدة)، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

6-3- نظام تداول الأوراق المالية من خلال الأنترنت وتنمية المعاملات بالبورصة المصرية:

6-3-1- تعريف النظام: هو عبارة عن إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية إلكترونياً عبر شبكة الأنترنت، حيث سيتيح هذا النظام للمستثمرين فرصة مراقبة تنفيذ تعاملاتهم ومتابعة استثماراتهم في أي وقت، إمداد العملاء ببيانات السوق لحظياً، تسهيل عملية نقل الأوامر من العميل للسمسار، مما يساعد على زيادة حجم التداول بالبورصة وانتعاشها وتدفع الأموال إليها، وبالتالي تنمية المعاملات بالبورصة المصرية وزيادة عدد المستثمرين¹.

6-3-2- نظام تداول الأوراق المالية من خلال الأنترنت: إن تعميم وتفعيل نظام تداول الأوراق المالية عبر الأنترنت داخل البورصة المصرية يترتب عليه العديد من المزايا لهذه البورصة أهمها²:

- سرعة إبرام المعاملات من خلال شبكة الأنترنت، وهي سمة يتطلبها التعامل في أسواق رأس المال، وذلك من خلال إجراءات أقل وبساطة أكثر من الأساليب التقليدية، وكذلك الوفر في التكلفة.
- سهولة الحصول على البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في البورصة بما يمكن من اتخاذ قرار الإستثمار المناسب.
- توفير قدر كبير من الشفافية التي يجب أن تتوفر في أسواق رأس المال.
- إمكانية نشر ثقافة البورصة ومفاهيمها وقواعد التعامل بها وتشجيع الإستثمار فيها من خلال شبكة الأنترنت.
- وضع حد للتلاعب في الأسعار أو السيطرة عليها بواسطة فرد أو مجموعة نظراً للإتساع الذي توفره الشبكة للأسواق مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعبر عن قيمتها الحقيقية بدقة تامة.

7- تشجيع صفقات الإستحواذ والربط:

يعد اندماج أسواق الأوراق المالية أحد الأساليب الحديثة لمواجهة الأزمات المالية وحتى التحوط لها، كما يعمل التكامل بين البورصات والربط فيما بينها خطوة بالغة الأهمية لتحقيق الإندماج. وبالرجوع إلى واقع الإندماجات والإستحواذات المتعلقة بالبورصة المصرية نجد أنها إستحواذات محلية داخل السوق نفسه (إستحواذ شركات على شركات أخرى)، مع وجود بعض الجهود من طرف البورصة المصرية لتحقيق الربط والتكامل مع بعض الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة إستعداداً للإندماج معها مستقبلاً.

¹ ابتسام سيد على محمد، تقييم دور نظم التداول المستحدثة في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري (دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الصاعدة)، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

² مرقص سمير سعد، دور التجارة الإلكترونية في زيادة كفاءة وفاعلية أسواق رأس المال، مؤتمر التجارة الالكترونية: الأفاق والتحديات، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد الأول، جويلية 2002.

7-1- أهم صفقات الإستحواذ التي تمت من خلال البورصة: بلغ عدد صفقات الإستحواذ المنفذة التي تمت من خلال البورصة المصرية 87 صفقة منذ سنة 2007 بقيمة 210.5 مليار جنيه، موزعة حسب الجدول رقم (05-07) التالي:

جدول رقم (05-07):

صفقات الإستحواذ داخل البورصة المصرية للفترة (2010-2012)

الإجمالي	2012	2011	2010	2009	2008	2007	البيان
87	04	08	08	11	28	28	عدد صفقات الإستحواذ
210.5	19.2	4.2	3.1	42	105	37	القيمة الإجمالية للصفقات (مليار جنيه)

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى: البورصة المصرية، التقارير السنوية 2008، 2009، 2011، 2012، ص: 42، 33، 22، 31 على الترتيب.

وعن أهم الصفقات التي تم تنفيذها سنة 2012 بالبورصة المصرية، تأتي في مقدمتها صفقة بيع 94% من الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول " بقيمة 19 مليار جنيه تقريباً لشركة " MT Telecom "SCRL"، تليها صفقة بيع 6.5% من "الدلتا الصناعية -إيديال" بقيمة 105 مليون جنيه لشركة "Olympic Group Financial Investments" ¹. أما سنة 2011، فتأتي في المقدمة صفقة بيع 98% من شركة "Olympic Group" للإستثمارات المالية" بقيمة 2.4 مليار جنيه تقريباً لشركة "Electrolux Counteracting Akitebolag"، تليها صفقة بيع 20% من "الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول" بقيمة 866 مليون جنيه لشركة "أوراسكوم للاتصالات والإعلام والتكنولوجيا القابضة" ².

7-2- جهود البورصة المصرية للربط مع الأسواق العالمية:

7-2-1- ربط البورصة المصرية بنحو 175 سوق مالي عالمي: قامت البورصة المصرية بالعديد من المبادرات التي تستهدف جذب المزيد من الإستثمارات إلى السوق المحلي، وكان من أبرز تلك الجهود إطلاق آلية "FIX Hub" وهي آلية تسهل من دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المصري من خلال ربط البورصة المصرية بنحو 175 سوق عالمي من خلال شبكة الربط العالمية "Fidessa"، والتي يتم تداول من خلالها ما يزيد عن 800 مليار دولار، وهي خطوة هامة ستسهم في زيادة السيولة في السوق بتكلفة اقتصادية ³.

¹ البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

² البورصة المصرية، التقرير السنوي 2011، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

³ البورصة المصرية، التقرير السنوي 2012، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

7-2-2- ربط البورصة المصرية ببورصة إسطنبول: بادرت البورصة المصرية بالقيام بعملية الربط ببورصة اسطنبول والتي تعد أحد أكبر أسواق المنطقة، حيث تستهدف عملية الربط أيضاً تحقيق المزيد من التسهيل في عملية دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المصري. وفي حال نجاح هذه التجربة، فتخطط البورصة المصرية لإعادة تطبيقها مع عدد من مراكز المال العالمية والإقليمية.

تقييم الإجراءات الاحترازية الخاصة بالبورصة المصرية:

يرى الباحث أن البورصة المصرية متقدمة نوعاً ما عن البورصات العربية الأخرى فيما يتعلق بالإجراءات والأساليب الحمائية المضادة للأزمات المالية، إلا أن بعض تلك الإجراءات والأساليب المطبقة في البورصة المصرية لها عدة مآخذ تزيد من تذبذب هذه السوق وعدم استقرارها وتجعلها عرضة لعدى الأزمات المالية الخارجية.

1- فيما يتعلق بأسلوب "تدعيم وتحسين مستويات الرقابة على التداول": يرى الباحث أن جهود البورصة المصرية في تحسين مستويات الرقابة على التداول مازالت في بدايتها، وأن النظام الجديد للرقابة على التداول "Millennium" لم تظهر نتائجه بعد بحكم العدد الضئيل جداً لحالات التلاعب التي رصدتها منذ إنطلاقه في جويلية 2012.

2- بخصوص الشفافية والإفصاح في البورصة المصرية: يشيد الباحث ويشمن الجهود المبذولة في هذا الإطار بتوحيد نماذج الإفصاح لدى الشركات وإصدار المؤشر المصري لمسئولية الشركات، إلا أن الملحوظة البارزة هو طول فترة الإفصاح عن القوائم المالية وعدم إلزامية الإفصاح بالكامل للشركات. فقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 وتعديلاته يلزم الشركات بالإفصاح عن قوائمها المالية خلال فترة لا تتجاوز 45 يوماً من انتهاء الفترة المالية، وهي فترة طويلة نسبياً تمكن من تسريب المعلومات، ولا تزيد هذه الفترة عن 30 يوماً في أغلب الأسواق وتصل في البعض إلى 15 يوماً فقط، كما أن عقوبات تأخير إرسال القوائم المالية حتى بعد مضاعفتها في سنة 2008 لا تزال هزيلة ولا تتجاوز 30 ألف جنيه، وهو ما أدى لعدم التزام الكثير من الشركات بإرسال قوائمها المالية في المواعيد المحددة. كما أن إفصاح الشركات أحياناً ما يأتي منقوصاً ويترك الباب مفتوحاً أمام الشائعات وخصوصاً المعلومات المرتبطة بالإندماجات والإستحواذات، حيث يأتي رد الكثير من الشركات بعدم النفي أو التأكيد لبعض المعلومات والأخبار التي تنتشر في البورصة.

3- أما عن أسلوب "نظام الإنذار المبكر (مؤشر ثقة المستثمر المصري)": يرى الباحث أن هذا المؤشر بالرغم من أهميته إلا أنه مؤشر للتنبؤ بأداء البورصة المصرية على المدى القصير فقط (كل شهر)، كما أنه يركز على مؤشرات التداول في البورصة ولا يأخذ في الإعتبار بعض المؤشرات المالية والحقيقية ذات العلاقة بالسوق المالية كمؤشرات القطاع المصري ومعدلات الناتج المحلي الإجمالي.

4- وعن أسلوب "تنويع أدوات الإستثمار": يُثمن الباحث جهود البورصة المصرية في تنويع أدواتها الإستثمارية، إلا أنه يُنبّه إلى بعض خصوصيات ومخاطر إحدى هذه الأدوات وهي "شهادات الإيداع الدولية". لقد كان الهدف من إصدار هذه الشهادات الترويج للشركات الكبرى في البورصة المصرية، وتعريف الأجانب بالسوق المصري، وتوصيل الأسهم إلى سوقهم المحلي حتى يتم تداولها بعمليتهم المحلية لتفادي مخاطر التغيرات الحادة في أسعار الصرف في الأسواق الناشئة بشكل عام. ولكن ما حدث فعليا هو استخدام شهادات الإيداع كوسيلة للتأثير على أسعار الأسهم في السوق المحلي في ظل غياب الرقابة عليها في الأسواق العالمية لتداولها في سوق خارج المقصورة، والمشكلة الأكبر هو غياب العدالة بين حاملي أسهم هذه الشركات في السوق المحلي ومشتري شهادات إيداع نفس الشركات في بورصة لندن، والسبب ببساطة هو أن شهادات الإيداع الدولية يسمح بالتعامل عليها بأدوات مالية أكثر تطوراً مما يسمح لمالكها في الأسواق العالمية بالربح في أوقات الهبوط إذا استطاعوا قراءة اتجاه السوق بشكل جيد، وفي وضع هابط للأسواق (مثل أوقات الأزمات) فإن المضاربة على الهبوط تحقق أرباحاً جيدة لمالكي شهادات الإيداع الدولية، بينما لا توجد نفس الأدوات في السوق المحلي. كما أن شهادات الإيداع الدولية للشركات المصرية أصبحت تنقل عدوى ما يحدث في الأسواق العالمية للسوق المالية المصرية، وهو ما يتطلب ضرورة إعادة النظر في هذه الشهادات حيث لا توجد جدوى حقيقية لوجودها مع استقرار أسعار الصرف والنسبة الكبيرة التي يمثلها الأجانب في السوق المحلي، ضف إلى ذلك أن التوازن بين السعر المحلي والأسهم المدرجة في بورصة لندن يرجع بالنفع على السهم ويحقق مزيد من التوازن على السوق، لهذا فإن عمليات الربط ما بين البورصة المصرية وأسواق المال العالمية قد تلغي الحاجة إلى استمرار وجود شهادات الإيداع الدولية.

5- بالنسبة لأسلوب "توفير السيولة واستقطابها إلى السوق": رغم هذا الأسلوب، مازالت البورصة المصرية تعاني نقص السيولة السوقية وهو مؤشر على ضعف نشاط عملية القيد وعدم ملاءمة الضوابط المتعلقة بزيادة رؤوس أموال الشركات، مع ركود واضح في سوق السندات الذي يتطلب إعادة هيكلته لتنشيط دوره الإقتصادي. وفيما يتعلق بجاذبية الإستثمار الأجنبي غير المباشر، فبالرغم من أهميته في زيادة اتساع السوق المالية المصرية وعمقها والإجراءات الميسرة لدخوله، إلا أنه يبقى جباناً شديداً للتأثر بأي نوع من الأزمات ويجب الحذر منه لاسيما إذا نظرنا إلى نسبة الإستحواذ المعتبرة للأجانب والبالغة 21% من إجمالي التعاملات في البورصة سنة 2012، وإلى تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الخارج المقدرة بـ 4 مليار جنيه سنة 2011 والتي تمثل 50% من صافي التدفقات الداخلة سنة 2010.

6- فيما يخص أسلوب "إستحداث وتفعيل أنظمة للتداول": تشكل تلك الأنظمة نقلة نوعية في طرق التداول في البورصة المصرية لما لها من أثر بالغ على كفاءة السوق، لذلك يشير الباحث هنا ويُنَبِّه إلى عينة من المخاطر المرتبطة بهذه الأنظمة. فمخاطر استخدام نظام الشراء الهامشي تكمن في حالة إنخفاض أسعار الأوراق المالية المشتراة، حيث يساعد الشراء الهامشي على تحقيق ربح أعلى في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية ولكنه في

نفس الوقت يعرض المستثمر لخسائر أكبر في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية، ومن ثم فإن هذا النظام لا يتناسب مع العملاء الذين يريدون تحمل درجة عالية من المخاطرة، كما أنه لا يتلاءم مع محدودية الإستثمارات. أما عن نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات الجلسة، فهناك العديد من المخاطر عند التعامل به ومن ضمنها على سبيل المثال أن المستثمر من خلال هذا النظام يجب أن يكون على علم تام واستعداد لمواجهة احتمال التعرض لخسائر ضخمة قد تصل إلى خسارة كاملة للمبالغ التي خصصها للإستثمار من خلال هذا النظام، بالإضافة إلى أن العمولات والمصاريف الأخرى قد تقلل الأرباح الرأسمالية أو قد تزيد من قيمة الخسائر الرأسمالية. كما يرى بعض المحللين أن نظام التداول عبر الأنترنت يرتبط بمجموعة من المخاطر، حيث يشجع على عمليات البيع والشراء خلال نفس الجلسة مما يجعل السوق أكثر عرضة للتذبذب وأنشطة المضاربة.

7- وأخيراً، وعن أسلوب "تشجيع صفقات الإستحواذ والربط": ففيما يتعلق بالشركات المقيدة، هناك تصاعد في شهية الإستحواذات لاسيما من ناحية القيمة، إلا أن هذا الأمر يطرح بعض الإشكالات كإمكانية بروز أقطاب وتكتلات داخلية تعمل على توجيه الأسعار وفق المصلحة الفردية مما يُنشئ أثراً للمزاحمة يقضي على صغار المستثمرين، ضف إلى ذلك أن هذه الإستحواذات تبقى محدودة الأهمية والأثر لعدم تجاوزها النطاق المحلي. كما نُشيد بجهود البورصة المصرية في الربط بعدد الأسواق العالمية لما لهذا الربط من آثار إيجابية تنتفع بها السوق المحلية، لذلك نقترح متابعة مستمرة وحذرة لأي عملية ربط، واتخاذ بعض التدابير الضرورية في أوقات الأزمات المالية لمنع انتقال عدواها إلى الداخل كعزل البورصة المصرية عن الأسواق المتضررة وتوقيف تداول الأدوات المالية الدولية إلى غاية حصول التعافي الكامل.

ورغم هذه الملحوظات، تبقى الأساليب السالفة الذكر أساليب حمائية هامة للبورصة المصرية من الأزمات المالية تتطلب مزيداً من المراجعة والدراسة والتطوير والحذر، مع التطلع والبحث والإبتكار لأساليب حمائية جديدة أخرى، وهو ما تسعى إليه البورصة المصرية من خلال وضع استراتيجية للسنوات الأربعة القادمة (2013-2017) تركز بشكل أساسي على التعامل مع التحديات القائمة ومواجهتها، والتحرك بالسوق المصري من دائرة الأسواق التقليدية إلى دائرة الأسواق العصرية الحديثة التي تحافظ على حقوق المستثمرين وتوفر بيئة تداول ثرية وبنية تكنولوجية متطورة، بالإضافة إلى بناء تشريعي قوي ومرن يساعد في تحقيق أكبر قدر من الكفاءة والفاعلية¹.

¹ لتفاصيل ثرية حول الإستراتيجية المستقبلية للبورصة المصرية، راجع: البورصة المصرية، إستراتيجية البورصة المصرية (2013-2017)، 2013، ص: 05-15، متوفرة على موقع البورصة المصرية التالي:

<http://www.egx.com.eg/download/PDF/Strategy-2013-2017-final.aspx> consulté le 05/09/2013.

المبحث الثاني: سوق المغرب للأوراق المالية (بورصة الدار البيضاء)

تحتل بورصة الدار البيضاء مكانة بارزة إفريقياً، حيث تأتي ثالثةً في الترتيب بعد كل من بورصتي مصر وجنوب إفريقيا، وتعتبر إلى جانب البورصة المصرية السوقين العربيين الوحيدين المدرجان في مؤشر "مورغان ستانلي للأسواق الناشئة". شهدت أداءً غير مستقر في سنوات الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية، ومع ذلك فهي تمتلك بعض الأساليب الوقائية خففت من حدة تلك الأزمات عليها.

المطلب الأول: التعريف ببورصة الدار البيضاء

كوّنت بورصة الدار البيضاء نفسها بمرورها بعدد المراحل والأشواط الهامة، كما يعمل على تسييرها وتطويرها عدد من الفاعلين فيها. وكغيرها من البورصات، تنفرد بورصة الدار البيضاء بشروطها الخاصة بالإدراج في التسعيرة في أسواقها الثلاثة.

1- النشأة التاريخية:

1-1- مرحلة التأسيس: من "مكتب تداول القيم المنقولة" إلى "مكتب مقاصة القيم المنقولة": تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماماً متزايداً. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات¹. وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم.

1-2- مرحلة إستكمال التأسيس وتعزيز المكتسبات: سوق البورصة سنة 1993 إصلاحاً جذرياً لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، حيث تم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة، وهي:

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب على العموم.
- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

¹ لنفاصيل أكثر، أنظر:

- ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثاً ملموساً من خلال¹:
- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة.
 - الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
 - إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.
 - إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.
- 3-1- مرحلة الانتعاش وإعادة تصميم الهوية المرئية:** شهدت بورصة الدار البيضاء في هذه المرحلة انتعاشاً ملحوظاً. ففي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح "بورصة الدار البيضاء". وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها. وأما من حيث تنظيم السوق، فقد أُتخذت عدة تدابير، أهمها:
- انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997.
 - تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل في نوفمبر 1998.
 - تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمسة إلى ثلاثة أيام في ماي 2001.
 - إطلاق المؤشرات الجديدة "MASI*" و"MADEX**"، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات في جانفي 2002، ثم الأخذ، ابتداء من ديسمبر 2004، بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات².
 - اعتماد نظام لضمان حسن إتمام العمليات في مارس 2002.
 - تبسيط شروط الإدراج في البورصة وإحداث 5 أسواق تداول: ثلاث أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل، وذلك في أفريل من سنة 2004.
 - تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة في جانفي 2005.

¹ Bourse de Casablanca S.A, **Historique**, sur site suivant:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=3&Cat=1> consulté le 30/04/2013.

* MASI: Moroccan All Shares Index.

** MADEX: Moroccan Most Active Shares Index.

² Direction des Études et des Prévisions Financières, **Analyse des performances des marchés boursiers des pays signataires de l'Accord d'Agadir**, Ministère des Finances et de la Privatisation, Royaume du Maroc, Octobre 2006, p: 05.

- اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني، في مارس 2008.
- إنشاء "لجنة متابعة" في ديسمبر 2008 من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.
- الإعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة في أبريل سنة 2009.

2- تعريف بورصة الدار البيضاء، مهمتها والفاعلون فيها:

1-2- تعريف بورصة الدار البيضاء: هي شركة مجهولة الإسم تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد والمالية، وتزاول نشاطها بناء على دفتر للتحميلات (للأعباء) مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة. يبلغ الرأسمال المسجل لبورصة الدار البيضاء ما يناهز 19 020 800 درهم، يمتلكه بخصص متساوية شركات البورصة الناشطة في سوق البورصة المغربية¹، كما تضم 77 شركة مسجلة في المؤشر العام تشمل مختلف قطاعات بالمغرب.

2-2- مهمة بورصة الدار البيضاء: تكمن مهمة بورصة الدار البيضاء في ضمان سير وتطوير وتشجيع سوق البورصة المغربي، وذلك من خلال²:

- مراقبة ورصد حصة التداول.
- إصدار و نشر معلومات السوق.
- مساعدة الجهات المصدرة عند تداول قيمهم المنقولة وعند تنفيذ عملياتهم المالية.
- التدخل عند إتمام الصفقات المبرمة بين مختلف الأطراف.
- ضمان حركة الأوراق المالية في حال عجز أحد الوسطاء.

2-3- الفاعلون في السوق:

1-3-2- شركات البورصة: تم تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى الظهير المعتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 الصادر بتاريخ 1993/09/21، وتم الترخيص لها من طرف وزارة الإقتصاد والمالية. وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة. ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول، كما تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

¹ Bourse de Casablanca S.A, **Carte de visite**, sur site suivant:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/content.aspx?IdLink=7&Cat=1> consulté le 30/04/2013.

² Op.cit.

2-3-2- مجلس أخلاقيات القيم المنقولة "CDVM": يعتبر هذا المجلس مؤسسة مستقلة ماليا تتمتع

بالشخصية المعنوية، وهي تمثل السلطة المكلفة بمراقبة السوق، تتلخص مهامها في:

- حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر يتم بواسطة طرح أوراق مالية للإكتتاب.
- السهر على موافاة المستثمرين في القيم المنقولة بالمعلومات الضرورية وضمان وضع ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب.
- ضمان حسن سير سوق القيم المنقولة بالسهر على شفافيته ونزاهته وسلامته.
- ضمان مراعاة و احترام مختلف المقتضيات القانونية والتنظيمية التي يخضع لها السوق المالي.

2-3-3- ماروكليير "MAROCLEAR": تم إنشاء ماروكليير بمقتضى القانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ

1997/07/09 القاضي بتحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني. وتعد ماروكليير

هيئة الإبداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، تتلخص مهمتها في¹:

- حفظ حسابات الأوراق المالية للشركات الأعضاء فيها والسهر على حركة وإدارة هذه الحسابات.
- مركزة حفظ الأوراق المالية في حسابات جارية مفتوحة حصريا باسم المهنيين أي البنوك وشركات البورصة والجهات المصدرة.
- إدارة نظام التسوية و تسليم الأوراق المالية.
- تبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية.

2-3-4- الجمعية المهنية لشركات البورصة "APSB": هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة

(17 شركة) التي تعمل في سوق البورصة المغربي، وتتجلى مهمتها في²:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة والخدمات الاستثمارية في السوق المالي المغربي.
- تمثيل أعضائها لدى باقي الفاعلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

2-3-5- وزارة الإقتصاد والمالية: هي الهيئة الوصية على بورصة الدار البيضاء دون أن تساهم في إدارة هذه

الأخيرة. وهي تتدخل من خلال إصدار قوانين متعلقة بسوق البورصة ويقوم مندوب حكومي بتمثيلها في مجلس

إدارة بورصة الدار البيضاء.

* CDVM: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières.

¹ MAROCLEAR, **Dépositaire Central Marocain des Valeurs Mobilières**, sur le site suivant: <http://www.maroclear.com/presentation.html> consulté le 28/05/2013.

* APSB: Association Professionnelle des Sociétés de Bourse.

² Association Professionnelle des Sociétés de Bourse, **Rôle et missions**, sur le site suivant: <http://www.apsb.org.ma/Role-et-mission.php> consulté le 28/05/2013.

3- شروط الإدراج في التسعيرة:

3-1- شروط الإدراج في سوق الأسهم: تعتبر شركات الأموال فقط هي المؤهلة للإدراج في سوق الأسهم، وتحديدًا الشركات محدودة المسؤولية وشركات التوصية بالأسهم، وهذا عن طريق تسجيل أوراقها المالية للتداول في بورصة الدار البيضاء. وتختلف شروط الإدراج من مقصورة إلى أخرى حسب الجدول رقم (05-08) التالي:

جدول رقم (05-08):

شروط إدراج الأسهم في التسعيرة ببورصة الدار البيضاء

الشروط	المقصورة الأولى (السوق الرئيسية)	المقصورة الثانية (سوق التَّطُّور)	المقصورة الثالثة (سوق النماء)
رأس المال	مدفوع بالكامل	مدفوع بالكامل	مدفوع بالكامل
الحد الأدنى للمبلغ المصدر	75 مليون درهم	25 مليون درهم	10 ملايين درهم
الحد الأدنى للأسهم المصدرة	250000	100000	30000
عدد الإصدارات	03	02	01
الأموال الخاصة	50 مليون درهم	-	-
الحسابات	موحدة	-	-
رقم الأعمال	-	50 مليون درهم	-
عقد الدعم أو الإنعاش مع شركات البورصة	-	سنة واحدة	03 سنوات
الالتزام للحفاظ على أغلبية المساهمين	-	-	03 سنوات

Source:

- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Guide de la communication financière: Obligations et Recommandations**, Maroc, 2012, p: 07.
- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Guide des introductions en bourse des sociétés**, Version mise à jour en Juin 2012, p: 04.

3-2-2- شروط الإدراج في سوق السندات: كما في سوق الأسهم، تخضع الإصدارات في سوق السندات

إلى مجموعة من الشروط المعيارية يُلخَّصها الجدول رقم (05-09) التالي:

جدول رقم (05-09):

معايير الإصدارات السندية في سوق السندات بالبورصة المغربية

المبلغ الأدنى المُصدر	20 مليون درهم
تاريخ الإستحقاق الأدنى للقرض السندي	سنتان
عدد الإصدارات	02
القيمة الإسمية الأدنى	10 ملايين درهم للسندات المسعرة
	50 مليون درهم للسندات غير المسعرة

Source: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Guide de la communication financière: Obligations et Recommandations**, op.cit, p: 07.

المطلب الثاني: الأداء المالي لبورصة الدار البيضاء

يُعالج هذا المطلب تطور الأداء المالي في السوق الأولية والثانوية لبورصة الدار البيضاء، بالإضافة إلى تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية على المؤشرات العامة لأداء هذه البورصة.

1- تطور أداء بورصة الدار البيضاء:

1-1- تطور أداء السوق المالية الأولية: شهدت السوق المالية الأولية المغربية تطوراً ملحوظاً خلال الخمس سنوات الأخيرة (2007-2011)، حيث تجاوز حجم الإصدارات الأولية سنة 2011 (أدوات الملكية، أدوات الدين، أوراق الخزينة) قيمة 75 مليار درهم بمعدل ارتفاع بلغ 6.4% مقارنة بسنة 2010، و186% مقارنة بسنة 2007، وتفاصيل ذلك يوضّحها الجدول رقم (05-10) التالي:

جدول رقم (05-10):

تطور أحجام الإصدارات في السوق المالية الأولية خلال الفترة (2007-2011)

(الوحدة: مليون درهم)

2011	2010	2009	2008	2007	
7331.20	7340.50	2466.00	3776.00	4767.00	زيادات رأس المال
218.20	-	-	1718.00	2421.00	الإدراجات
7113.00	7340.50	2466.00	2058.00	2346.00	زيادات أخرى في رأس المال
62849.00	60363.00	35121.00	41244.00	19814.00	الإصدارات متوسطة وطويلة الأجل
10624.00	11116.00	8150.00	10050.00	4770.00	القروض السندية
44575.80	42867.00	20826.00	30064.00	14635.00	إصدارات شهادات الإيداع
7649.20	6050.00	6145.00	1130.00	409.00	إصدارات سندات شركات التمويل
5541.50	3443.00	3501.00	7665.00	1904.00	الإصدارات قصيرة الأجل
5541.50	3443.00	3501.00	7665.00	1904.00	إصدارات سندات الخزينة
75721.70	71146.50	41088.00	52685.00	26485.00	الإجمالي

Source: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Sukuk: Quel potentiel de développement au Maroc?, étude économique, 2012, p: 07.

ويُعزى الإرتفاع الحاصل في حجم الإصدارات سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، إنطلاقاً من الجدول أعلاه، أساساً إلى:

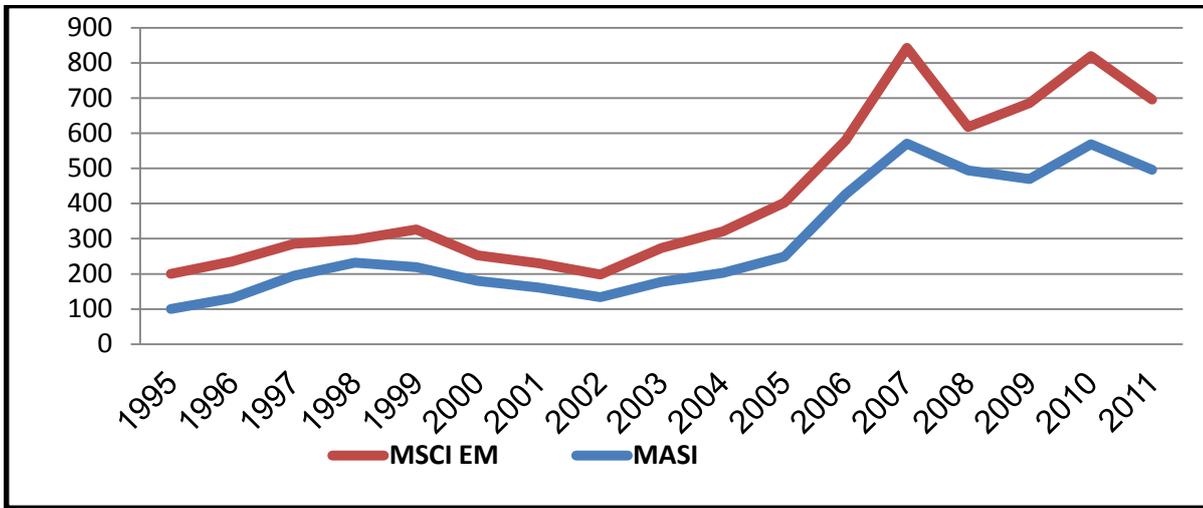
- زيادة عدد الإصدارات في سوق سندات الإقتراض المتوسط والطويل الأجل، والتي تشمل إصدارات شهادات الإيداع (+1.7 مليار درهم)، وإصدارات سندات شركات التمويل (+1.6 مليار درهم).
- الإرتفاع في إصدارات سندات الديون قصيرة الأجل بنسبة 60.9% والذي يتركز على إصدار سندات الخزينة (2.1 مليار درهم).

1-2-2- تطور أداء السوق المالية الثانوية (سوق التداول):

1-2-2-1- الحصيلة السنوية لمؤشر بورصة الدار البيضاء (MASI): في سياق اقتصادي ومالي دولي يطبعه تراجع الأسواق الدولية الرئيسية، أنهت بورصة الدار البيضاء سنة 2011 على وقع إنخفاض نسبته 12.86% مستقرًا عند قيمة 11027.65 نقطة، ونفس الشيء بالنسبة لمؤشر "MADAX" عائم الذي تراجع بـ 12.81% مستقرًا بدوره عند 9011.57 نقطة¹. ويأتي هذا التغير بعد الإرتفاع المهم الذي حقته مؤشراتهما سنة 2010.

شكل رقم (02-05):

تطور مؤشري MASI و MSCI EM (سنة الأساس 1995 = 100)



Source: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Sukuk: Quel potentiel de développement au Maroc?, op.cit, p: 08.

وتعلّق تراجع المؤشر الرئيسي بتراجع أداء أغلب المؤشرات القطاعية. وكانا قطاعا البنوك والعقار (وهما القطاعان الأكثر نشاطاً بنسبة تبادل بلغت 61% في السوق المركزي) قد سجّلا أداءً سلبياً بـ 32.7% و 13.4% على التوالي. عدا ذلك، أنهت 05 قطاعات فقط سنة 2011 بأداءً إيجابياً، وهي في المجموع لا تقوم سوى بـ 16% من إجمالي التبادلات في السوق المركزي، ولا تمثل سوى 12.6% من الرسملة الإجمالية².

1-2-2-1- تطور رسملة السوق: عرفت الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء تأرجحاً بين الإرتفاع والإخفاض خلال السنوات الأربعة التي تسبق سنة 2011 وتلك السنة، وإن كانت السمة الغالبة لها هي الإخفاض حسب ما يُبيّن الجدول رقم (05-11) التالي:

¹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Rapport annuel**, Royaume du Maroc, 2011, p: 18.

² Op.cit, p: 19.

جدول رقم (05-11):

تطور الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2007-2011)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
الرسملة الإجمالية (مليار درهم)	586.33	531.75	508.9	579.02	516.22
نسبة التغير	-	-9.31%	-4.3%	+13.78%	-10.85%

Source: Bourse de Casablanca, Rapports annuels (2008, 2009, 2010, 2011), p: (35, 34, 37, 35).

ويمكن إرجاع التطورات الإيجابية والسلبية لرسملة السوق خلال الفترة المعنّية إلى الأسباب التالية:

- يُعزى الإنخفاض الحاصل سنة 2008 (-9.31%) إلى تصحيح أسعار القيم التي قلّت من حدّة الإدراجات الجديدة المسجلة في هذه السنة، برسملة إجمالية قدرها 15.036 مليون درهم.
- يرجع الإنخفاض المسجّل سنة 2009 (-4.3%) إلى حذر المستثمرين وتخوفهم نتيجة تراجع العديد من المؤشرات الإقتصادية الكلية والقطاعية المغربية، وتداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية على المستوى الدولي¹.
- يعود الإرتفاع المسجّل سنة 2010 (+13.78%) إلى إعادة الحركية مرة أخرى إلى السوق بفعل الإصلاحات السياسية والإقتصادية التي باشرتها السلطات المغربية في هذه السنة.
- يُعزى الإنخفاض الحاصل سنة 2011 (-10.85%) إلى الغياب التام للإدراجات الجديدة في سوق البورصة (-100%).

وعلى غرار سنة 2010، احتكر القطاع البنكي، قطاع الإتصالات وقطاع البناء ومواد البناء سنة 2011 الحصة الأهم لرسملة السوق الإجمالية² بـ 31.25%، و 23.09% و 11.2% على التوالي.

1-2-3- تطور أحجام التعاملات: بالتوازي مع انخفاض المؤشرات، تميّزت سنة 2011 بانخفاض عام في أحجام التعاملات بلغ معدله 13.8%، حيث بلغت تلك الأخيرة 103.368 مليار درهم مقابل 119.932 مليار درهم في السنة السابقة (أنظر الجدول رقم (05-12)). وسجّل السوق الثانوي حجماً قارب 60 مليار درهم بانخفاض نسبته 34%، كما عرف معدل التعامل اليومي للأوراق المالية في السوق المركزي انخفاضاً بحوالي 29% سنة 2011 نسبةً إلى سنة 2010³.

¹ Direction des Etudes Economiques, Profil économique et financier de la cote de la bourse de Casablanca, Caisse de Dépôt et de Gestion, Royaume du Maroc, Janvier 2010, p: 05.

² Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Sukuk: Quel potentiel de développement au Maroc ?, op.cit, p: 08.

³ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Rapport annuel, op.cit, p: 19.

جدول رقم (05-12):

تطور أحجام التعاملات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2007-2011) بملايين الدراهم

2011	2010	2009	2008	2007	
الأسهم					
35211	51990	35943	78336	105992	السوق المركزي
16089	29729	19439	22718	54721	سوق الكتل
42559	27155	7072	10129	14228	عمليات أخرى*
93858	108874	62454	111183	174942	إجمالي حجم التعاملات على الأسهم
السندات					
4932	6314	3391	1202	906	السوق المركزي
3665	3042	5201	6612	1443	سوق الكتل
912	1702	1482	3242	2675	عمليات أخرى**
9510	11058	10073	11056	5024	إجمالي حجم التعاملات على السندات
103368	119932	72527	122238	179966	المجموع العام

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Rapport annuel**, op.cit, p: 20.

* تشمل: الإدراجات، تقدمات السندات، التحويلات، زيادات رأس المال، العروض العمومية.

** تشمل: الإصدارات، تقدمات السندات.

ويمكن تفسير انخفاض حجم التعاملات الإجمالي في سنوات الإنخفاض (2008، 2009 و2011) بما يلي:

- إنخفاض حركية السوق المركزية وسوق الكتل.
- إنخفاض عدد التعاملات (0.26% سنة 2008، -39.29% سنة 2009، -33.7% سنة 2011).

1-2-4- نشاط الإستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء: عرف مبلغ الإستثمارات الأجنبية في الأسهم المسعرة في البورصة سنة 2011 إنخفاضاً بنسبة 11.7% مقارنة مع سنة 2010، لينتقل بالتالي من 167 مليار درهم في 2010 إلى 147.7 مليار درهم في 2011. ويُعزى هذا الإنخفاض إلى سوء الأداء الذي سجّله أبرز القيم المكوّنة لمحافظ المستثمرين الأجانب سنة 2011¹.

وعلاوة على ذلك، يكشف التحليل حسب الجنسية على أن حصة الأشخاص المعنويين الفرنسيين تُهيمن في حدود 78.5% على استثمار الأشخاص المعنويين الأجانب غير المقيمين، وأن حصّتهم في رسملة البورصة بلغت 22.2% في سنة 2011 مقابل 22.5% في 2010.

¹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Investissement étranger à la Bourse de Casablanca**, Maroc, 2011, p: 05.

وقد أُجز الجزء الأكبر من الإستثمار الأجنبي في الأسهم المسعرة على شكل مساهمات استراتيجية حيث تمثل هذه الأخيرة 89.7% من الإستثمار الأجنبي في سنة 2011¹. هذا وبلغ الإستثمار الأجنبي في سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة 896.6 مليون درهم سنة 2011، مسجلاً انخفاضاً بنسبة 30% مقارنة مع سنة 2010²، إذ لا يزال هذا الإستثمار ضعيفاً جداً مقارنة مع إجمالي الأصول الصافية لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- بورصة الدار البيضاء والأزمة المالية العالمية 2008:

أبدت بورصة الدار البيضاء خلال السنة المالية 2008-2009 مقاومة كبيرة لتبعات الأزمة المالية العالمية وتباطؤ نمو الإقتصاد العالمي، وهو ما يعكس سياسات مقاومة الأزمات الدورية التي طبقتها المملكة المغربية. وقد كانت مقاومة بورصة الدار البيضاء لهذه الظرفية أفضل من تلك التي أبدتها معظم الأسواق النامية خلال السنتين المعنيتين، حيث لم تتجاوز خسائر مؤشر MADEX العائم خلال السنتين المالية معا نسبة 19% رغم غياب الإدراجات في البورصة منذ شهر جويلية 2008، ورغم تخوفات المستثمرين. وقد أنهى مؤشر MASI العائم و MADEX العائم سنة 2009 بأداء سلبى بعض الشيء، حيث بلغ الأول -4.92% وسجل الثاني -6.58%، مقابل -13.48% و -13.41% تبعاً سنة 2008. كما تراجعت رسملة البورصة بنسبة 4.30%، مقابل -9.31% سنة 2008، و أصبحت تناهز مبلغ 508.9 مليار درهم مقابل 531.8 سنة 2008³. كما أبدت بورصة الدار البيضاء أيضاً تأثراً واضحاً بأزمة الديون السيادية الأوروبية، باعتبار المغرب زبون أوروبي، ونتيجة ذلك انخفض مؤشر MASI بنسبة 12.86% سنة 2011، كما شهدت كل من رسملة البورصة واحجام التداول تراجعاً بنسبة 10.85% و 13.81% على التوالي خلال نفس السنة⁴.

¹ Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Investissement étranger à la Bourse de Casablanca**, op.cit, p: 09.

² Op.cit, p: 11.

³ لتفاصيل أكثر حول أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على بورصة الدار البيضاء، أنظر:

- عمر العسري، البورصات المغربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغربي)، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط - المملكة المغربية، ص: 195-200.

- Bourse de Casablanca, **Rapport annuel 2009**, p: 03, 34-37.

- Direction des Etudes et des Prévisions Financières, **Introductions à la Bourse de Casablanca: tendances, déterminants et résultats techniques**, Ministère de l'Economie et des Finances, Royaume du Maroc, Novembre 2009, p: 09-11.

⁴ أنظر:

La Bourse de Casablanca, **Rapport annuel 2011**, p: 11.

المطلب الثالث: أساليب مقاومة الأزمات المالية في بورصة الدار البيضاء

تمتلك بورصة الدار البيضاء بعض الأساليب المقاومة للأزمات المالية، نتعرض إليها فيما يلي:

1- العناية بالحوكمة الرشيدة:

تتقيد بورصة الدار البيضاء والشركات المدرجة فيها بـ "الدليل المغربي للممارسات الرشيدة لحوكمة الشركات والمؤسسات العامة" الصادر عن الوزارة المكلفة بالشؤون العامة والحكامة في مارس 2012، حيث يحرص هذا الدليل على رفع الأداء العام للشركات والمؤسسات العامة، يأخذ في الحسبان خصوصياتها ويوصي بقوة بسلسلة من القواعد الرشيدة لتحسين حوكمتها: اللجان الخاصة وموآثيقها، المدراء المستقلون، خطاب الإستقالة، العقود، التنظيم الداخلي وميثاق عضو مجلس الإدارة، سياسة توزيع الأرباح، تقييم مجلس الإدارة، الشفافية، وغيرها¹.

1-1- الحوكمة على مستوى مجلس إدارة البورصة ولجانها التقنية: وعن واقع الحوكمة في بورصة الدار البيضاء، فبوضعها لاستراتيجية تنميتها (2009-2015)، أطلقت بورصة الدار البيضاء عدة ورشات بغية تحسين طريقة حوكمتها. وبالموازاة مع ذلك، تم تبني قانون أخلاقيات المهنة سنة 2009 في إطار تعزيز ثقة المستثمرين والترقية للمعايير الدولية وأعمال المسؤولية الاجتماعية للمقولة.

1-1-1- تركيبة وطريقة عمل مجلس الإدارة: تم إنشاء مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء في 2009/04/02، وقد عوض مجلس المراقبة الذي كان معمولا به منذ سنة 2000. يتشكل مجلس الإدارة من 12 عضواً ومندوب ممثل للحكومة، تقوم باختياره الوزارة المكلفة بالشؤون المالية، ويتم استدعاؤه لحضور جميع اجتماعات المجلس أو اجتماعات اللجان التابعة له. يقوم مجلس الإدارة بانتخاب الرئيس، ويحدد مدة ولايته، على ألا تتجاوز هذه المدة تاريخ نهاية العضوية في المجلس. هذا ويمارس أعضاء المجلس صلاحياتهم ومهامهم لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد.

هذا ويتم تعيين كاتب لمجلس الإدارة، باقتراح من الرئيس، وذلك قصد الإضطلاع بمهام تنظيم الاجتماعات وتحرير المحاضر والإحتفاظ بها طبقاً للشروط والقواعد المنصوص عليها قانونياً.

1-1-2- مؤشرات الحوكمة الجيدة: قرر مجلس الإدارة الاحتفاظ بثلاث لجان فنية، ويتعلق الأمر بـ:

- لجنة الإفتاحاص.
- لجنة التعيينات والجزاءات.
- لجنة التكنولوجيا (تأسست سنة 2010 وحلَّت مكان لجنة الإستراتيجية والتنمية).

¹ Commission Nationale Gouvernance d'Entreprise, **Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance des Entreprises et Etablissements Publics**, annexe au Code Marocain des Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, Ministère Délégué auprès de Chef du Gouvernance Chargé des Affaires Générales et de la Gouvernance, Maroc, Mars 2012, p: 06.

كما قرر اعتماد نظام مؤشرات قابلة للقياس في مجال الحوكمة الرشيدة قصد قياس مستوى التطور الحاصل خلال فترة 3 سنوات، حيث تمكّن هذه المؤشرات من توفير معلومات حول عدد اجتماعات المجلس واللجان الفنية، كما تمكّن أيضاً من قياس معدلات الحضور في اجتماعات المجلس وبقية الأجهزة واللجان، وذلك حسب الجدور رقم (13-05) التالي:

جدول رقم (13-05):

مؤشرات الحوكمة الجيدة لمجلس إدارة بورصة الدار البيضاء ولجانها التقنية

المؤشرات	2009	2010	2011
مجلس الإدارة			
عدد الاجتماعات	10	07	06
معدل المشاركة	%81	%78	%73
لجنة الإفتاح			
عدد الاجتماعات	05	04	02
معدل المشاركة	%100	%94	%87
لجنة التعيينات والجزاءات			
عدد الاجتماعات	05	05	04
معدل المشاركة	%70	%85	%65
لجنة التكنولوجيا			
عدد الاجتماعات	-	02	01
معدل المشاركة	-	%100	%66

Source: Bourse de Casablanca, Rapport annuel 2011, p: 22.

حسب الجدول أعلاه، تراجعت كل مؤشرات الحوكمة بالنسبة لمجلس الإدارة وللجان التقنية في بورصة الدار البيضاء سنة 2011 مقارنة بسنتي 2009 و2010، حيث عقد مجلس الإدارة 06 اجتماعات سنة 2011 بمعدل مشاركة بلغ 73% مقارنة بمعدل 78% سنة 2010 (بانخفاض قدره 5%). من جهتها واصلت اللجان التقنية أعمالها بسبع اجتماعات عمل سنة 2011 وبمعدل مشاركة متوسط وصل إلى 72.66%، مقابل 11 اجتماعاً في السنة السابقة وبمعدل مشاركة متوسط بلغ 93% أي بتراجع قدره 20.34%.

- 1-2- الحوكمة على مستوى الشركات المدرجة:** حسب التقرير الذي أعدّه المعهد المغربي للمدراء في أبريل 2013، بالتعاون مع المؤسسة المالية الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي، حول ممارسات الحوكمة في المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2012 باستخدام الإستبيان، توصل إلى النتائج التالية¹:
- أجابت 55% من الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء على الإستبيان المقترح (42 شركة)، والتي تمثل 45% من الرسمة الكلية للبورصة، منها 90% تتجاوز رسملتها البورصية 100 مليون درهم.
 - تتقيد ثلثي الشركات بالدليل المغربي للممارسات الرشيدة للحوكمة، مقابل 50% في سنة 2010.
 - تقوم السلطة التنفيذية (الرئيس المدير العام (PDG) أو المدير العام (DG)) بمتابعة قضايا الحوكمة والعمل بالدليل المغربي للممارسات الرشيدة للحوكمة.
 - سيطرة البنية الأحادية لمجلس الإدارة (90%)، وأن غالبية الشركات المدرجة لا تفصل بين المهام التنفيذية ومهام الرقابة (65% في سنة 2012 مقابل 54% في سنة 2010).
 - ترى غالبية الشركات المدرجة بأن دور مجلسها الإداري محدّد جداً في المجالات التي تشكل مهامها الرئيسية: تعريف الإستراتيجية، مراقبة تطبيقها، مراقبة الإستثمارات الرئيسية.
 - ترى 60% من الشركات المدرجة بأن مجلسها الإداري قادر على التوظيف، مراقبة الأداء والجزاءات وتنظيم الخلافة أو استبدال القادة الرئيسيين.
 - مدراء الشركات المدرجة في البورصة هو نسبياً من الشباب: 95% تقل أعمارهم عن 60 سنة، و89% تتراوح أعمارهم ما بين 40 و59 سنة.
 - بقيت حصة المديرين غير التنفيذيين في حدود 85% مقابل 89% في سنة 2010.
 - تمتلك 69% من شركات العينة لجنة للتدقيق والمراجعة مقابل 50% في سنة 2010، مع تسجيل زيادة ملحوظة في لجان الجزاءات والتعيينات في 53% من الشركات مقابل 28% في سنة 2010.
 - فيما يتعلق بالمعاملة العادلة للمساهمين، تلتزم 91% من الشركات إيجاباً بضمائها، و86% توفر لها الوصول إلى المعلومات ذات الصلة.
 - صرّحت 75% من الشركات بتعيينها مسؤولاً عن الإتصال المالي، مقابل حوالي 98% في سنة 2012.
 - ما يقارب نصف الشركات المدرجة (50%) لم يكن لديها برنامج إدماج المدراء الجدد.

¹ لتفاصيل أكثر، أنظر:

2- العناية بالرقابة الداخلية والرقابة على التداول:**1-2- آليات الرقابة الداخلية:** قصد تحسين آليات الرقابة الداخلية، ثم القيام بالعمليات التالية:

1-1-2- تنفيذ برنامج تدقيقات الحسابات المالي الداخلي: كان الهدف الرئيسي من هذا البرنامج هو تحديد الفوارق بين الممارسات والمراجع السارية المفعول (التشريعات والنصوص التنظيمية)، وتقييم المخاطر المحتملة، وتحديد جوانب الإدارة والتسيير الممكن تحسينها عبر القواعد والتنظيم.

2-1-2- نظام التدبير الوقائي للمخاطر: يهدف هذا النظام إلى تشجيع ثقافة السلامة وامتلاك برنامج قادر على استباق الحوادث كيفما كانت طبيعتها (نظام للإنذار المبكر للأزمات داخل بورصة الدار البيضاء). كما يتعلق الأمر بوضع الأسس والقواعد الواجب إعمالها في كل مرحلة من المراحل التي يعالجها هذا النظام (تقييم، تحديد أنواع مخاطر جديدة، إحصاء الحوادث، العمليات الإصلاحية).

2-1-3- وضع نظام لإعداد تقارير الحوادث (قاعدة بيانات "Incident"): في إطار سياسة التدبير الوقائي للمخاطر، وقصد الإستجابة للمعايير الجديدة الصادرة عن مجلس أخلاقيات القيم المنقولة "CDVM" (بموجب مذكرة 09/04)، تم وضع نظام لإعداد تقارير حول الحوادث ابتداءً من سنة 2009.

2-2- مراقبة وتوجيه حصص التداول:

1-2-2- اعتماد نظام "Trading At Last": في إطار عملية الانتقال إلى النسخة 900 من نظام التداول الجديد (NSC)، المعتمد ابتداءً من سنة 2008، قامت بورصة الدار البيضاء في 2009/11/02 بإطلاق وظيفة "فترة التداول في اللحظة الأخيرة" المعروفة باسم "Trading At Last".

وقد تمت برمجة هذه المرحلة بالنسبة للقيم المنقولة بشكل مستمر خلال الدقائق الخمس التي تلي الإغلاق (من الساعة 15:30 إلى الساعة 15:35). وتمكن من التفاوض على الأوامر المحررة والمنفذة جزئياً أو غير المنفذة وحتى الأوامر التي لم يتسنى تسجيلها خلال جلسة التداول، وذلك بناءً على آخر سعر متداول، أو باعتماد السعر المرجعي في غيابه¹.

وتمنح هذه الوظيفة المستثمرين حظوظاً أكبر من أجل استغلال فرص الإستثمار، وتضمن سيولة أكبر في السوق، كما تسمح ذات الوظيفة بتعديل أو إلغاء بعض الأوامر حسب شروط مضبوطة. هذا وتصبح الصفقات الكبرى ممنوعة في هذه الفترة.

¹ Bourse de Casablanca, Rapport annuel 2009, op.cit, p: 17.

2-2-2- إطلاق نظام جديد للمراقبة: تقوم مديرية المراقبة، في إطار الصلاحيات الموكلة إليها بخصوص توجيه حصص التداول ومراقبة مشروعية الصفقات، بضمان التتبع اليومي لحصص البورصة عبر نظام التداول الإلكتروني (NSC V900). كما تستعين أيضاً بمجموعة من التطبيقات المعلوماتية التي تمكن من مراقبة بعض الأوامر. كما تم إطلاق نظام طموح من أجل إتمام نظام المراقبة والتتبع التلقائي، إذ سيمكن هذا النظام من إجراء التتبع بشكل مباشر وغير مباشر ومن تحسين الفعالية.

2-2-3- تحديث وتحسين التطبيقين المعلوماتيين "مراقبة" و"برود": قصد استغلال أفضل لوحدات التطبيقين المعلوماتيين "مراقبة" و"سبرود"، وقصد الإستجابة أكثر لحاجيات المستعملين، قامت بورصة الدار البيضاء بمراجعة مجموعة من الوظائف المتعلقة ببنية الطلبات والعرض على الشاشة واستعمال النتائج.

3- تطوير نظام الإفصاح:

1-3- إعادة النظر في القاعدة المادية "NSC*": بدأت بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2009 مشروع إعادة النظر في القاعدة المادية لنظام التداول الجديد "NSC". وتهدف هذه العملية إلى توفير قاعدة قادرة على ضمان اشتغال نظام التداول والإتجار في حال وجود أعطاب على مستوى أحد العناصر. وبدأ تنفيذ هذا المشروع بشكل واسع انطلاقاً من سنة 2010 بالتعاون مع "NYSE" التي ستتكلف بمساعدة بورصة الدار البيضاء ومدتها بالمشورة من أجل تحديد المعايير والقيام بالاختبارات الضرورية.

2-3- اعتماد مبدأ "المراجع الموحدة": قامت بورصة الدار البيضاء باعتماد مراجع موحدة بدءاً من 2009/06/01 قصد استغلال أفضل للمعلومات المنشورة من طرف NSC وضمان سلامة معاملات مكتب الدعم وتفاذي تسجيل المعلومات في ثلاث أنظمة (NSC و PROD و WEB)¹. وقد تم تكييف نظام المعلومات المساعد على اتخاذ القرارات ومجموع المنشورات الإحصائية الصادرة على بورصة الدار البيضاء قصد بلوغ هذا الهدف.

3-3- اعتماد نظام آلي لعمليات التداول على الإلتزامات: قصد تكييف نظام الإنتاج مع حاجيات السوق، قامت بورصة الدار البيضاء بوضع قاعدة فنية خاصة من أجل معالجة آلية تامة لمجموع عمليات التداول على الإلتزامات، انطلاقاً من التصريح وحتى إتمام الصفقة وتخصيص رقم تسلسلي للعقد. كما يمكن النظام من إدارة بقية العمليات بالطريقة ذاتها (التصريح بالإسهامات، التصريح بالتحويلات، العروض العمومية وتدابير الإدراجات). وتمكن هذه العملية من تقليص احتمالات الأخطاء وتساعد على بلوغ إدارة أمثل للسوق.

* NSC: Nouveau Système de Cotation.

¹ Bourse de Casablanca, **Rapport annuel 2009**, op.cit, p: 19.

تقييم أساليب مقاومة الأزمات المالية في بورصة الدار البيضاء:

1- بالنسبة لأسلوب "العناية بالحوكمة الرشيدة": حول مؤشرات الحوكمة على مستوى مجلس إدارة بورصة الدار البيضاء ولجانها التقنية، يلحظ الباحث تراجع هذه المؤشرات كلها سنة 2011 مقارنة بسنتي 2009 و2010، كما يرى الباحث أن هذه المؤشرات (عدد الاجتماعات ومعدل المشاركة) غير كافية للإستدلال على مستوى الحوكمة الجيدة، فالذي ينبغي مراعاته أيضاً هو نتيجة تلك الاجتماعات والقرارات الحاسمة التي تصدر عنها، وهو ما يعكس مدى فعالية أعضاء مجلس الإدارة واللجان التقنية، ناهيك عن مواعيد الإنعقاد وسرعة الإستجابة لذلك لا سيما عند الضرورة كفترات الأزمات خاصة.

وعن الحوكمة على مستوى الشركات المدرجة، فتُظهر نتائج تقرير المعهد المغربي للمدراء تحسناً طفيفاً في مستوى حوكمة الشركات المدرجة في البورصة سنة 2012 بالمقارنة مع سنة 2010 مما يعكس وجود جهود مبذولة من طرف السلطات المغربية المعنية لمنح حوكمة الشركات عناية أكبر، حيث ارتقى تقيد الشركات بالدليل المغربي للممارسات الرشيدة للحوكمة من 50% سنة 2010 إلى حوالي 67% في سنة 2012، إلا أن ذلك التحسن لا يزال بعيداً عن مؤشرات الحوكمة على مستوى الأسواق المالية المتطورة.

4-2- بالنسبة لأسلوب "العناية بالرقابة الداخلية والرقابة على التداول": يرى الباحث أن العمليات التي قامت بها البورصة المغربية بغية تحسين آليات الرقابة الداخلية ومراقبة وتوجيه حصص التداول جديرة بالعناية والإشادة بها، إلا أنها تبقى قليلة بالنظر إلى أهمية هذا الأسلوب، كما تفتقر إلى الكثير من التفاصيل لفهمها وجعلها عملية أكثر. وعن نظام "التدبير الوقائي للمخاطر" الذي يعمل كنظام للإنذار المبكر للأزمات فينقصه التفعيل، كما ينبغي على الهيئة المشرفة عليه أن تكشف عن نتائجه العملية أو الميدانية، وذلك لخلو جميع التقارير الفصلية والسنوية الصادرة عن البورصة المغربية من أي أثر عملي عن أنواع المخاطر الجديدة التي رصدها هذا النظام، والحوادث المحصاة، والعمليات الإصلاحية اللازمة.

4-3- بالنسبة لأسلوب "تطوير نظام الإفصاح": يُشيد الباحث بالإجراءات العملية المتخذة من طرف بورصة الدار البيضاء لتطوير نظام الإفصاح عن المعلومات، حيث أعادت النظر في القاعدة المادية لنظام التداول الجديد "NSC" لضمان استمرار التداول في حالات الخلل والأعطاب، كما اعتمدت مبدأ "المراجع الموحدة" لضمان الإستغلال الأفضل للمعلومات، وتفادي تدوينها وتسجيلها في أنظمة مختلفة. إلا أن ما تم إغفاله هو كيفية تحفيز الشركات المدرجة إلى الإفصاح عن معلوماتها كاملة، وطريقة جعل الإفصاح إجبارياً كخطوة موائية وحتمية، ذلك أن ترك الإفصاح إختياري يُبقي هذا الأسلوب ضعيف الفعالية.

إن الأداء السلبي الذي عرفته بورصة الدار البيضاء منذ سنة 2008 (بداية الأزمة المالية العالمية)، باستثناء سنة 2010، شكّل لدى الباحث الإستتفهام التالي: هل الخلل في عدم كفاية أساليب التحوّط والوقاية من الأزمات أم في ضعف نجاعة تلك الأساليب؟ والإجابة: في كلاهما.

إن ما ينقص البورصة المغربية، بعد تفعيل الأساليب الحالية، هو البحث عن أساليب حمائية أخرى تعتنى بتوفير السيولة والأوراق المالية في أوقات الأزمات المالية. وما يؤكّد هذا الطرح هو قيام شركة "مرغان ستانلي الدولية لرأس المال MSCI*" في 2013/06/11 بتخفيض تصنيفها للبورصة المغربية ضمن مؤشراتهما للأسواق المالية الدولية من "سوق ناشئة" إلى "سوق حدودية*" Frontier Markets" بسبب ضعف سيولتها وقلة الأوراق المالية المتاحة للتداول منذ سنوات دون أن تظهر أيّ علامات تُؤشّر على تغيّر هذا الوضع.

* MSCI: Morgan Stanley Capital International.

** الأسواق الحدودية هو مصطلح إقتصادي صيغ من قبل مؤسسة التمويل الدولية في عام 1992. وهي تستخدم عادة لوصف مجموعة فرعية من الأسواق الناشئة (EMS). وهي أسواق استثمارية لكن ذات قيمة سوقية وسيولة أقل من الأسواق الناشئة الأكثر نمواً.

المبحث الثالث: سوق الجزائر للأوراق المالية

لا تعتبر سوق الأوراق المالية الجزائرية سوقاً مالية ناشئة، وتمارس أنشطتها بمعزل عن الأسواق المالية العربية والعالمية، مما يجعلها عديمة التأثير المباشر بالأحداث وعدوى الأزمات المالية الخارجية، تخضع في الوقت الحالي لمخطط إصلاح لتطورها وعصرنتها وتأهيلها للانفتاح المالي، مما يتطلب أساليب احترازية وحمائية كافية لتحسينها من الأزمات. ويجاول الباحث من خلال هذا المبحث عرض أهم تلك الأساليب لكن بعد تقديم وتعريف سوق الأوراق المالية الجزائرية ورصد أدائها.

المطلب الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الجزائرية

تعد سوق الأوراق المالية الجزائرية، كغير الكثير من أسواق الأوراق المالية العربية، سوقاً حديثة النشأة، تحوي العديد من المؤسسات والمهنيين، يتم فيها إصدار وتداول الأصول المالية على المدين المتوسط والطويل، تسعى لتحقيق أهداف هامة كعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، توسيع العمل الإستثماري وتعميمه، وضمان استدامة الشركات وتحسين حوكمتها. وفيما يلي تقديم واف عن هذه السوق:

1- نشأة بورصة الأوراق المالية في الجزائر:

بدأت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر بإعلان الإصلاحات الاقتصادية سنة 1988 بصدر عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة، إذ يدخل إنشاؤها ضمن إصلاح نظام التمويل بصفة عامة، لاسيما القانون 06/88 الصادر في 12 جانفي 1988، الذي اعتبر إصلاح نظام التمويل من الإصلاحات الاقتصادية الشاملة.

وقد إكتسبت بورصة الجزائر الصفة الرسمية والعملية بعد أن مرَّ تأسيسها بالمراحل التالية:

1-1- إنشاء "شركة القيم المنقولة SVM" (1990-1992): اتخذت الحكومة في هذه المرحلة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة. وبهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة سمّيت "شركة القيم المنقولة"، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 3200.00 دينار ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء (كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية) إدارة هذه الشركة¹.

1-2- رفع رأس مال الشركة وتغيير إسمها إلى "بورصة الأوراق المالية BVM" (1992-1993): مرت شركة القيم المنقولة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الإجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه،

¹ وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الإقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، يومي 21 - 22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، الجزائر، ص: 08.

ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.00 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من أجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة، وقد أخذت هذه الشركة رسمياً تسمية بورصة الأوراق المالية¹.

ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992، يضاف إلى ذلك أنه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة، وكذا شروط إصدارها، وأيضاً لجنة البورصة.

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها²:

- المحيط الإقتصادي غير المشجع والمتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والمتميز بتعدد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الإقتصادية.
- ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الإقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها.
- الوضعية المالية السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الإقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفؤة.
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم المنقولة.
- غياب الثقافة البورصية.

1-3- وضع الإطار القانوني والتشريعي والتنظيمي للبورصة (1993-1996):

- تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون سنة 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما³:
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.
 - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

¹ شعون شعون، البورصة- بورصة الجزائر، تقدم عبد الرزاق موري، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999، ص: 80.

² براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الإقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الإقتصادية وتحديات المناخ الإقتصادي الجديد، يومي 22 و 23 أبريل 2003، جامعة ورقلة، ص: 05.

³ نفس المرجع، ص: 06.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

1-4- إكمال أسس وتنظيم بورصة الجزائر وإفتاحها (1996-1998): شهدت هذه المرحلة الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة، وتم الإفتتاح الرسمي لها في 17 ديسمبر 1997.

1-5- إنطلاق عملية القيد والإدراج والتداول (1998 وما بعدها): شكّلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الإقتصادية وإدراجها في البورصة، وكذا الشروع في عملية تداول القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر، حيث تم دخول أربع مؤسسات وطنية لأسهم وسندات، ويتعلق الأمر برياض سطيف، ومجمع صيدال، والمركب السياحي الأوراسي، إضافة لسونطراك. وحالياً، توجد ستة (06) شركات مدرجة ببورصة الجزائر:

- **شركات مصدرة للأسهم:** مجمع صيدال، المركب السياحي الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن.سي.أ. الروبية التي حصلت على تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتاريخ 06/02/2013، وكان أول تداول لأسهمها في 03/06/2013.

- **شركات مصدرة للسندات:** شركة سونلغاز، وشركة دحلي.

2- تنظيم بورصة الجزائر:

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم:

2-1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB*): التي تمثل سلطة السوق المالية الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين.

2-2- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV*): المعروفة عامة ببورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة. وتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة (من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة وقنوات الإعلام الأخرى مثل: مواقع الأنترنت، الومضات المتلفزة، الصحف الوطنية...).

* COSOB: La Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

** SGBV: la Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

2-3- الوسيط في عمليات البورصة* (IOB):** هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساساً حول القيم المنقولة. ويتم اعتماد الوسيط في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

2-4- المؤتمن المركزي للسندات (DCT*):** الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة Algérie Clearing" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم مالكي الحسابات حافظي السندات (TCC)، وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقاً للمعايير الدولية¹ (ISIN: الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).

2-5- ماسكو الحسابات حافظو السندات (TCC#): هو البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية².

2-6- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM): وتتألف من شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير^{###} (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (FCP). وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة، ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين³.

3- القيم المنقولة:

يتم إصدار القيم المنقولة في السوق المالية الأولية التي تتكون أساساً من المؤسسات المصرفية المكلفة بتوظيف السندات لدى المستثمرين، وتُسجل بعد ذلك للتداول في سوق البورصة أو تبادلها بالتراضي إذا لم تجتمع فيها شروط القبول في البورصة.

* الوسيط في عمليات البورصة المعتمدون من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هم: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط-بنك، بي أن بي باريبا الجزائر.

** IOB: Les Intermédiaires en Opérations de Bourse.

*** DCT: Le Dépositaire Central des Titres.

¹ لتفاصيل أكثر أنظر:

COSOB, Le Dépositaire central des Titres, sur site suivant: <http://www.cosob.org/le-depositaire-central.htm> consulté le 17/09/2013.

TCC: Les Teneurs de Compte-Conservateurs de titres.

² بورصة الجزائر، تعريف بورصة الجزائر، مطبوعات خاصة، 2012.

توجد في البورصة الجزائرية حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي المسماة "شركة الإستثمار المالي" (SICAV CELIM).

³ بورصة الجزائر، تعريف بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره.

ويتم تداول ثلاثة أنواع من القيم في بورصة الجزائر، وهي على النحو التالي:

3-1-1- الأسهم: وهي سندات ملكية تحوّل للمستثمرين "المساهمين" حقوقاً تتعلق بأصول الشركة وحقوق أخرى، ولقد حددت التشريعات نوعين من الأسهم:

3-1-1- الأسهم العادية: هذا النوع من الأسهم هو السائد في شركات المساهمة الجزائرية. ويمنح السهم العادي للمساهم الحق في تصويت واحد، والحق في حصة من أرباح الأسهم، والحق في الحصول على المعلومات والحق في الأصول.

3-1-2- الأسهم الممتازة: هذه السهم لا تحوّل لصاحبها حق التصويت، ولكنها تمنحه الحق في الأولوية في الحصول على الأرباح.

3-2- السندات: هي صكوك مديونية تثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو الدولة. وللسند سعر عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الإسمية*، ولا يتضمن سعر السند نسبة الحق في الفائدة المرتبطة به (الفوائد المستحقة). ويُذكر سعر السند في الجزء السفلي من القسيمة. ويقوم المستثمر المشتري بدفع الفوائد المستحقة للبائع، وذلك إضافة إلى قيمة المبادلة.

3-3- سندات الخزينة العمومية: هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال المديرية العامة للخزينة، وذلك بغرض تمويل العجز في ميزانيتها. وتصدر المديرية العامة للخزينة سندات الخزينة العمومية ذات ثلاثة آجال، وهي: 07 و 10 و 15 عاماً وذلك عن طريق أسلوب مزايمة يسمى المزاد الهولندي (أو المزاد على الأسعار المطلوبة)، ويتم الإكتتاب فيها في القسم الأولي من طرف المتخصصين في قيم الخزينة المعتمدين** من المديرية العامة للخزينة، أما عن القيمة الإسمية لهذه السندات فهي محدّدة بمليون دينار جزائري. وتم إدخال سندات الخزينة العمومية للتداول في بورصة الجزائر بتاريخ 2008/02/11، حيث يتم التداول عليها من خلال الوسطاء في عمليات البورصة والمتخصصين في قيم الخزينة¹.

* فمثلاً، إذا كان سعر السند هو 102% وقيمه الإسمية هي 10.000.00 دينار جزائري، فسيتم مخالصة هذه القيمة إلى 10.200.00 دينار جزائري.

** يشمل المتخصصون في قيم الخزينة المعتمدون (SVT) ثمانية بنوك وخمسة شركات تأمين، وهي: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط-بنك، سيتي بنك، إتش إس بي سي، الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين، الشركة الجزائرية للتأمين الشامل، الشركة الجزائرية للتأمينات، الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة.

¹ بورصة الجزائر، القيم المنقولة، مطبوعات خاصة، 2012.

4- الأوامر وطرق التسعيرة في بورصة الجزائر:

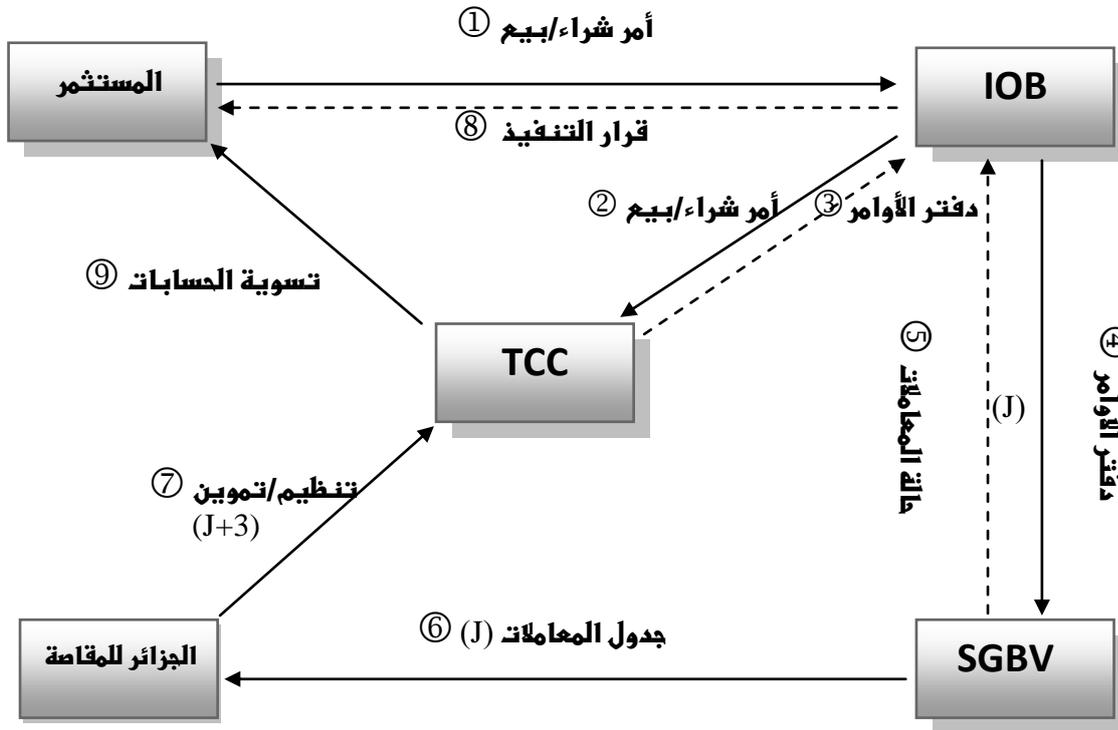
4-1- أوامر بورصة الجزائر:

4-1-1-1-1-4 كيفية إدخال الأوامر في بورصة الجزائر: إن إدخال أمر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط معتمد في عمليات البورصة، كما يجب أن يتضمن أمر البورصة بعض البيانات الضرورية كي يتم تنفيذه تنفيذاً سليماً، من بينها: هوية مقدم الأمر، الغرض من العملية، كمية الأوراق المالية، السعر الأعلى والسعر الأدنى الذي يبدي المستثمر استعداداً لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره، فترة صلاحية الأمر والتي يجب ألا تتعدى 30 يوماً ابتداءً من يوم إنشائه، توقيع صاحب الأمر.

4-1-1-2-1-4 آلية تداول الأوامر: بالرجوع إلى تنظيم بورصة الجزائر والعلاقة بين الهيئات المنظمة لها، يمكن فهم آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر إنطلاقاً من إصدارها من قبل المستثمر، والشكل رقم (03-05) يوضح ذلك:

شكل رقم (03-05):

آلية تداول الأوامر في بورصة الجزائر



Source: COSOB, Guide investir en bourse, Alger, 2013, p: 11.

4-1-3- أنواع أوامر بورصة الجزائر: طبقاً للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن لأوامر البورصة أن تأخذ إحدى الأشكال التالية وهذا حسب بيانات السعر أو الصلاحية¹:

أ- بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر وهما:

- أمر "محدد السعر": وفيه يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواءً كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع الورقة المالية.
- أمر "بالسعر الأفضل": هو أمر بالشراء أو البيع لم يتم تحديد سعره، ويتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

ب- بيانات الصلاحية: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية وهي:

- أمر صالح "لمدة يوم": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.
- أمر صالح "لتاريخ معين": وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر المدني الجاري.
- أمر "ذو صلاحية محدودة": وهو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوماً ويعدُّ صالحاً لغاية إنتهاء جلسة التداول المذكورة.
- أمر صالح "لغاية التنفيذ": وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدّد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.

ت- نوع خاص: تتضمن الأوامر الخاصة نوع واحد يسمى أمر على "كل شيء أو لا شيء"، وهو أمر للبيع أو للشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة. وقد تمّ تجميد هذا الأمر مؤقتاً، وذلك لتعزيز سيولة السندات المسعرة في البورصة.

4-2- طرق التسعيرة المنصوص عليها: ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعيرة وهما التسعيرة بالتثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالتثبيت. وتمثل عملية التسعيرة بالتثبيت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى على السند الواحد خلال جلسة التداول. ويسمح هذا السعر²:

- تضخيم حجم السندات المتبادلة.
- تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.
- تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة.

¹ بورصة الجزائر، أوامر البورصة، مطبوعات خاصة، 2012.

² نفس المرجع السابق.

المطلب الثاني: أداء سوق الأوراق المالية الجزائرية

تتكون سوق الأوراق المالية الجزائرية من قسمين رئيسيين، يتمثل القسم الأول في سوق الأسهم، أما السوق القسم الثاني فيتعلق بسوق السندات، وكل قسم يتضمن سوقين أولية وثانوية، كما يختلف كل قسم عن الآخر من حيث الأداء والفعالية. ويتناول الباحث فيما يلي، وبالتفصيل، مؤشرات أداء كل قسم على حدى:

1- أداء القسم الخاص بالأسهم:

1-1- تطور أداء السوق الأولية للأسهم: توجد السوق الأولية في وضعية حرجة وصعبة، وبعيدة كثيراً عن الدور الأساسي الذي يجب أن تؤديه والمتمثل في فتح رأس المال وتوفير السيولة للإستثمار الحقيقي. فخلال الفترة الطويلة (2000-2010)، لم تسجل السوق الأولية أي إصدار جديد للأسهم فحسب بل تعرضت في سنة 2006 إلى سحب سهم "الرياض - سطيف" ليتقلص بذلك عدد المؤسسات المسعرة في البورصة إلى مؤسستين، وبالتالي تقلص حجم الرسملة البورصية من 10.6 مليار دينار مع نهاية 2005 إلى 6.74 مليار دينار مع نهاية سنة 2006¹. ثم استأنفت هذه السوق عملية إصدار الأسهم مع أواخر سنة 2010، حيث عرفت الفترة (2010-2013) طرح إصدارين جديدين لأسهم كل من شركة التأمين "أليانس" وشركة "أن.سي.أ. الروبية" ليُعزَّز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لم يكن يوجد بها آنذاك إلا سهمان فقط وهما سهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي سهم مجموعة صيدال. وتتمثل خصائص هذين الإصدارين في الجدول رقم (05-14) التالي:

جدول رقم (05-14):

خصائص عمليات الإصدار في السوق الأولية لبورصة الجزائر للفترة (2010-2013)

NCA Rouiba	Alliance Assurances	البيان
849.195.200	1.433.787.970	مبلغ الإصدار (دج)
2.122.988	1.804.511	عدد الأسهم الجديدة موضوع الإصدار
أسهم عادية	أسهم عادية	صنف الأسهم
لحاملها / غير مادية	أسهم غير مادية مقيدة في الحساب	شكل الأسهم
100	200	القيمة الإسمية للسهم الواحد (دج)
400	830	سعر الإصدار (دج)
2013/05/09 - 2013/04/07	2010/12/01 - 2010/11/02	فترة الإصدار (الإكتتاب)

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى:

- COSOB, **Rapport annuel 2010**, Alger, p: 33.
- Société de Gestion de la Bourse des Valeurs (SGBV), **Rapport mensuel de la bourse d'Alger**, Avril 2013, p: 01.

- الموقع الإلكتروني لشركة أن. سي. أ. الروبية التالي:

<http://www.rouibaenbourse.com/presentation-de-l-operation.html> consulté le 24/09/2013.

¹ COSOB, **Rapport annuel 2006**, Alger, p: 02.

1-2- تطور أداء السوق الثانوية للأسهم:

يستعرض الباحث في الجدول رقم (05-15) أدناه أبرز مؤشرات الأداء للسوق الثانوية للأسهم لبورصة الجزائر وذلك خلال الفترة (2007-2012):

جدول رقم (05-15):

مؤشرات أداء سوق الأسهم الثانوي لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2012)

السنوات	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (دج)	حجم التداول (سهم)	قيمة التداول (دج)
2007	02	6.460.000.000	35.284	14.248.515
2008	02	6.500.000.000	52.103	21.414.845
2009	02	6.550.000.000	34.700	13.891.895
2010	02	7.900.000.000	27.420	11.985.965
2011	03	14.967.744.130	231.997	185.118.435
2012	03	13.028.721.575	49.471	36.038.865
معدل التغير (2012/2011)	00	%12.95-	%78.67-	%80.53-
معدل التغير (2012/2007)	%50	%101.68	%40.2	%152.

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

وفيما يلي تحليل لمؤشرات الأداء المعنية في الجدول أعلاه:

1-2-1- عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم الثانوية: بلغ هذا العدد أربع (04) شركات بنهاية سنة 2013، ويبقى بعيد كل البعد عن ذلك العدد المسجل في كل الأسواق المالية العربية، حيث تحتل بورصة الجزائر المرتبة الأخيرة من بين هذه الأسواق، وتأتي بورصة عمان في المرتبة الأولى بـ 243 شركة مدرجة، في حين تحتل بورصة دمشق المرتبة ما قبل الأخيرة بـ 22 شركة مدرجة. وتمثل تلك الشركات في:

- مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، والتي دخلت البورصة في جوان 1999، بطرح 1.200.000 سهم تمثل 20% من رأس المال، وبسعر عرض بلغ 400 دج للسهم الواحد.
- المجمع الصناعي صيدال، والذي دخل البورصة في سبتمبر 1999، وبلغ عدد أسهمه الممنوحة 2.000.000 سهم تمثل 20% من رأس ماله، طُرحت للبيع بسعر 800 دج للسهم الواحد.
- شركة أليانس للتأمينات، والتي كان دخولها للبورصة في مارس 2011، وذلك بقيامها بطرح 1.804.511 سهم تمثل نسبة 31% من رأسمالها، وبسعر بيع بلغ 830 دج للسهم الواحد.
- شركة أن. سي. أ. الروبية، أدرجت بالبورصة في جوان 2013، وذلك بعرضها 2.122.988 سهم للبيع بسعر 400 دينار للسهم الواحد.

والملفت للإنتباه أن هذه الشركات، وإن كانت تنتمي إلى قطاعات مختلفة وهي قطاع الخدمات العمومية وقطاع الكيمياء والصيدلة وقطاع التأمين وقطاع الصناعات الغذائية، إلا أنها لا تعبر إطلاقاً عن أداء الإقتصاد الجزائري ولا تمثله، وبالتالي لا معنى لمؤشر سوق الأسهم الجزائرية.

1-2-2-2- الرسملة السوقية: عرفت الرسملة السوقية لبورصة الجزائر تطوراً ملحوظاً، حيث تضاعفت خلال الفترة (2007-2012) لتبلغ حوالي 13.029 مليار دينار سنة 2012 مقارنة بـ 6.46 مليار دينار سنة 2007، وكانت أعلى قيمة لها تلك المسجلة سنة 2011 والبالغة حوالي 14.97 مليار دينار، ويعود ذلك إلى طرح أسهم شركة "أليانس للتأمينات" الجديدة للتداول. أما عن سبب انخفاض قيمة الرسملة السوقية سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 أين بلغ معدل الإنخفاض 12.95%، فيرجع إلى تراجع أسعار أسهم كل الشركات المدرجة سنة 2012، حيث تراجع سعر سهم مؤسسة الأوراسي خلال هذه السنة من 500 دينار إلى 340 دينار، وسهم صيدال من 700 دينار إلى 620 دينار، ومن 830 دينار إلى 825 دينار بالنسبة لسهم شركة أليانس¹.

1-2-3- حجم التبادل: شهدت أحجام التداول قيماً ضئيلة لاسيما إذا ما قورنت بإجمالي الأسهم المقيدة بالبورصة، كما شهدت انخفاضات متتالية خلال السنوات 2008 و2009 و2010، ثم انتعش التداول بعد ذلك في سنة 2011 بعد طرح أسهم شركة أليانس للتداول لأول مرة. وتتنوع أحجام التداول بين الشركات الثلاثة المدرجة إلى غاية 2012 على النحو الذي يبيّنه الجدول رقم (05-16) التالي:

جدول رقم (05-16):

تطور حجم التبادل حسب نوع الشركة المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة (2007-2012)

السنوات	الأوراسي		صيدال		أليانس	
	حجم التبادل	% من الإجمالي	حجم التبادل	% من الإجمالي	حجم التبادل	% من الإجمالي
2007	35.064	99.37	220	0.63	--	--
2008	21.101	40.5	31.002	59.5	--	--
2009	9.179	26.45	25.521	73.55	--	--
2010	9.382	34.22	18.038	65.78	--	--
2011	7.718	3.33	29.804	12.85	194.475	83.82
2012	7.048	14.25	15.031	30.38	27.392	55.37

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

يلاحظ من الجدول أعلاه سيطرة أسهم مجمع صيدال على أحجام المبادلات من سنة 2008 إلى 2010، وبعد دخول أسهم شركة أليانس للتداول سنة 2011، سيطرت أسهم هذه الشركة وبقوة على حجم التداول.

¹ أنظر:

1-2-4- قيمة التداول: اتخذت قيم التداول نفس منحى التغيير الذي سلكته أحجام التداول متأثرة بنفس الأسباب. وتتنوع قيم التداول على الشركات الثلاثة المدرجة خلال الفترة (2007-2012) حسب ما يوضحه الجدول رقم (05-17) التالي:

جدول رقم (05-17):

تطور قيمة التبادل حسب الشركات المدرجة في سوق الإسهام بالدينار خلال الفترة (2007-2012)

السنوات	الأوراسي		صيدال		أليانس	
	القيمة (دج)	% من الإجمالي	القيمة (دج)	% من الإجمالي	القيمة (دج)	% من الإجمالي
2007	14.160.515	99.38	88.000	0.62	--	--
2008	9.016.275	42.1	12.398.570	57.9	--	--
2009	4.130.550	29.73	9.761.345	70.27	--	--
2010	4.222.500	35.23	7.763.465	64.77	--	--
2011	3.659.945	1.98	20.044.240	10.82	161.414.250	87.2
2012	3.110.255	8.63	10.195.255	28.29	22.733.355	63.08

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

يلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة الغالبة من قيمة التداول سجّلت في أسهم شركة صيدال خلال الفترة (2008-2010)، إذ بلغت هذه النسبة 57.9%، و70.27% و64.77% وذلك لسنوات هذه الفترة على الترتيب، وباقي النسب كانت لأسهم شركة الأوراسي، إلا أنه في سنتي 2011 و2012 سيطرت أسهم شركة أليانس على قيمة التبادل بنسبة 87.2% و63.08% على التوالي، والنسبة الباقية من كل سنة تقاسمتها كل من أسهم شركة صيدال والأوراسي.

2- أداء القسم الخاص بسوق سندات الإستحقاق:

1-2- تطور أداء السوق الأولية للسندات: تتصف السوق الأولية للسندات هي الأخرى بضعف الأداء والديناميكية، وبقلة عدد الشركات المصدرة حيث يوجد حالياً (حتى نهاية سنة 2013) سندان مسعران فقط في بورصة الجزائر، ويتعلق الأمر بسند سونلغاز* المستحق في سنة 2014 وسند دحلي** المستحق في 2016. ويعرض الباحث في الجدول رقم (05-18) الموالي بعض التفاصيل عن السوق الأولية للسندات تخص تأشيرات الإصدار الممنوحة زائد القيمة، عدد القروض السندية المستحقة لحلول أجلها وقيمتها، بالإضافة إلى الرصيد الإجمالي للقروض السندية المستحقة على السوق، وذلك خلال الفترة (2007-2012) على النحو التالي:

* تم الإدراج الرسمي له ببورصة الجزائر بتاريخ 2009/03/19.

** تم الإدراج الرسمي له ببورصة الجزائر بتاريخ 2008/05/28.

جدول رقم (05-18):

مؤشرات أداء السوق الأولية للسندات لبورصة الجزائر خلال الفترة (2007-2012)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	المؤشرات
00	00	01	02	03	03	التأشيرات المسلمة
00	00	02	31	44.3	7.8	قيمة الإصدار (مليار دينار)
غير متوفر	09	04	03	04	03	القروض السندية المستحقة العدد
14.02	73.66	27.26	14.11	19	12.65	لحلول الأجل القيمة (مليار دينار)
64.21	78.23	151.89	179.02	184.77	161.16	الرصيد الإجمالي للقروض السندية

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

نستطيع من خلال الجدول الموضح أعلاه أن نعطي تفسيراً لأسباب ضعف السوق الأولية للسندات في بورصة الجزائر، والتي يمكن حصرها في عاملين إثنين هما:

- الإنخفاض التدريجي في عدد تأشيرات القروض السندية الممنوحة، والتي تراجعت من 03 إصدارات مسلمة سنة 2007 إلى إصدار واحد سنة 2010، ثم إنعدام تام لها في سنتي 2011 و 2012.
- الإرتفاع التدريجي في عدد القروض السندية المستحقة لحلول الأجل، والتي ارتفعت من 03 قروض سنة 2007 إلى 09 قروض سنة 2011.

وقد أثر هذان العاملان على الرصيد الإجمالي للقروض السندية المستحقة على السوق، حيث تراجع هذا الرصيد من 161.16 مليار دينار سنة 2007 إلى 64.21 مليار دينار سنة 2012، وبمعدل انخفاض بلغ حوالي 60.16%.

2-2- تطور أداء السوق الثانوية للسندات: يبيّن الجدول رقم (05-19) المولي تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة حالياً في بورصة الجزائر من حيث حجم وقيمة التبادل منذ تاريخ أول تسعير إلى غاية نهاية سنة 2012، حيث يتعلق الأمر بسنتين إثنين هما: سند سونلغاز 2014 وسند دحلي 2016، وذلك كما يلي:

جدول رقم (05-19):

تطور أداء السوق الثانوية للسندات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2012)

السنوات	سونلغاز 2014 (SZ 2014)		دحلي 2016 (DH 2016)	
	حجم التبادل (سند)	قيمة التبادل (دينار)	حجم التبادل (سند)	قيمة التبادل (دينار)
2008	25.546	127.738.450	--	--
2009	42.554	212.770.000	300	3.000.000
2010	49.483	247.519.000	1.130	11.216.900
2011	14.607	73.045.310	1.700	16.430.000
2012	109.128	548.680.065	15.291	88.468.038

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

جدول رقم (05-20):

تطور أداء السوق الثانوي لسندات الإستحقاق الشبيهة بالخزينة خلال الفترة (2008-2012)

2012	2011	2010	2009	2008		
25	23	22	19	16	الإجمالي	
07	07	07	06	--	O.A.T 7 سنوات	عدد الخطوط
10	09	09	08	--	O.A.T 10 سنوات	المسغرة
08	07	06	05	--	O.A.T 15 سنوات	
297.204	273.354	226.245	226.245	145	الإجمالي	رصيد سندات
77.760	83.910	77.960	77.960	--	O.A.T 7 سنوات	الإستحقاق
114.544	99.544	83.258	83.258	--	O.A.T 10 سنوات	الشبيهة بالخزينة
104.9	89.9	65	65	--	O.A.T 15 سنوات	(مليار دينار)
500	3000	00	5002	1585		الحجم المتداول
50.27	3512.1	00	5101.578	1760.341		القيمة المتداولة (مليون دينار)

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى التقارير السنوية للفترة المعنية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

إن المستوى الضعيف جدا للمبادلات في السوق الثانوية كما يتبين من جدول السندات الشبيهة للخزينة أعلاه، يمكن أن يجد تفسيره خصوصاً فيما يأتي:

- وضعية الفائض من الأموال في الخزينة العمومية وسياسة القضاء على المديونية التي انتهجتها الدولة بهدف تقليص الدين الداخلي، وهو ما ترتب عليه التقليل من لجوء الخزينة العمومية إلى الإقتراض من الأسواق الأولية لقيم الخزينة مما تسبب بالنتيجة، في إحداث توتر على أسعار قيم الخزينة وهبوط في معدلات المرودية، الأمر الذي شجع المستثمرين الحائزين سندات الإستحقاق الشبيهة للخزينة التي تمنح مردودية أعلى على الإحتفاظ بها في حافظتهم بدل طرحها للتبادل.
- تركيز حيازة السندات الشبيهة للخزينة على مستوى هيئات الضمان الإجتماعي التي يتعين عليها احترام تأسيس الإحتياطات التقنية (جاهزية قوية في أموال الخزينة التي يجب توظيفها في شكل سندات سيادية) كان لها تأثير كبير على مستوى تبادل سندات الإستحقاق الشبيهة للخزينة في السوق الثانوية.
- القيمة الإسمية الواحدة لسندات الإستحقاق الشبيهة للخزينة، المحددة بمليون دينار ليس من طبيعتها تسهيل عملية توزيع هذه السندات في أوساط جمهور واسع من المستثمرين.

المطلب الثالث: أساليب الحصانة من الأزمات في سوق الأوراق المالية الجزائرية

إن الإنغلاق المالي الذي تمارسه بورصة الجزائر على نفسها، كونها سوقاً محلية محضة خالية من أية مساهمة أجنبية للمستثمرين والمؤسسات الأجنبية، كفيل بتبرير عدم انتقال عدوى الأزمات المالية العالمية إليها، كما أن غياب تداول بعض الأدوات المالية كالمشتقات وضعف التداول على الأسهم والسندات يقلل إلى حد كبير من ظهور أزمة مالية داخلية. والخلاصة أن بورصة الجزائر بواقعها الحالي وطبيعتها هي في حصانة من الأزمات المالية، إلا أن ذلك لا يمنع من وجود بعض الأساليب والتدابير الوقائية للتخفيف من آثار تلك الأزمات إن وقعت، لاسيما مع اتجاه السلطات المشرفة نحو تطبيق مخطط لعصرنة وتطوير بورصة الجزائر¹ والذي إنطلق العمل في تطبيقه فعليا ابتداءً من سنة 2010، ومن أهم تلك الأساليب والتدابير التي تمكن الباحث من حصرها ما يلي:

1- الإهتمام بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق:

تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من خلال سلطاتها المختلفة، مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصاً على ما يأتي²:

1-1- حماية المستثمرين في القيم المنقولة: تسهر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدّها كل مؤسسة تلجأ إلى الطلب العلني على الإدخار بمناسبة إصدار قيم منقولة أو إدخال في البورصة أو بمناسبة إجراء عمليات عروض عمومية. وتمارس اللجنة، زيادة على هذه المراقبة القبلية على الإعلام، مراقبة بَعْدية على الشركات المقبولة في التسعرة، وتعلق هذه المراقبة بالمنشورات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه الشركات: الكشوف المالية والتقارير السنوية.

2-1- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها: تهدف مراقبة السوق أساساً إلى ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها. وتنصب على مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات - حافظي السندات، وشركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

¹ تمت المصادقة على هذا المخطط واعتماده في شهر جوان من سنة 2009، وقد حدد المخطط الإصلاحي خمسة (05) أهداف ذات الأولوية المحددة، تتمثل في:

- تطوير السوق وتدعيم قدرات البنى التحتية لها.
 - إعادة التنظيم والإحتراف لمعاملات السوق.
 - عصرنة الإطار القانوني.
 - عصرنة نظم الإتصال المرتبطة بالسوق.
 - تكوين المتدخلين في السوق والإتصال المباشر لأصحاب المصالح.
- لتفاصيل أكثر حول المحاور الرئيسية لهذا المخطط وأهدافه، أنظر:

- COSOB, **Rapport annuel 2010**, Alger, p: 89-97.

- COSOB, **Rapport annuel 2012**, op.cit, p: 17-24.

² COSOB, **Rapport annuel 2010**, op.cit, p: 08-09.

وتسمح هذه المراقبة للمكلف بالضبط بالتأكد مما يأتي¹:

- احترام الوسطاء في عمليات البورصة للقواعد حماية السوق من كل سلوك تدليسي أو غير مُنصف.
- سير السوق حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر.
- القيام بتسيير السندات وفق الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكمها.

2- العناية بالإفصاح وتبليغ المعلومات:

إن شفافية سوق القيم المنقولة لا يمكن أن تتحقق إلا من خلال قيام المصدرين بنشر معلومات ذات جودة عالية. ويتم تقدير مدى جودة المعلومات، في المقام الأول، من خلال احترام الآجال القانونية لتوزيعها، ومن خلال موثوقيتها، وملاءمتها وصحة مضمونها، وفي النهاية، من خلال توفرها بصورة متساوية بالنسبة إلى كل المستعملين (المستثمرون، المحللون...).

وفي هذا الإطار، وعملاً بأحكام النظام رقم 2000-02 المؤرخ في 20 جانفي سنة 2000، يتعين على الشركات ذات القيم المنقولة المسعرة في البورصة ما يلي:

1-2- نشر الإعلام الدوري: من خلال قيام الشركات المسعرة في البورصة بإيداع المعلومات الدورية والدائمة لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولدى شركة تسيير بورصة القيم، والقيام بنشرها في وسائل الإعلام. وتتضمن المعلومات الدورية الكشوف المالية السنوية والسادسية وكذلك رأي محافظ أو محافظي الحسابات حول مدى صحة وقانونية هذه الكشوف. وزيادة على ذلك، فإن المعلومات الدائمة تخص كل معلومة ذات أهمية أو أي حدث ذي تأثير في النشاط أو في الوضعية المالية للشركة.

2-2- متابعة وتحليل الشركات المسعرة: في إطار تنفيذ التدابير والتوصيات المسطرة في مخطط عصرنة السوق المالية وتطويرها، فقد تم تبني مبدأ التكفل بمتابعة وتحليل الشركات المسعرة في البورصة من طرف خبراء مستقلين*. إن هذا النشاط الذي لم يكن موجوداً في السابق يمكن أن يعتمد، في مرحلة أولى، على التحليل المالي ويتوسع بعدئذ إلى عمليات التحليل الشاملة والإستراتيجية للمصدرين.

وتعتبر مثل هذه الوساطة في مجال الإعلام والتقدير وسيلة لتبليغ نشاطات المصدرين والتشجيع على اندماجهم ضمن منظومة الأسعار. ولذلك، فهي عبارة عن ضرورة بالنسبة للمصدرين وللمستثمرين على حد

¹ COSOB, Rapport annuel 2010, op.cit, p: 09.

* لا بد من التذكير بأن القيام بإنجاز هذه المهمة من طرف خبير مستقل لا يمكن أن تحل محل التزامات تقديم المعلومات التي يتعين على الشركات المسعرة في البورصة أن تقوم بها، وخصوصاً الإحترام الصارم للقواعد التي تحكم نشر المعلومات، ولا سيما منها القاعدة المتعلقة بنشر كل معلومة يمكن أن يؤثر الإطلاع عليها بصورة معتبرة في سعر السند المتداول في البورصة. وبمذه الصفة، فقد طلبت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من الشركات المسعرة في البورصة الإستعانة بخبير تختاره هذه الشركات بنفسها بغرض ضمان متابعة سندها وتحليل نشاطها مع إعداد مذكرة بحث فصلية (كل ثلاثة أشهر) حول نتائج الشركة وآفاقها.

سواء، لكونها تساهم بصورة لا جدال فيها في إشاعة جوّ الشفافية في السوق من خلال تقديم معلومات دورية وصحيحة ومناسبة.

2-3- تطبيق المخطط المحاسبي والمالي الجديد: يعتبر الإفصاح المحاسبي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه، فالإفصاح المحاسبي يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين من خلال قيام الجهات المعنية بمراقبة ميزانيات الشركات المتعاملة في السوق والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات، والتدخل لإزالة الغش ومنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين، واعترافاً بأهمية الإفصاح المحاسبي في صنع قرار الإستثمار في سوق الأوراق المالية، وطبقاً للقانون رقم 07-11 المؤرخ في 25/11/2007 والمتضمن النظام المحاسبي المالي، فإن النظام المحاسبي والمالي قد حل ابتداء من أول جانفي سنة 2010 محل المخطط المحاسبي الوطني، وبموجب ذلك أجبرت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مصدري السندات المسعرة في البورصة بضرورة التقيد بهذا النظام الجديد.

إن النظام المحاسبي المالي الجديد يتوافق مع المعايير المحاسبية الدولية و يسمح بتطوير بورصة الجزائر، و يجعل المعلومات المالية المقدمة من طرف المؤسسات ذات جودة عالية و قابلة للقراءة، ما يمنح المؤسسات الجزائرية مزيداً من الفرص في مجالات الإستثمار والتمويل، وتنعكس شفافية المعلومات المالية والمحاسبية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر ومصداقية هذه المعلومات على كفاء البورصة و تعتبر شرطاً لازماً لحسن سيرها بطريقة ناجعة وفعالة¹.

2-4- المشاركة في تكوين قاعدة المعطيات (البيانات): عملاً على التشجيع على الشفافية وجاهزية المعلومات المالية، فقد قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بوضع شبكة للمعطيات (البيانات) على الأنترنت تتعلق بالمعلومات المالية القانونية. وتتعلق هذه المعلومات الموجودة على مستوى موقع الأنترنت الخاص بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالحصائل وجدول حسابات النتائج السنوية (منذ سنة 2002) الخاصة بجميع الشركات التي لجأت إلى الطلب العلني على الإدخار (المؤسس قانوناً أو عموم الجمهور).

3- اعتماد أداة ضمان القروض السندية المقترحة من الشركة المالية الدولية:

لقد قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، في إطار دراسة مدى ملاءمة ضمان الشركة المالية الدولية من أجل تطوير سوق القروض السندية في الجزائر، باستعراض عمليات الضمان التي أنجزتها الشركة المالية الدولية في مجال القروض الثنائية لدى البنوك المحلية من جهة، والسند القانوني لهذا الضمان ضمن السياق التنظيمي الجزائري من جهة أخرى.

¹ عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، الملتقى العلمي الدولي حول "الإصلاح المحاسبي في الجزائر" يومي 29 و 30 نوفمبر 2011، جامعة ورقلة، ص: 337.

ويعتبر تقديم الضمان هذا وعداً غير قابل للرجوع فيه عند الطلب الأول، والذي يمكن أن ترتفع جودته من خلال تعهد الشركة المالية الدولية بالإشراف دورياً على الصحة المالية للمُصدرين ومختلف المخاطر المرتبطة بنشاطات هؤلاء المصدرين¹.

وهكذا، فإن مُصدري القروض السندية المضمونة من الشركة المالية الدولية يمكن أن يستفيدوا من تنقيط "AAA" يسمح لهم بالحصول على مصادر تمويل جديدة، وهو ما يشجع على وضع سندات ذات جودة عالية في السوق المالية تكون مشمولة بأجال طويلة الأمد، ويسمح بإعداد مؤشرات مرجعية في السوق.

4- التعاون المالي الدولي مع هيئات الضبط:

4-1- المنظمة الدولية للجان القيم (OICV): تشارك لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بصفتها عضو عادي في المنظمة الدولية للجان القيم، بشكل دوري في الاجتماعات السنوية للمنظمة لمناقشة المواضيع ذات الإهتمام المشترك بينها.

وتعد مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في هذه الاجتماعات فرصة سانحة لما يأتي:

- الإطلاع على التدابير المتخذة في ميدان السوق المالية ضمن سياق تميزه الأزمات المالية العالمية.
- انتهاز فرصة حضور الخبراء والممثلين من مختلف البلدان للنقاش وتبادل التجارب في مجال تطوير السوق المالية وعصرنتها.
- اغتنام مناسبة وجود ممثلي اللجان المماثلة لربط اتصالات وتحديد محاور التعاون. وبهذه الصفة، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كانت قد أخطرت لجنة السوق المالية باسطنبول لتوطيد علاقات التعاون ولا سيما في ميدان تكوين الإطارات من الجزائريين².

4-2- المعهد الفرانكفوني للضبط المالي (IFREFI):

قام رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ومدير العمليات والمعلومات المالية بمهمة عمل في شهر ماي سنة 2010 لحضور الدورة السنوية التاسعة للمعهد الفرانكفوني للضبط المالي الذي تم انعقاده في مدينة بروكسل. ولقد انصبت مواضيع الدورة حول المحاور التالية:

- مقارنة وقائية تتجسد من خلال وضع الترتيبات والآليات التي تستبق وقوع الإختلالات والصعوبات أمام الوسطاء، وكذا تفادي وقوع تنازع المصالح بكيفية تساعد في ضمان أحسن حماية لأموال الزبائن.
- مقارنة علاجية تتجه أكثر نحو تفعيل آليات صندوق الضمان وإصلاح الأضرار التي قد تلحق بالزبائن.
- مراقبة تقديم خدمات الإستثمار.
- العقوبات المسلطة على مقدمي خدمات الإستثمار.

¹ COSOB, **Rapport annuel 2010**, op.cit, p: 24.

² Op.cit, p: 100.

4-3- الشراكة المتوسطة للمكلفين بالضبط في مجال القيم المنقولة: وقَّعت لجنة تنظيم عمليات البورصة

ومراقبتها في 2009/03/26 في العاصمة باريس، على ميثاق الشراكة المؤسسية بين المكلفين بضبط الأسواق المالية على مستوى ضفتي البحر المتوسط. ولقد استهدفت هذه الشراكة ما يأتي:

- توفير الشروط الضرورية لتعزيز التعاون الميداني بين سلطات الضبط المالي.
- القيام بالأعمال التي تندرج ضمن إطار استكمال الأعمال المتعلقة "بمحافل" دولية أخرى (لجنة إفريقيا- الشرق الأوسط في المنظمة الدولية للجان القيم، والمعهد الفرنكوفوني للضبط المالي (IFREFI)).
- وعملا على بلوغ هذه الأهداف، فقد تقرر ضبط برنامج تكوين وتبادل وتأسيس مجموعات خبراء ميدانيين في مجال المواضيع الخاصة بذلك.

وتسمح هذه الشراكة بتبادل الممارسات والتجارب بين ممثلي سلطات الضبط واستيعاب الاختلافات بينها، التوجه خصوصا نحو التقريب فيما بين الممارسات والبيئة القانونية المرتبطة بالمسائل المختلفة.

4-4- التعاون في إطار صندوق حماية الزبائن والأدوات المالية: في إطار التأسيس العملي للصندوق الخاص

بضمان الزبائن المنصوص عليه بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 2003/02/17، قامت اللجنة بإرسال بعض إداراتها للقيام بمهمة دراسات لدى صناديق الضمان في عينة من الدول الأوروبية، ونشير بالخصوص إلى:

- مهمة دراسية لدى صندوق حماية الودائع والأدوات المالية في بلجيكا، امتدت من 14 إلى 18 ديسمبر سنة 2009¹.

- مهمة دراسية لدى صندوق ضمان الودائع في فرنسا في شهر مارس 2010².

ولقد سمحت تلك المهمات الدراسية للإطارات الجزائرية بالاطلاع على آليات سير صندوق الضمان، ولا سيما منها النقاط المتعلقة بما يأتي:

- موارد الصندوق ومختلف ضمانات المساهمات وكيفيات تدخّله.
- آليات حماية المستثمرين.
- دور سلطة الرقابة الاحترازية وكيفيات تدخلها.
- طريقة حساب مساهمات المنتسبين إلى صندوق ضمان الودائع.

وعلى إثر هذه المهمة الدراسية، جرى إدخال بعض التعديل في نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-04 المؤرخ في 2004/09/09 والمتعلق بصندوق الضمان. ويتعلق الأمر على الخصوص بما يأتي:

¹ COSOB, Rapport annuel 2009, Alger, p: 100.

² COSOB, Rapport annuel 2010, op.cit, p: 101.

- تأسيس لجنة استشارية للتسيير تتكون من ممثلي المنتسبين إلى الصندوق الذين يتمثل دورهم في إبداء آراء معللة وتقديمها للجنة.
- تعديل دورية دفع الإشتراكات لكي تصبح سنوية بعدما كانت تُدفع كل ستة أشهر.
- تأسيس حق الإنتساب.
- تعديل قواعد وعاء الإشتراكات.

تقييم أساليب الحصانة من الأزمات في بورصة الجزائر:

1- بالنسبة لـ"الإهتمام بالرقابة": إن إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يعتبر بالغ الأهمية، إذ توكل لها مهمة تنظيم ومراقبة السوق والعمل على توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية في السوق الثانوية، وتأهيل الوسطاء وقبولهم إذا ما استوفت الشروط المطلوبة. ولهذا اللجنة أيضاً حق قبول أو رفض تسجيل أوراق مالية جديدة أو إحلال ورقة مالية محل أخرى، وفرض عقوبات على الشركات والوسطاء الذين يخلون بالإلتزامات والتشريعات المعمول بها. ونظراً للأهمية التي تكتسبها هذه اللجنة في استمرارية عمل بورصة الجزائر وحماية المستثمرين فيها، فإنها تضع مختلف الترتيبات لتنظيم عمليتي البيع والشراء في البورصة.

وفي كل الأحوال يُفترض أن تكون هيئة الرقابة على سوق الأوراق المالية مستقلة ومتحررة سواء من حيث ممارسة مهامها أو من حيث تشكيلها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية يُطلق عليها "لجنة الأوراق المالية والبورصات"، تتكون من خمسة أعضاء يصدر بشأنهم قراراً من الرئيس الأمريكي ويعتمده الكونغرس. وفي المملكة العربية السعودية نجد "هيئة السوق المالية" حيث تم تأسيسها بمرسوم ملكي، وتتكون من خمسة أعضاء يتم تعيينهم بأمر ملكي. وفي الإمارات العربية المتحدة، تتولى "هيئة الأوراق المالية والسلع" مهمة الرقابة على سوق الأوراق المالية، وتتكون من رئيس وخمسة أعضاء يُعيّنون بقرار من مجلس الوزراء. أما في الجزائر، فقد أُسندت مهام تعيين الأعضاء الستة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها إلى السلطات التنفيذية كوزير العدل ووزير المالية ووزير التعليم العالي والبحث العلمي ومحافظ البنك المركزي وشخصين من المصدرين للقيم المنقولة ويمتلكان الخبرة في المجال المالي أو المصرفي. والملاحظ أن هذه التشكيلة يغلب عليها طابع توزيع المزايا وليس التمثيل الحقيقي للشركات في البورصة مع ما ينجر عن ذلك من هيمنة الأحكام الذاتية مما يفقد اللجنة فعاليتها وتمثيلها، كما يستأثر وزير المالية بصلاحيات مبالغ فيها حيث:

- يُعيّن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بقرار من وزير المالية.
- يوافق وزير المالية على الأنظمة التي تسنّها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتُنشر في الجريدة الرسمية.
- يُعيّن وزير المالية ويعزل ويستخلف المدير العام للمؤتمن المركزي على السندات، والمدير العام لشركة تسيير بورصة القيم والمسيرين الرئيسيين لهما، كما يُعيّن أعضاء في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

5-2- فيما يتعلق بـ "العناية بالإفصاح وتبليغ المعلومات": إن شفافية سوق الأوراق المالية لا يمكن ضمانها إلا من خلال نشر معلومات ذات جودة عالية، إلا أن ما يمكن ملاحظته هو أن المعلومات التي يتم تبليغها لبورصة الجزائر هي في الواقع معلومات موجزة وتفتقد إلى كل تحليل وتعليق بشأن سياسة الإستثمار ونسب التحليل المالي والآفاق المستقبلية. أما فيما يخص نشر الكشوف المالية النصف سنوية، فنلاحظ تسجيل تأخر في النشر في كل سنة، حيث تتقدم كل (أو غالبية) الشركات المسعرة في البورصة بطلب الترخيص لها بتمديد أجل النشر بسبب صعوبات في تطبيق النظام المالي والمحاسبي الجديد الذي تترتب على تنفيذه تعديلات معتبرة من حيث التحضير وضبط الكشوف المالية. كما يوجد ضمن مصدري سندات الإستحقاق التي سُعرت في البورصة من تخلف باستمرار في مجال التزاماته بشأن تقديم المعلومات الدورية ولم يعمل على إشعار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالأسباب التي دعت إلى هذا التخلف، ومثال ذلك مؤسسة إتصالات الجزائر التي لم تقم بإيداع أي معلومة مالية نظامية خلال الفترة (2007-2011). ومقابل ذلك كله، لم تصدر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أي عقوبات نظير ذلك التأخر، واكتفت بتذكيرها بالالتزامات التي تعهدت بها هذه المؤسسات.

5-3- بخصوص "أداة ضمان القروض السندية": على الرغم من أهمية هذه الأداة وأثرها الإيجابي على سوقي الإكتتاب والتداول، إلا أنه يُلاحظ عليها بعض المآخذ مثل:

- يُسجل تأخر في تفعيلها وجعلها عملية أكثر.
- قلة الشركات المانحة لهذه الأداة والمتمثلة في الشركة المالية الدولية فقط.
- إقتصار هذه الأداة على سوق السندات فقط مما يؤدي إلى إختيار المتعاملين إلى هذه السوق على حساب سوق الأسهم، وهذا يتناقض مع آلية الخوصصة عن طريق سوق الأوراق المالية

5-4- بالنسبة لـ "التعاون المالي الدولي مع هيئات الضبط": بإمكان التعاون المالي الدولي أن يُكسب سوق الأوراق المالية الجزائرية خبرة في التسيير وإدارة الأزمات من خلال السماح لها بالإطلاع على تجارب أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتطورة في مجالات مختلفة كحماية أموال المستثمرين، مراقبة المعلومات المالية وتبادلها، تسيير المحافظ، الضبط الفعال لتنازع المصالح على مستوى الوسطاء، تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، مقاومة الأزمات المالية، وغيرها. لكن كان من باب أولى وأفضل أن تعتمد سلطات البورصة الجزائرية إلى تكثيف التعاون المالي مع أسواق عربية للأوراق المالية صاحبة الخبرة والتجربة، كأسواق دبي وأبو ظبي وقطر والسعودية للأوراق المالية، لتصل إلى ما وصلت إليه، وبعد ذلك يأتي التفكير في التعاون المالي الدولي.

وفي الأخير، نستطيع أن نُجزم بأن الحديث عن أساليب مقاومة الأزمات في سوق الأوراق المالية الجزائرية أمر سابق لأوانه، ذلك أن هذه السوق لم تتعدى مرحلة البناء والتأسيس، وتحتاج إلى دعم من جميع الأطراف، وإلى إشهار واسع ونشر ثقافة البورصة ونحو الأمانة المالية لدى مختلف فئات المجتمع.

خلاصة الفصل:

تطرق هذا الفصل إلى دراسة مستوى مناعة أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة ضد الأزمات المالية، حيث تتباين هذه الأسواق تجاه قضية تحقيق الإستقرار المالي، إلا أنه يمكن القول على العموم أنها تمتلك جملة من الأساليب الحمائية تساهم في حفظ استقرارها بشكل عام. وبالرغم من توفرها على تلك الأساليب إلا أنه في الإجمال لا تزال غير كافية.

فحسب ما وجدته الباحث، تتفوق البورصة المصرية عن نظيراتها من الأسواق العربية الناشئة في عدد الأساليب والتدابير الحمائية، والتي تتمثل في تحسين مستويات الرقابة على التداول باستخدام نظام "Millennium"، وتوحيد نماذج الإفصاح لدى الشركات وإصدار المؤشر المصري لمسؤولية الشركات، والعمل بمؤشر ثقة المستثمر المصري كنظام للإنذار المبكر، وتنوع الأدوات الإستثمارية، وتوفير السيولة، واستحداث وتفعيل أنظمة جديدة للتداول، وتشجيع صفقات الإستحواذ والربط بالأسواق المالية الدولية. ورغم أهمية هذه الأساليب، إلا أنها تتطلب المزيد من المراجعة والتطوير، والإبتكار والبحث عن أساليب جديدة أخرى.

وبالنسبة لسوق المغرب للأوراق المالية، فأساليب مقاومة الأزمات فيها، وإن كانت ذات أهمية كبيرة، تعتبر محدودة، فهي تقتصر على العناية بالحوكمة وبالرقابة الداخلية والرقابة على التداول، وتطوير نظام الإفصاح. إن نقص هذه الأساليب وضعف نجاعتها كان سبباً في عدم استقرار بورصة الدار البيضاء فس السنوات الخمس الأخيرة مما أثر على أدائها، وجعل شركة "مورغان ستانلي" تخفض تصنيفها من سوق ناشئة إلى سوق حدودية في 2013/06/11.

أما فيما يتعلق بسوق الجزائر للأوراق المالية، فيُعد الإهتمام بالرقابة لحماية المستثمرين وشفافية السوق، والإهتمام بالإفصاح وتبليغ المعلومات، واعتماد أداة ضمان القروض السندية أساليب غير كافية وموجهة لحماية السوق من الداخل فقط، في حين يساهم انغلاقها المالي (رغم تعاونها المالي الدولي مع هيئات الضبط) في حمايتها من عدوى الأزمات المالية الخارجية كأسلوب حمائي طبيعي سينزل بانفتاح هذه السوق.

خاتمة عامّة

ملخص الدراسة

نتائج الدراسة واخبار الفرضيات

النوصيات والمقترحات

الآفاق المستقبلية للدراسة

خاتمة عامة:

1- ملخص البحث:

عالجنا من خلال بحثنا هذا موضوع أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية مع الإشارة إلى حالة الأسواق الناشئة منها، وقد حاولنا الإلمام بمختلف جوانب هذا الموضوع. ولتحقيق الهدف من بحثنا، قمنا بتقسيم البحث إلى خمسة فصول، مُخصّصين الفصل الأخير لدراسة الحالة.

خصّصنا الفصل الأوّل كمدخل لموضوع تحليل الأزمات المالية، وتوصّلنا إلى أنّ تطوّر أدوات الأسواق المالية والتغيّرات المالية ساهمت في صناعة العديد من الأزمات المالية ذات الأشكال والأبعاد المختلفة والخصائص المشتركة، والتي تكرّر حدوثها بشكل متسارع وملفت للإنتباه، وانتقلت عدواها بين الدُول. كما اتّضح لنا من دراسة هذا الفصل، أنّ هناك تشكيلة من العوامل المؤدّية إلى وقوعها والتي تتمثّل أساساً في انحياز الفكر الإقتصادي الرأسمالي ضد تدخل الدولة في المجال الإقتصادي، وعدم ملاءمة السياسات الإقتصادية الكليّة المتبعة كالمبالغة في تطبيق السياسات التقيدية والمالية التوسّعية والتقلّبات في أسعار الفائدة العالمية ووجود سياسات ونظم أسعار صرف غير مناسبة، واضطرابات وتشوّهات القطاع المالي مثل تجاهل مخاطر وتكاليف العوامة المالية والتحرير المالي غير الوقائي وتشوّه نظام الحوافز، بالإضافة إلى نقص الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية. ويترتّب عن تلك الأزمات تداعيات وآثار مكلفة تختلف حدّتها من إقتصاد إلى آخر وذلك تبعاً لشدّة الأزمة ودرجتها من جهة، وكذلك مدى تقدّم الأسواق المالية وارتباطها من جهة أخرى.

وعرضنا في الفصل الثاني الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، وقد تناولنا من خلاله مفهوم وأهمية هذه الأسواق وهيكلها وما يتم إصداره وتداوله من أدوات مالية فيها. وأبرزنا وحللنا كذلك النظريات المفسرة لأسواق الأوراق المالية، كمنظية السوق الكفاءة التي ينصرف مضمونها إلى ترشيد توزيع الموارد على مستوى الإقتصاد وزيادة الكفاءة الإنتاجية، ومنظية المحفظة المالية التي تدرس تحليل العائد والمخاطرة للأوراق المالية وطرق بناء المحافظ المالية والمفاضلة بينها، ونظريات تسعير الأصول الرأسمالية التي تدرس العلاقة بين معدل العائد المطلوب على الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك المعدل. كما تبين لنا أيضاً أنّ أسواق الأوراق المالية العربية لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والناشئة غير العربية، إذ مازالت تعاني من ضيق نطاقها وانخفاض حجمها النسبي، وضعف سيولتها، وارتفاع درجة تركّز التداول وانحصارها في أسهم شركات محدودة للغاية، مما أدى إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، كما لم يمنع ذلك من وجود درجة ارتباط شبه قوية بينهما وبين نظيراتها المتقدمة، وهو الأمر الذي سهل انتقال تداعيات الأزمات المالية من الإقتصاديات التي تعاني أنظمتها المالية من عدم الإستقرار

المالي إلى أسواق الأوراق المالية العربية، مما دفع بالجهات الفاعلة في أسواق رأس المال العربية إلى بذل مزيد من الجهود لتطوير مقومات البنية الأساسية والتنظيمية لأسواقها.

وقدّمنا في الفصل الثالث أساليب التحوط ووقاية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية، وقد وجدنا أن تحسين جودة الرقابة المالية على أسواق الأوراق المالية العربية لا يكون إلا بتطبيق نظام القمم المزدوجة من خلال تدخّل البنوك المركزية العربية باتخاذ إجراءات وقائية لمنع فقاعات أسعار الأصول المالية، وسعي هيئات الأوراق المالية العربية بما تملكه من أنظمة للرقابة والتفتيش وطرق لإنفاذ القوانين إلى توفير المناخ الملائم لوجود سوق عادل وكفاء لجميع المتعاملين، واستباق ومعالجة أي حدث طارئ وجدديد يؤثر على سلامة السوق، وتغطية أي نقص أو قصور في القوانين أو اللوائح المنظمة لعمل الأسواق. كما يعدّ التطبيق الجيد لحوكمة الشركات أداة فعالة لإنضباط نشاط الشركات وتوفير الأساس لبيئة أعمال مستقرة، ولتحقيقها في البورصات العربية ينبغي التوسع في تفاصيل المعلومات المالية، والتحول من الإفصاح الإختياري إلى الإفصاح الإلزامي، وكذلك تطبيق الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية. ولنظم الإنذار المبكر بأزمات أسواق الأوراق المالية العربية دور لا يمكن الإستغناء عنه في التوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار ووضعي السياسات باحتمال تعرض السوق لأزمة مالية لرصدها، وأخذ الإحتياطات وتدابير أساليب لمواجهةها في وقت كافٍ. ويساعد اندماج أسواق الأوراق المالية العربية على رفع الكفاءة التشغيلية وزيادة عمق السوق وتنويع الخدمات والمنتجات المالية، وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، هذا ويجابه اندماج أسواق الأوراق المالية انتقال آثار العدوى في أوقات عدم الإستقرار المالي.

أما الفصل الرابع، فكان هدفنا من دراسته إبراز المنهجية الإسلامية في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية، حيث تبين لنا أن قيام المعاملات المالية على عقدي المضاربة غير الشرعية والمقامرة، وانتشار صور البيوع والشراءات والمعاملات القائمة على هذين العقدين، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية، من أبرز الأسباب التي تعطي أسواق الأوراق المالية حالة مستمرة من عدم الإستقرار وتوقعها في دائرة الأزمات. ولعلاج وتجنّب الأزمات المالية، يضم النظام المالي الإسلامي العديد من المقترحات الفعّالة من خلال الهندسة المالية الإسلامية التي تحتوي على تشكيلة متنوعة من الأدوات والأساليب التي تختص بالكثير من المميزات والإيجابيات والتي توفّر أرقى وأسلم الحلول، وتعطي أفضل البدائل للمنتجات المالية التقليدية، مع واجب الأخذ بالضوابط الشرعية التي تنظّم التعامل بتلك الأدوات والصيّغ، ووضعها في إطارها السليم. كما أوضحنا أن تحول أسواق الأوراق المالية العربية إلى أسواق إسلامية يُعدّ الخطوة العملية الأهم ضمن هذه المنهجية، ويكون ذلك التحوّل بتحديد دوافع وأساليب التحوّل ابتداءً، ثم اتّباع مراحل التحوّل التدريجي بتحقيق متطلبات كل مرحلة كشرط ضروري لإنجاح ذلك التحوّل بشكل كامل.

واستعرضنا في الفصل الخامس بالتحليل مناعاً أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة تجاه الأزمات المالية، من خلال عرض تجارب كل من سوق مصر، المغرب، والجزائر للأوراق المالية بغرض الخروج بتصور عام عن مدى حصانة كل سوق من تلك الأزمات. فبعد عرض نشأة وملامح أداء كل سوق، أبرزنا مختلف الأساليب والتدابير المعتمدة في كل واحدة منها لتحقيق استقرارها المالي. وتوصلنا إلى وجود بعض التفوق للبورصة المصرية عن نظيراتها من الأسواق العربية الناشئة في عدد الأساليب والتدابير الحمائية، إلا أن تلك الأساليب يفتقر بعضها إلى النجاعة ويحتاج للمراجعة والتطوير، فضلاً عن أنها غير كافية.

2- نتائج البحث واختبار الفرضيات:

يمكننا في نهاية بحثنا إستخلاص مجموعة النتائج التالية:

- تشير الأزمة المالية إلى ذلك التدهور الحاد الذي يُصيب النظام المالي للدولة أو لكتلة من الدول، تنتج من عوامل داخلية أو خارجية أو كليهما، تكون من أبرز سماتها تدهور وتعطل الأجهزة المصرفية وأسواق الأوراق المالية في أداء مهامها الرئيسية، وانفلاتها من السيطرة عليها ومعرفة الإتجاهات المستقبلية لها.
- تشترك عوامل هامة في صناعة أنواع مختلفة من الأزمات المالية، وهي على اختلافها تنسم عادة بدرجة كبيرة من الارتباط فيما بينها أو التابع في بعض الحالات، وتشكل أسواق الأوراق المالية الأكثر انفتاحاً قناة ملائمة لإنتقال عدواها بين الإقتصادات والأسواق.
- تتباين تداعيات الأزمات المالية بتباين درجة تطور الأسواق المنشئة أو المستقبلية لها، فتزداد حدتها في الأسواق الأكثر تطوّراً، وتتقلص في أسواق الدول النامية ذات الإنفتاح المالي الضعيف كغالبية الأسواق العربية.
- تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضيق نطاقها عرضاً وطلباً، وضعف سيولتها، وارتفاع درجة تركيز التداول بها، وهي عوامل داخلية ترتب عليها زيادة في مؤشر تقلبات الأسعار غير المبررة، خاصة في ظل ظروف ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض هذه الأسواق والنقص في الإفصاح، مع انخفاض دور المستثمر المؤسسي في أنشطة التداول، كما زاد التكامل المشترك لأسواق الأوراق المالية العربية مع الأسواق العالمية والإقليمية - كعامل خارجي - من حساسية هذه الأسواق للأزمات الإقليمية والعالمية معاً، وبالتالي فإن الفرضية الأولى للدراسة محققة نسبياً.
- أثارت الأزمات المالية - وبخاصة الأزمة المالية العالمية سنة 2008 - جدلاً واسع النطاق حول رقابة البنوك المركزية وهيئات الأوراق المالية على أسواق الأوراق المالية ومسؤولياتها، حيث تتطلب عملية تحسين جودة تلك الرقابة على مستوى الأسواق العربية مرونة عالية، وإعادة هيكلة نظم الرقابة المالية بالتحوّل من نموذج المنظمين المتعددين والبنك المركزي إلى نموذج القمم المزدوجة أو Twin Peaks لما لهذا النموذج من مزايا

ترتبط بقضايا الشفافية ونزاهة وعدالة الأسواق وحماية المستثمرين، وذلك من أجل مواجهة العمليات المضرة باستقرار أسواق الأوراق المالية العربية.

- كشفت الأزمات المالية المعاصرة التي توالى على الإقتصادات في العالم عن عدم الإلتزام الكامل بمبادئ حوكمة الشركات، حيث تعتبر هذه الأخيرة شرطاً ضرورياً لتحقيق الإستقرار المستدام لأسواق الأوراق المالية من خلال تدعيم الإفصاح والشفافية، وتحسين محتوى المعلومات في التقارير المنشورة، وتوفير الأساس لبيئة أعمال مستقرة ومنضبطة، وكشف حالات التلاعب والفساد وسوء الإدارة، ولتحقيقها كسبيل لإستقرار أسواق الأوراق المالية العربية ينبغي التوسُّع في تفاصيل المعلومات المالية، والتحوُّل نحو الإفصاح الإلزامي، فضلاً عن تدعيم الإفصاح الإلكتروني باستخدام لغة البرمجة المرنة للتقارير المالية.
- تلعب نُظم الإنذار المبكر دوراً بالغ الأهمية في التنبؤ بأزمات انهيار أسواق الأوراق المالية، من خلال عملها كأداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض السوق لأزمة مالية، فتبيّن احتمالات حدوثها في وقت مبكر قبل وقوعها لإتخاذ السياسات والإجراءات الوقائية اللازمة عند وقوعها، ولتدعيم دور هذه النُظم وعصرنتها يستوجب أن تتضمن بعض الإشارات الهامة والمبنية عن وقوع أزمات مالية كإتساع الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات السيادية، ارتفاع نسبة البيع على المكشوف و انخفاض درجة التصنيف الإئتماني للسندات.
- يتجلى دور إندماج أسواق الأوراق المالية العربية كأسلوب وقائي من الأزمات المالية من خلال تشجيعه على التَّعامل المالي العربي البيئي والذي يعتبر بديلاً أثناء الأزمات المالية العالمية، والسَّماح للأسواق المندمجة بتطبيق سياسة العزلة المالية والإنطواء على الذات في أوقات الأزمات المالية الخارجية والإستمرار على ذلك إلى غاية زوال تلك الأزمات، وعزل سوق الأوراق المالية "المريضة" (المصاب بأزمة مالية) داخل الأسواق المندمجة جزئياً أو كلياً حتى تتعافى.
- تسمح تجارب وخبرات إندماج وتكامل أسواق الأوراق المالية العالمية والإقليمية بصياغة نماذج عملية لإنشاء بورصة عربية موحَّدة، حيث يمكن الوصول لهذا الهدف من خلال جعل البورصات الوطنية كمنصات للتداول المحلي وإنشاء بورصة لعموم الدول العربية، أو إنشاء منصة متكاملة للمعاملات مع الإحتفاظ بأسواق الأوراق المالية الوطنية، كما يمكن اللُّجوء إلى الإندماج العابر للحدود والإندماج التَّدرجي، ونظراً لتنوع الخيارات الممكنة، يبدو أن الخيار الأنسب هو خيار التكامل على مراحل.
- يُسجَّل تأثُّر ملحوظ لأسواق الأوراق المالية العربية بما أفرزته الابتكارات المالية والفنية في مجال التداول الإلكتروني للأوراق المالية والمشتقات من تحسينات عديدة وابتكارات ترفع من كفاءة سوق الأوراق المالية وتزيد من سيولتها وتوفر إشارات تحذيرية للمستثمر تساعد على إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد، فسعت

غالبيتها نحو مكننة أنظمة التداول بها، كمنصة التداول الإلكتروني "UTP" في بورصة قطر، ونظام "XBRL" في بورصة أبو ظبي، ونظام "تداول" المعتمد في سوق الأوراق المالية السعودية.

■ تُشكّل خطط بونزي Ponzi للإستثمار الإحتيالي مصدر خطر على أسواق الأوراق المالية، يشترط لإيقافها والرد المبكر عليها تمتُّع الجهات التنظيمية للأسواق العربية بالإستقلالية الكافية لدى أدائها لعملها، وبسلطة واسعة في التحقيق وملاحقة المشروعات الوهمية، وموارد كافية لتنفيذ القانون، وسلطة واسعة في التنسيق والتعاون وتبادل المعلومات.

■ يُنبئ التوجُّه نحو المزيد من الإهتمام والإستعمال لأدوات الهندسة المالية الإسلامية من قبل الأسواق المالية العربية والغربية أثناء الأزمة المالية العالمية 2008 على عدم نجاعة الأساليب الحمائية التقليدية في تحقيق الإستقرار المالي للأسواق، وإثبات ذلك الدور للأساليب والمنتجات المالية الإسلامية، وذلك يُؤكِّد صدق الفرضية الثَّانية لدراستنا.

■ يُعدُّ قيام المعاملات الخاصة بالأوراق المالية على المضاربة غير الشرعية والمقامرة، وانتشار صور البيوع والشراء القائمة عليهما، وشيوع التلاعب بأسعار الأوراق المالية، من أبرز أسباب أزمات أسواق الأوراق المالية من وجهة النظر الإسلامية.

■ تحتوي الهندسة المالية الإسلامية على تشكيلة متنوعة من الأدوات والأساليب التي تختص بالكثير من المميزات والإيجابيات والتي توفّر أرقى وأسلم الحلول للأزمات المالية، وتعطي أفضل البدائل للمنتجات المالية التقليدية، مع واجب الأخذ بالضوابط الشرعية التي تنظّم التعامل بتلك الأدوات والصَّيغ، ووضعها في إطارها السليم.

■ تؤدّي صيغ التَّمويل الإسلامي إلى تمويل اقتصاد حقيقي أو بناء ثروة حقيقية، بسبب نمو الدَّخل الحقيقي للنَّشاط الإقتصادي بمعدَّل يفوق نمو المديونية، الأمر الذي يجعل هذا الدَّخل قادراً على تسديد هذه الدُّيون بيسر وسهولة، ويبعده بالتَّالي عن الوقوع في الأزمات الاقتصادية.

■ يقضي التَّحوُّل إلى سوق إسلامية للأوراق المالية إلى تغيير سوق الأوراق المالية لجزء من أساليب عملها وأنشطتها، التي هي محل مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية، وإحلال أو إضافة الأساليب والأنشطة والممارسات، التي هي محل اتفاق لأحكام الشريعة الإسلامية، دون التوقف عن العمل، وذلك من خلال التدرُّج، مع الإبقاء على ما لا يخالف أحكام الشريعة من الأساليب والأنشطة التقليدية المعتادة.

■ تُكسب عملية التَّحوُّل بالكامل لأسواق الأوراق المالية العربية نحو أسواق إسلامية للأوراق المالية حصانة ومناعة قويَّة لهذه الأسواق ضد الأزمات المالية المستقبلية، وذلك لِمَا لأسواق الأوراق المالية الإسلامية وأدواتها من دور في صناعة التَّحوُّط والإستقرار المالي، وسيدعم ذلك التَّحوُّل ما تمتلكه الدُّول العربية من مقوِّمات محفّزة ومساعدة عليه، وهذا يُثبت صحَّة الفرضية الثَّالثة.

- ما يزال تعرّض أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة للأزمات المالية أقل مقارنة بالأسواق الناشئة غير العربية والأسواق المتطوّرة، ولا يعني ذلك كفاءة إدارتها لتلك الأزمات أو كفاية أساليب الحماية منها، بل بسبب إنفتاحها المالي النسبي، وتجنّبها إدخال أدوات مالية معقّدة وعالية المخاطر.
- لدى أسواق الأوراق المالية العربية الناشئة على العموم أساليب حمائية لتحقيق إستقرارها بشكل نسبي، ومع ذلك تبقى غير كافية وتحتاج إلى المزيد من التطوير والمراجعة، ويبقى العمل على إبتكار وإضافة أساليب حمائية أخرى أمراً يستوجب العناية به بتوجيه المزيد من الجهود والموارد المالية والبشرية نحوه، وهو ما يؤكّد صحّة الفرضية الرابعة للدراسة.
- تتقدّم البورصة المصرية عن البورصات العربية الناشئة الأخرى فيما يتعلق بالإجراءات والأساليب الحمائية المضادة للأزمات المالية، إلا أن بعض تلك الإجراءات والأساليب المطبقة في البورصة المصرية لها عدة مآخذ تزيد من تذبذب هذه السوق وعدم استقرارها وتجعلها عرضة لعدى الأزمات المالية الخارجية.
- ينقص البورصة المغربية، بعد تفعيل الأساليب الحمائية الحالية، البحث عن أساليب حمائية أخرى تعتنى بتوفير السيولة والأوراق المالية في أوقات الأزمات المالية، وهو الأمر الذي تعاني منه دون أن تظهر أيّ علامات تُؤشّر على تعيّر هذا الوضع، ودفع إلى تخفيض تصنيفها من سوق ناشئة إلى سوق حدودية.
- يعتبر الإنغلاق الكامل لسوق الأوراق المالية الجزائرية عن نظيراتها الخارجية أسلوب ذاتي تحتمي به من عدوى الأزمات المالية العالمية، فضلاً عن إهتمامها بالرقابة لحماية المستثمرين، والعناية بالإفصاح وتبليغ المعلومات، واستحداث أداة ضمان القروض السندية.
- ليس الهدف أن تسعى أسواق الأوراق المالية العربية للترقية إلى أسواق ناشئة، وإنما الهدف الأهم أن تسعى لتحقيق إستقرارها المستديم، فليست كل سوق ناشئة مستقرّة.

3- التوصيات والمقترحات:

تأسيساً على ما سبق، وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث، يمكن تقديم جملة من التوصيات والإقتراحات من أجل تبني إستراتيجية تتضمن أساليب وقاية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية مستقبلاً:

- ضرورة إيجاد نظام صانع السوق في كل أسواق الأوراق المالية العربية الذي يُعنى بتوازن الأسواق باعتماد نظام "Non-Centralized Order-Driven System" بصفة عاجلة، وفي نفس الوقت التفكير في صياغة نموذج خاص وجديد، كما يُفضّل قيام الصناديق الإستثمارية ذات الأحجام الكبيرة بهذا الدور في الوقت الحاضر حتى تمارس دور قيادة السوق في الإتجاهات الصحيحة عند فترات الإرتفاع والإخفاض للأسعار في السوق.
- إعادة هيكلة أنظمة الرقابة المالية المطبقة في الأسواق المالية العربية بالتحوّل نحو نظام القمم المزدوجة، وذلك للحد من الممارسات غير القانونية أو غير المرغوب فيها التي قد يقوم بها الوسطاء والنتائج المترتبة عليها من جهة، ورفع كفاءة وفعالية تلك الأنظمة لمواكبة المستجدات من خلال تطوير الأدوات الرقابية المستخدمة للوصول لأفضل الممارسات العالمية من جهة أخرى.
- الدعوة إلى إنشاء هيئة عربية مشتركة لإنقاذ أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات، وإحتواء تداعياتها على الأموال والإستثمارات والأسواق والتجارة العربية.
- إنشاء التسهيل العربي لإستقرار أسواق الأوراق المالية العربية (آلية الإستقرار المالي العربي) على مستوى صندوق النقد العربي، يهدف إلى دعم الإستقرار المالي في المنطقة بتقديم مساعدة مالية مؤقتة إلى أسواق الدول الأعضاء المتضررة من أزمة مالية.
- إنشاء لجنة تُعنى بضبط حدود دنيا لرأس المال البورصات العربية، إضافة إلى تشكيل رأس مال إحتياطي تحسباً لأي أزمة مالية؛ وذلك من خلال إجبار أي مستثمر أو أي شركة تريد إدراج أسهمها المساهمة فيه بنسبة معينة.
- تدعيم وإنشاء أنظمة استشعار الأزمات والتوقّي منها على مستوى أسواق الأوراق المالية العربية.
- إصدار لوائح تنفيذية خاصة بإنشاء وتنظيم وكالات تصنيف إئتماني عربية.
- تطوير آلية الإفصاح في أسواق الأوراق المالية العربية من خلال الإطلاق الفعلي لأنظمة الإفصاح الإلكترونية، وإلزام الشركات المدرجة العمل بموجبها.
- تحسين مستوى الإلتزام للاتحة حوكمة الشركات ودراسة أفضل ممارسات الحوكمة.

- إستحداث أسلوب وقائي يقضي بعزل سوق الأوراق المالية المنشئة لأزمة مالية حادة أو المتضررة من أزمة مالية خارجية عن باقي الأسواق الأخرى حتى يتم تعافيتها بشكل كامل.
- دعوة الدول العربية إلى الشروع بالعمل على التحويل التدريجي لأسواق أوراقها المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية بدءاً بتحديد الغايات من هذا التحوّل ثم تحقيق متطلبات كل مرحلة، وذلك بما ينسجم وأهداف بناء قاعدة تنمية مستدامة وعادلة.

4- الآفاق المستقبلية للبحث:

كغيره من الدراسات والبحوث، يحتاج هذا البحث جهوداً إضافية لإيجاد أساليب حامية أخرى عالية النجاعة لرفع مناعة أسواق الأوراق المالية العربية ضد الأزمات المالية، لا سيما في ظل تكامل الأسواق واندماجها مما يجعل تعرض هذه الأسواق لأزمة مالية أمراً وارداً في أية لحظة. فضلاً عن أن هناك العديد من المواضيع الهامة ذات الصلة ببحثنا تحتاج إلى عناية وطرح وبحوث معمّقة، ومن أهمّها ما يلي:

- خصخصة أسواق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الإستقرار المالي.
- صناعة التحوّط بالمعايير الشرعية.
- متطلبات النهوض بالوكالات الإسلامية لصناعة التصنيف للصكوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- إدارة الخطر الأخلاقي في أسواق الأوراق المالية العربية.
- صناعة الأسواق وإدارة الأزمات بأسواق الأوراق المالية العربية.

قائمة المراجع

الكتب

المجلات والدوريات العملية

رسائل الدكتوراه والماجستير

المؤتمرات والندوات العلمية

البحوث والتقارير

النشرات والجرائد

القرارات

المراجع الأجنبية

المراجع الإلكترونية

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

1. ابن القيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، مطبعة مصطفى البابي الحلبي، القاهرة، 1391هـ، ط2، الجزء الرابع.
2. أبي عبد الله محمد بن إدريس الشافعي، الأم، مطابع كوستا توماس وشركاؤه، 1321هـ.
3. إبراهيم شريف السيد وآخرون، الظفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية: حالة أقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، 2009، بيروت، لبنان.
4. أحمد بن علي بن المثني أبو يعلى الموصلي التميمي، مسند أبي يعلى، تحقيق حسين سليم أسد، دار المأمون للتراث، دمشق، الطبعة الأولى، 1404هـ/1984م.
5. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
6. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأقسامهما في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، رسائل جامعية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1426هـ/2005م.
7. أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
8. أرشد فؤاد التميمي، أسامة سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
9. البراوري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سورية، ط2، 1426هـ/2005م.
10. الحمل جمال جويدان، الأسواق المالية والتقديية، دار صفا للنشر، عمان، الأردن، 2002.
11. الزحيلي وهبه، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، سورية، ط4، 1428هـ/2007م.
12. الشماع خليل محمد حسن، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، بغداد، العراق، 1992.
13. المكاوي محمد محمود، التمويل المصرفي الإسلامي، بدون ذكر لدار النشر ولا للبلد ولا للطبعة، 1424هـ/2004م.
14. النعيمي عدنان تايه، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
15. القره داغي علي محيي الدين، الأزمة المالية العالمية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط1، 1430هـ / 2009م.
16. السيّد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للإستشارات، القاهرة، الطبعة الثالثة، 2004.
17. إيهاب دسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الاساسية للإستثمار في البورصة - البورصة المصرية الأمريكية -"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000.
18. باسم أحمد عامر، الجوائز - أحكامها الفقهية وصورها المعاصرة -، دار النفائس، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

19. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
20. حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2004.
21. حمزة عبد الكريم محمد حماد، الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
22. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
23. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
24. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2009.
25. دوايه أشرف محمد، الأزمة المالية العالمية، رؤية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط1، 1430هـ / 2009م.
26. دوايه أشرف محمد، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، ط1، 1427هـ / 2006م.
27. دوايه أشرف محمد، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، ط2، 1427هـ / 2006م.
28. دوايه أشرف محمد، دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة، مصر، ط1، 1427 هـ / 2006 م.
29. دوايه أشرف محمد، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1430هـ / 2009م.
30. رفعت السيد العوضي، د. علي جمعة، موسوعة الإقتصاد الإقتصادي الإسلامي في المصارف والنقود والأسواق المالية، المجلد الحادي عشر: الأسواق المالية في الإسلام، دار السلام للطباعة والنشر والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2010.
31. زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007.
32. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
33. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
34. صلاح الدين حسن السيسي، الأزمات المالية والإقتصادية العالمية، مطبعة أبناء وهبة محمد حسان، القاهرة، 2008.
35. صلاح الدين محمد أمين الإمام، ارشد فؤاد مجيد التميمي، دور المصارف في صناعة سوق الأوراق المالية، بيت الحكمة، بغداد، 2001.
36. كوفل مايكل، أسرار البورصة: كيف يصنع كبار المضاربين ملايين الدولارات مع صعود الأسواق وهبوطها؟، ترجمة رشا جمال، الدار العربية للعلوم - ناشرون، بيروت، لبنان، ط1، 1428هـ / 2007.
37. محمد بن إسماعيل البخاري الجعفي، صحيح البخاري، دار ابن كثير، 1414هـ / 1993م.
38. محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، مصر، 2002.
39. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.

40. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي - شركات وأسواق مالية-، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
41. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2006.
42. محمد صالح الخناوي، وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005/2004.
43. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
44. محمد رشاد الحمالوي، السيد محمود سماحة، إدارة الأزمات، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2002.
45. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية -دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى 2010.
46. محمد سليمان الأشقر، بيع المرابحة كما تجزبه البنوك الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 1415هـ/1995م.
47. منور إقبال وآخرون، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، 1998.
48. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
49. منير صالح هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
50. منير إبراهيم هندي، آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، الإستثمار في البورصات العربية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، 2000.
51. ناصر الدين الألباني، صحيح الجامع، المكتب الإسلامي، 1990.
52. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2002.
53. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
54. عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، فقه المعاملات الحديثة، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار (إصدارات المجموعة الشرعية)، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 1426هـ/2006م.
55. عاطف وليم أندراوس، سوق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2008.
56. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
57. عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور إداري ومحاسبي - ، دار طيبة، القاهرة، 2004.
58. عبد الله بن محمد بن حمد الرزين، أسواق المال، سلسلة الرسائل الجامعية، عدد 65، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 1427هـ/2006.

59. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دلة البركة، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، الجزء الثالث، 1426هـ/2005م.
60. عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مركز الكتاب الجامعي، حلوان، مصر، 2010.
61. علي محيي الدين القره داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط1، 1423 هـ/2002م.
62. عبد العظيم أبو زيد، بيع المرابحة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 1435هـ/2004م.
63. فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية -دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، دار الفكر والقانون، مصر، 2012.
64. قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى 2006.
65. سعود محمد الربيعة، تحوُّل المصرف الربوي إلى مصرف إسلامي، منشورات مركز المخطوطات، الكويت، الطبعة الأولى، 1992.
66. شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
67. شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، تقديم عبد الرزاق موري، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.
68. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، الطبعة الأولى، 2007.
- ثانياً: المجلات والدوريات العلمية**
1. أحمد مهدي بلواني، أزمة عقار.. أم أزمة نظام؟، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.
2. إلياس سابا (وزير مالية سابق -لبنان)، الأزمة المالية العالمية: أسبابها وانعكاساتها، مجلة المستقبل العربي، السنة الحادية والثلاثون، العدد ثلاثمئة وستون، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، فبراير 2009.
3. أنور هاقان قوناش، أزمة شرق آسيا: عبْرَ لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2001.
4. ايهان كوزي، وآخرون، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم (طريقة جديدة للنظر إلى العولمة المالية بإعادة فحص تكاليفها ومنافعها)، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2007، المجلد 44، العدد الأول.
5. البنك المركزي المصري، التطورات الاقتصادية والنقدية الدولية، المجلة الاقتصادية، قطاع البحوث والتطوير والنشر، المجلد الخمسون، العدد الثاني، الربع الأول 2009.

6. إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
7. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد الثمانون، فبراير 2009، السنة الثامنة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
8. إسوار براساد، إعادة التفكير في البيان المالي -بعد السقوط-، مجلة التمويل والتنمية، العدد الثاني، جوان 2010.
9. أحمد مهدي بلواني، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد الإسلامي، المجلد 21، العدد 02، 2008م/1429هـ.
10. إبراهيم أونور، الأطر الرقابية لأسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد مئة، فيفري 2011، السنة العاشرة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
11. إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، مجلة جسر التنمية، العدد التاسع والثمانون، جانفي 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
12. أحمد رجب عبد الملك، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الخامس والأربعون، جانفي 2008، مصر.
13. القرة داغي علي محي الدين، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، المجلد 15، الجزء 2، 1425هـ-2005.
14. الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق: الصكوك في 30 سؤال وجواب، مجلة التمويل الإسلامي، العدد الأول، مارس 2013.
15. النشري مصطفى، تقييم كفاءة البورصة المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الأول 2008، جامعة حلوان، مصر.
16. بكر ربحان، عينة من الصيغ المهمة للتمويل الإسلامي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، المجلد الثامن عشر، العدد الثاني، السنة الثامنة عشرة، جوان 2010.
17. بن موسى كمال، المحفظة الإستثمارية -تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، عدد 03، 2004، جامعة ورقلة.
18. بول ماكو، إعادة هيكلة النظم الرقابية في القطاع المالي -قانون دود فرونك، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
19. جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية أزمة نظام لا أزمة سياسات، مجلة السياسة الدولية، المجلد 44، العدد 175، مؤسسة الأهرام، القاهرة، جانفي 2009.
20. رمضان علي الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة، العدد الثامن عشر، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2000.
21. رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، 2000، مؤسسه ابن خدون للدراسات الإنسانية، الجزائر .

22. رائد جبر، مروان أبو فضة، المعايير الإسلامية للمحاسبة والمراجعة: واقع وتطلعات (الجزء الأول)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد الثامن عشر، العدد الأول، السنة الثامنة عشرة، جانفي 2010، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن.
23. طارق عبد العال حماد، نموذج مقترح لقياس مستوى الشفافية في ضوء خصائص المنشآت في البيئة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، السنة العاشرة: جوان 2006، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
24. صالح مفتاح، أ. معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010.
25. صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الإستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20-أ، العراق، 2009.
26. محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، 2000.
27. ملهم الجزماتي، أزمة دبي المالية، مجلة إيكونوميكات للعلوم المالية والمصرفية، العدد التحريبي، مارس 2010، موقع إيكونوميكات للعلوم المالية والمصرفية، الجمهورية العربية السورية.
28. معبد علي الجارحي، النظام النقدي والمالي في الإقتصاد الإسلامي، مجلة أبحاث الإقتصاد الإسلامي، المجلد الثالث، العدد الثاني 1404هـ، المركز العالمي لأبحاث الإقتصاد الإسلامي، جدة.
29. منذر بركات، نماذج الرقابة المالية في ظل الأزمة المالية الحالية، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
30. نايل أوتليه، الحاجة إلى تكامل الأدوار الرقابية في القطاع المالي، مجلة أوراق مالية، العدد 06، جوان 2011، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة.
31. عز الدين رضواني، الربا والأزمة المالية، مجلة الإصلاح، دار الفضيلة للنشر والتوزيع، السنة الثانية، العدد الحادي عشر - رمضان/شوال 1429هـ الموافق ل سبتمبر/أكتوبر 2008م.
32. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل إقتصادي شرعي، مجلة الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد الأول، جدة، السعودية، 1428/2007هـ.
33. عبد الله أبو يحيى، أحمد شحدة أبو سرحان، مشروعية خيار المجلس في الفقه الإسلامي، مجلة الشريعة والقانون، العدد الثامن والثلاثون، ربيع الأول 1430هـ/أفريل 2009.
34. علي أحمد صالح المهداوي، أثر خيار الرؤية في حماية المستهلك الإلكتروني، مجلة الشريعة والقانون، العدد الثاني والأربعون، ربيع الثاني 1431هـ/أفريل 2010.
35. عبد الحق حميش، تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد الرابع، العدد الأول، 2007.
36. علي سعد محمد داود، أثر الإستثمار الأجنبي غير المباشر على معاملات سوق الأوراق المالية بالتطبيق على البورصة المصرية، مجلة البحوث الإدارية، السنة 28، العدد 03، جويلية 2010، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، مصر.

37. عصاف سيد أحمد عاشور، دور معايير المحاسبة في تشجيع الإستثمار في سوق الأوراق المالية، مجلة الفكر المحاسبي، العدد الأول، السنة السادسة.
38. عارف عبد الله عبد الكريم، الإفصاح المحاسبي الإختباري في دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية، المجلة العلمية، التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، 2002.
39. علي إبراهيم طلبة، قياس إمكانية التنبؤ بأزمات أسواق المال بواسطة الأجهزة الرقابية العليا (دراسة تجريبية)، المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، العدد الثالث، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، جويلية 2000.
40. سلوى فؤاد صابر، الأزمات العالمية وتأثيرها على الإقتصاد المصري مع التركيز على الأزمة الإقتصادية الآسيوية والأزمة التمويلية الأخيرة، المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، العدد 07، جويلية 2010، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر.
41. هشام طلعت عبد الحكيم، عماد عبد الحسين دلول، واقع أداء سوق العراق للأوراق المالية ومقارنته ببعض الأسواق المالية العربية -دراسة تحليلية، مجلة الإدارة والإقتصاد، السنة الرابعة والثلاثون، العدد الثامن والثمانون، 2011، كلية الإدارة والإقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.
42. وليد عبد مولا، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد الواحد والتسعون، مارس 2010، السنة التاسعة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.

ثالثاً: رسائل الدكتوراه والماجستير

1. هبة محمود الطنطاوي الباز، الأزمات المالية المعاصرة: الأسباب- العلاج- الدروس المستفادة (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراه في الإقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2008.
2. ابتسام سيد على محمد، تقييم دور نظم التداول المستحدثة في تنشيط التعامل بسوق الأوراق المالية المصري (دراسة مقارنة مع الأسواق المالية الصاعدة)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012.
3. اياد فلاح حسن الزيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الاداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنيمارك، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، مارس 2009.
4. لمياء مهدي، أزمات المديونية الدولية -دراسة مقارنة مع إشارة خاصة لمصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة (قسم الإقتصاد)، جامعة عين شمس، 2005.
5. محمد نايف فارس غرايبة، تحليل الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها -دراسة مقارنة، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2010.
6. نجاة محمد مرعى يونس، استخدام البيانات المحاسبية في التنبؤ بأسعار الأسهم لترشيد قرارات صغار المستثمرين، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2006.
7. فايقة جابر حسن محمد الفولي، الإختلافات النسبية في درجة الإفصاح الإختباري بين الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال -دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية، جامعة الإسكندرية، 2005.

رابعاً: المؤتمرات والندوات العلمية

1. جودة عبد الخالق، إدارة الأزمات المالية والمصرفية وسبل التحوُّط منها، بحث مقدم إلى منتدى القياديين حول "إشكاليات الإدارة الاقتصادية الحديثة"، المعهد العربي للتخطيط ومعهد التخطيط القومي، شرم الشيخ، القاهرة، 28/27 سبتمبر 2004.
2. الطاهر هارون، أ. العقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، يومي 05-06 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة.
3. مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والإقتصادية للأزمة المالية العالمية، في الفترة من 01-02 أبريل 2009، جامعة المنصورة.
4. زكرياء بلة باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 14/13 آذار 2009.
5. علي لطفي، الأزمة المالية العالمية: الأسباب - التداعيات - المواجهة، مؤتمر "تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية"، خلال الفترة 4-5 أبريل 2009، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية.
6. عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص والتنمية: تقييم واستشراف"، 23-25/03/2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية.
7. رمضان علي الشراح، الأزمات المالية العالمية: أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الإستثمار بدولة الكويت، ورقة مقدمة للملتقى الدولي لآفاق الإستثمار: الدورة الثالثة "معاً لمواجهة التحديات"، 03، 04 جمادى الأولى 1430 هـ/ 27، 28 أبريل 2009، الرياض، المملكة العربية السعودية.
8. أحمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، قياس مدى تحقق الشفافية والإفصاح في التقارير المالية المنشورة -مدخل ضبط معايير المحاسبة السعودية-، الندوة الثانية عشرة لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية بعنوان "مهنة المحاسبة في المملكة العربية السعودية وتحديات القرن الحادي والعشرين"، كلية إدارة الأعمال بجامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، خلال الفترة: 4 - 5 جمادى الآخرة 1431 هـ الموافق 18 - 19 ماي 2010م.
9. محمد بن إبراهيم السحيباني، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة، ورقة مقدمة لندوة "السوق المالية السعودية: نظرة مستقبلية"، جامعة الملك خالد 3-4 ذي القعدة 1428 هـ (13-14 نوفمبر 2007).
10. أحمد عقيل الخطيب، دور صناع السوق، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، 11-13 شوال 1426 هـ/13-15 نوفمبر 2005م، الرياض، المملكة العربية السعودية.
11. محمد بن إبراهيم السحيباني، التلاعب في الأسواق المالية: البعد الاقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الرياض، الأربعاء 27 صفر 1429 هـ (الموافق 5 مارس 2008م).

12. سامي بن براهيم السويلم، منتجات صكوك الإجارة، بحث مقدم لندوة مجمع الفقه الإسلامي حول "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب وجامعة الملك عبد العزيز، 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ-24-25 ماي 2010.
13. عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون- السلم- تداول الديون)، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009.
14. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية " التوريق " وتطبيقاتها المعاصرة -دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، الدورة التاسعة عشرة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
15. حسن محمد الرفاعي، دور صيغ الصيرفة الإسلامية في إدارة الأزمة الراهنة، بحث مقدم إلى مؤتمر: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الزرقاء، المملكة الأردنية الهاشمية، ذو القعدة 1430هـ/تشرين الثاني 2009م.
16. علي بن محمد العيدروس، الرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية (تعريفها، أهميتها، ضوابط العاملين فيها، مجالات عملها، تفعيلها)، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 21 ماي- 03 جوان 2009.
17. بلعوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها: دراسة وضعية وشرعية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، يومي 15-16 ديسمبر 2010، بجامعة الكويت.
18. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي"، 25/26 ذو الحجة 1431هـ/01-02 ديسمبر 2010م، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن.
19. حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل: 07-09 ربيع الثاني 1426هـ الموافق لـ 15-17/05/2005، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات العربية المتحدة.
20. براق محمد، بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الإقتصادي الجديد، يومي 22 و 23 أبريل 2003، جامعة ورقلة.

خامساً: البحوث والتقارير

1. سامي بن براهيم السويلم، الأزمات المالية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دراسة مدعومة من برنامج المنح البحثية، كرسي "سابك" لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 02-13، المملكة العربية السعودية، 2012.
2. مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي السنوي: الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوربية، العدد 19 لسنة 2011، الغرفة التجارية والصناعية بالرياض، المملكة العربية السعودية، جانفي 2012.
3. حسين حسين شحاته، كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية، سلسلة بحوث في الفكر الإقتصادي الإسلامي، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.darelmashora.com>.

4. إدارة الدراسات والبحوث، نشوء وتطور أزمة الديون الأوروبية، إتحاد المصارف العربية، جوان 2012، لبنان.
5. ابراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
6. مركز التعليم المفتوح، إدارة مخاطر البورصات (الفصل الخامس)، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010.
7. مركز التعليم المفتوح، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، جامعة بنها، مصر، 2010.
8. أحمد العلي، إدارة الإستثمارات والمحافظ الإستثمارية، كلية الإقتصاد، قسم المصارف والتأمين، جامعة دمشق، سوريا، 2008/2007.
9. عبد الرحمن عبيد الكبيسي، المحفظة الاستثمارية الكفوءة في المصارف الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، العراق.
10. ربيعة عبد الرؤوف، خطاب سامي، التحليل المالي وتصميم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006.
11. هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع وملخص عن إنجازات الهيئة، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
12. راضي العتوم، حازم رحاحلة، التنبؤ بالأزمات الاقتصادية: حالة الأردن، جائزة بحثية مقدمة إلى المجلس الأعلى للعلوم والتكنولوجيا، الأردن، أكتوبر 2002.
13. فوزي بهزاد وآخرون، دراسة واقع قطاع الأوراق المالية العربي، نتائج أعمال اللجان الدائمة بالإتحاد و فرق العمل المنبثقة عنها، إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، نوفمبر 2009.
14. ستيلبون نستور، التقارب الدولي في مجال حوكمة الشركات، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
15. أمار جيل، حوكمة الشركات و حتمية التطبيق التدريجي، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرون، مركز المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003.
16. نبيل عبد الرؤوف إبراهيم، أثر نماذج وقواعد الإفصاح المحاسبي المستحدثة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، المعهد العالي للحاسبات وتكنولوجيا المعلومات، مصر، جانفي 2012.
17. مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح: حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، واشنطن، أغسطس (أوت) 2008.
18. وائل إبراهيم الراشد، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالأزمات المالية: دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، الكويت، بحث منشور بتاريخ على الموقع الإلكتروني التالي: <http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib>
19. محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة بغداد، بدون تاريخ نشر، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=3263>

20. سامي حطاب، المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
21. سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004.
22. المركز المصري لمسؤولية الشركات وآخرون، المؤشر المصري لمسؤولية الشركات (S&P – EGX/ESG)، أكتوبر 2011.
23. عمر العسري، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها المغاربي)، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية السويسي، جامعة محمد الخامس السويسي، الرباط - المملكة المغربية.
24. صندوق النقد الدولي، مستجدات الأسواق المالية، تقرير الإستقرار المالي، إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية، 24 جانفي 2012، واشنطن.
25. صندوق النقد الدولي، مستجدات الراصد المالي، جانفي 2012، واشنطن.
26. صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، 2012.
27. مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 2012، المملكة العربية السعودية.
28. الإتحاد الإفريقي، تقرير حول دراسة الجدوى الخاصة بإنشاء بورصة عموم افريقيا، إدارة الشؤون الإقتصادية، ديسمبر 2008.
29. الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار، تقارير حول أداء البورصة المصرية، 2011، 2012.
30. الجمعية المصرية للتمويل والإستثمار، مؤشر ثقة المستثمر المصري، الأبحاث والتقارير، 2010.
31. البورصة المصرية، التقارير السنوية للفترة (2007-2012).
32. البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2011/2012.
33. التقارير الشهرية لشركة "بيتك للأبحاث المحدودة" التابعة لبيت التمويل الكويتي للفترة جانفي-جوان 2012.
34. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تقرير حول الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية - تحليل الواقع وآفاق المستقبل، البحرين، 2011.
35. الإدارة العامة للبحوث والدراسات الإقتصادية، تقرير عن: مرنيات مجلس الغرف السعودي حول آثار أزمة الديون السيادية في اليونان ومنطقة اليورو على الإقتصاد السعودي وعلى اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مجلس الغرف السعودي، الرياض، المملكة العربية السعودية، 09 ربيع الثاني 1431هـ/ 23 ماي 2010.

سادساً: النشرات والجرائد

1. ستيف ألبريخت، إدارة الأزمات: فن الدِّفاع عن النَّفس للشَّرَكَات، خلاصات كتب المدير ورجل الأعمال، إصدار الشركة العربية للإعلام العلمي (شعاع)، القاهرة، السنة السَّادسة، العدد الحادي عشر، جوان 1998.
2. بنك قطر الوطني، نشرة الوطني الإقتصادية، ديسمبر 2005.

3. ألين فان ديون، حقبة جديدة قاسية تؤثر في وكالات التصنيف الائتماني العالمية، الإقتصادية الإلكترونية السعودية، العدد، 6102، الصادرة بتاريخ 2010/06/26، على الرابط الإلكتروني التالي: http://www.aleqt.com/2010/06/26/article_411525.print
4. الإقتصادية الإلكترونية السعودية، وكالات التصنيف الائتماني.. لا عزاء للشفافية، العدد 5696، الصادرة بتاريخ 2009/05/16، مقال متوفر على الرابط الإلكتروني التالي: http://www.aleqt.com/2009/05/16/article_230175.html
5. أمير الفونس عريان، تطورات الأزمة المالية في الأرجنتين، النشرة الاقتصادية، بنك مصر، العدد الأول 2002.
6. محمد إبراهيم السقا، لماذا الإفصاح والشفافية في البورصة؟، جريدة الإقتصادية الإلكترونية، العدد 6003، الصادرة بتاريخ 2010/03/19، الكويت، على الموقع الإلكتروني التالي: http://www.aleqt.com/2010/03/19/article_365837.html
7. محمد عبد الحليم، الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية يسهم في تحليل البيانات بسرعة وكفاءة، صحيفة الرؤى الإقتصادية، الصادرة بتاريخ 2011/10/09، على الرابط: <http://alroya.com/node/152736>
8. حاتم فاروق، أربعة تحديات تواجه اندماج سوقى أبوظبي ودبي، جريدة الرؤية الإقتصادية، الصادرة بتاريخ 2010/04/25، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
9. مجدي عبيد، الرئيس التنفيذي لبورصة ناسداك دبي يقترح ربط المكاتب الخلفية لسوقى أبوظبي ودبي الماليين، البيان الإقتصادي الصادر بتاريخ 2012/05/30، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2012-05-30-1.1659306>
10. عثمان بن ظهير، ما الموقف من البيع على المكشوف، الإقتصادية الإلكترونية، العدد 5578، بتاريخ 2009/01/18، على الموقع: http://www.aleqt.com/2009/01/18/article_185582.html
11. مفلح عياش، صانع السوق.. غائب طال انتظاره في أسواق الأسهم، جريدة الإتحاد الإقتصادي، الصادرة بتاريخ 14 شعبان 27/1428 أوت 2007، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.alittihad.ae/details.php?id=132681&y=2007&article=full>
12. حسين ياسين، "صانع السوق" مفتاح تعزيز السيولة في الأسواق المالية، الخليج الإقتصادي الإماراتية، مقال منشور بتاريخ 2011/11/20 على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.alkhaleej.ae/portal/f802c13f-af1c-4991-bb9a-cbdddafb1d56b.aspx>
13. عيسى محمد، صيغة أولية لتأسيس شركة صانع السوق، القبس الإقتصادي، الكويت، مقال منشور بتاريخ 2013/08/03 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.alqabas.com.kw/node/787452>
14. الوطن الإقتصادي، "بيتك": 66.4 مليار دولار حجم إصدارات الصكوك خلال النصف الأول، العدد 7569/13123، السنة 51، 2012/07/03، الكويت.
15. القبس الإقتصادي، صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية تزدهر مجدداً، عدد 13659، السنة 40، بتاريخ 2011/06/08، الكويت.
16. رويترز "Reuters"، الأسهم الأوروبية تنتعش بعد حضر البيع على المكشوف، الخليج الإقتصادي، بتاريخ 2011/08/13، الإمارات العربية المتحدة، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.alkhaleej.ae/portal/562797be-4056-4e1a-b5d4-e20e1a7c44f7.aspx>

17. رويترز "Reuters"، حظر البيع على المكشوف يرفع الأسهم الأوروبية، صحيفة الرؤية الاقتصادية، الصادرة بتاريخ 2011/08/12، الإمارات العربية المتحدة، على الموقع الإلكتروني التالي: <http://alroya.com/node/144288>
18. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2012، العدد 70، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
19. البيان الاقتصادي، 84.1 مليار دولار سندات وصكوك خليجية في 2011، صحيفة كويتية متخصصة، الكويت، مقال منشور بتاريخ 2012/02/07، على الرابط الإلكتروني التالي: <http://www.albayan.ae/economy/the-world-today/2012-02-07-1.1587501>
20. سارة حسني، دليل المستثمر لتنوع أدوات وآليات الاستثمار، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، جويلية 2010.

سابعاً: القرارات

1. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، المؤتمر السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7-12 ذي القعدة 1412 الموافق 9-14 ماي 1992م.
2. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 05 الصادر بتاريخ 1988/08/04، العدد 04، الجزء 03.
3. مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 15، الجزء 2، 2004.
4. قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال رقم 24 بتاريخ 2005/08/07 بشأن نظام تداول الأوراق المالية المشتراة والمباعة في ذات جلسة التداول (Same Day Trading)، البورصة المصرية.
5. وزارة الاستثمار المصرية، قرار رقم 192 لسنة 2005 المعدل لقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992، الفصل الثاني: شراء الأوراق المالية بالهامش، الباب التاسع.
6. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، معيار رقم: 17، ص: 290.
7. المذكرة الإيضاحية لقانون المعاملات المدنية الإتحادي، وزارة العدل، أبو ظبي، بدون سنة نشر.
8. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، يناير 2009.
9. الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لنظام الضوابط الشرعية، مسودة مشروع، الملحق الخامس (أمثلة عن مقاييس أداء الهيئة الشرعية)، ديسمبر 2009.
10. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، الإرشادات المتعلقة بالعناصر الرئيسية في إجراءات الرقابة الإشرافية للمؤسسات التي تقتصر على تقديم خدمات مالية إسلامية عدا مؤسسات التأمين الإسلامية/التكافل وصناديق الاستثمار الإسلامية، كوالا لامبور، ماليزيا، ديسمبر 2007.
11. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الضبط للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم 01.

ثامناً: المراجع الأجنبية

I - مراجع باللغة الفرنسية:

A. Les ouvrages:

1. Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik, **Marchés Financiers :Gestion de portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 1998.
2. Christian Hurson, Constantin Zoudounidis, **Gestion de portefeuille et analyse multicritère**, Economica, France, 1998.
3. Dominique Plihon, **les enjeux de la globalisation financière**, la mondialisation au-de la des mythes, Alger,Ed CASBAH,1997.
4. Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille (Analyses quantitative de rentabilité et des risques)**, Pearson éducation, 2004.

B. Revues et périodiques:

1. David Burton, Wanda Tseng, et Kenneth Kang, **Un souffle de changement en Asie**, Finances et développement, Volume 43, Numéro 2, Juin 2006.
2. Daniel Cohen et Richard Portes, **Crise de la dette : prévention et résolution**, La Documentation française, Paris 2003.
3. Eric Barthan, **crises financières un panorama des explication**, Revue "Problèmes économiques", N°2595, 16 Décembre 1998.
4. Hunter Monroe, Ana Carvajal et Catherine Pattillo, **Les dangers des systèmes de Ponzi**, Finances & Développement, Volume 47, Numéro 1, F.M.I, Mars 2010.
5. M. Ayhan Kose et autres, **Mondialisation financière: au-delà de la polémique, Un nouveau regard sur la mondialisation financière pour en réévaluer les coûts et les avantages**, Finances & Développement Mars 2007, Volume 44, Numéro 1, magazine trimestriel du FMI.
6. Nathalie Payelle, **Acteurs, instruments, stratégies, typologie des systèmes financiers dans "Bourse et systèmes financiers"**, Cahiers Français, N°301, la documentation française, Mars-Avril 2001.
7. Randall Dodd, **Transactions opaques**, Finances & Développement, Volume 47, Numéro 1, F.M.I, Mars 2010.
8. Vitor Constrancio, **Contagion et crise de la dette européenne**, Revue de la stabilité financière, N° 16, Banque de France, Avril 2012.

C. Document de travail:

1. Mario DEHOVE, **crises financiers deux ou trios choses que nous savon d'elles: QUE NOUS APPREND L'APPROCHE STATIQUU DES CRISES FINANCIERES**, Conseil analyse économique, Document de travail,Version préliminaire,Avril 2003.
2. Saoussen Ben Gamra et Mickaël Clévenot, **Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement: Croissance économique ou instabilité financière?**, Hyper Articles en Line (HAL)-00323334, version 1, 20 Septembre 2008, Université Paris XIII. sur site:

<http://hal.archives-ouvertes.fr/docs/00/32/33/34/PDF/Oran150206.pdf>

3. Banque Populaire de Paris, **L'analyse fondamentale**, mini-guide bourse, Paris, Mai 2009.
4. François Watier, **Analyse de moyenne-variance d'un portefeuille multivarié actualisé en contexte multipériodique**, Département de mathématiques, Université du Québec à Montréal, Canada.

D. Rapports:

1. Institut Tunisien de la Compétitivité et des Etudes Quantitatives, **L'impact de la dette souveraine en Europe sur l'économie tunisienne**, Ministère du développement régional et de la Planification, Tunisie, Octobre 2011.
2. Direction des Études et des Prévisions Financières, **Analyse des performances des marchés boursiers des pays signataires de l'Accord d'Agadir**, Ministère des Finances et de la Privatisation, Royaume du Maroc, Octobre 2006.
3. Institut Marocain des Administrateurs, **Rapport: Enquête sur les pratiques de gouvernance des sociétés cotées**, Maroc, Avril 2013.
4. Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Rapport annuel**, Royaume du Maroc, 2011.
5. Direction des Etudes Economiques, **Profil économique et financier de la cote de la bourse de Casablanca**, Caisse de Dépôt et de Gestion, Royaume du Maroc, Janvier 2010.
6. Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, **Investissement étranger à la Bourse de Casablanca**, Maroc, 2011.
7. Bourse de Casablanca, **Rapports annuels: 2009, 2011**.
8. Direction des Etudes et des Prévisions Financières, **Introductions à la Bourse de Casablanca: tendances, déterminants et résultats techniques**, Ministère de l'Economie et des Finances, Royaume du Maroc, Novembre 2009.
9. Commission Nationale Gouvernance d'Entreprise, **Code Marocain de Bonnes Pratiques de Gouvernance des Entreprises et Etablissements Publics**, annexe au Code Marocain des Bonnes Pratiques de Gouvernance d'Entreprise, Ministère Délégué auprès de Chef du Gouvernance Chargé des Affaires Générales et de la Gouvernance, Maroc, Mars 2012.
10. COSOB, **Rapports annuels (2006-2012)**, Alger.
11. COSOB, **Guide investir en bourse**, Alger, 2013.

II – مراجع باللغة الإنجليزية:

A. Books:

1. Brigham Eugene F, Eehardt Michael C, **Financial Management Theory and Practice**, Lachina publishing services, The United States of America, 2005.
2. Francis, J.C, **Investments, Analysis and Management**, 5th. Ed., Mc Graw-Hill inc, 1992.
3. French D, **Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management**, Merrily Publications, 1989.
4. O'Hara M., **The market microstructure theory**, Blackwell, 1995.

B. Magazines and periodicals:

1. Zubair Hasan, **Dubai financial crisis: causes, bailout and after - a case study**, Journal of Islamic Banking and Finance, July- September 2010, the Global University of Islamic Finance, Kuala Lumpur, Malaysia.
2. Meir Khon, **Financial Institutions and Markets**, Mc Graw hill, Inc, N.Y, 1994.
3. Alexsandro Broedel Lopes, Roberta Carvalho de Alencar, **Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case**, The International Journal of Accounting, Volume 45, Issue 4, December 2010.
4. George Emmanuel Iatridis, **Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism**, International Review of Financial Analysis, Volume 20, Issue 2, April 2011.
5. Diamond, D.W., & Verrecchia, R.E., Disclosure, **Liquidity and the clientele of capital**, Journal of Finance, September, 1991.
6. Kia Amir, **Speculative Activities, Efficiency and Normative Stock Exchange**, Journal of King Abdul Aziz University: Islamic Economics, vol. 13, 2001.

C. Reports:

1. International Monetary Fund (IMF), **Financial crises: characteristics and indicators of Vulnerability**, World Economic Outlook, May 1998.
2. Organization of the Petroleum Exporting Countries (OPEC), **Annual Report**, 2009, Vienna.
3. Ernst & Young, **World Islamic Banking Competitiveness**, Report 2011-2012, 18th Annual World Islamic Banking Conference (WIBC), Dubai, UAE, 2012.
4. Ernst & Young, **Islamic Funds and Investments Report (IFIR 2011)**, 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011), Dubai, UAE, 2011.
5. Yangs Tracy, **Crisis, Contagion and Est Asia Stock Market**, Economics and Financial, No.1, 2002.

D. Working Papers:

1. Jim Saxton (R-NJ), Vice Chairman, **Argentina's Economic Crisis: Cause and cures, a Joint Economic Committee Study**, United States Congress, Washington, June 2003.
2. Onour, I., **Decomposing Fundamental and Nonfundamental Volatility Components in GCC Stock Markets**, unpublished research paper, 2008.
3. Bruce Hearn, Jenifer Piesse and Roger Strange, **Market Liquidity and Stock Size Premia in Emerging Financial Markets: The Implications for Foreign Investment**, Occasional Papers, N0 04, Egyptian Exchange, Jan 2009.
4. Blinder, Alan, **"How Central Should the Central Bank Be?"**, Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, 2010.
5. Mahmoud Al-Akra, Ian A. Eddie, Muhammad Jahangir Ali, **The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan**, The British Accounting Review, Volume 42, Issue 3, September 2010.

تاسعاً: المواقع الإلكترونية

1. حميد الجميلي، التحرير المالي وعولمة الأسواق: الأبعاد والانعكاسات، أكاديمية الدراسات العليا- طرابلس- ليبيا، 17 يوليو 2009، على الموقع الإلكتروني:
<http://www.oelibya.com/front-page/economy/3024-2009-07-17-22-07-38.html>
2. حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية " محاولة للفهم "، مقال من الموقع الإلكتروني:
<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=11683>
3. محمد إبراهيم السقا، ما هي الديون السيادية، مقال منشور بتاريخ 2010/05/13 على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://alphabeta.argaam.com/article/detail/14786>
4. سارة سيلفر، أزمات أسعار صرف العملات الأجنبية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني التالي:
http://policydialogue.org/files/publications/Foreign_Exchange_Crisis_arabic.pdf
5. حسان خضر، كفاءة أسواق الأوراق المالية، برامج التدريب عن بعد (تحليل أسواق الأوراق المالية)، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، على الموقع الإلكتروني:
http://www.arab-api.org/course9/c9_3_1.htm
- هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة، عن الإفصاح الإلكتروني، على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.uaexbrl.ae/arabic/pages/aboutxbrl.aspx>
6. المعهد العربي للفوركس "Alarabfx"، ارتفاع العائد على السندات الأوروبية يعكس المخاوف المحيطة بالمنطقة، مقال منشور بتاريخ: 2010/11/30، على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.alarabfx.com/show-3,N-1044.html>
7. شركة "Arab finance" لتداول الأوراق المالية، خدمة التداول الإلكتروني، على موقع الشركة الإلكتروني التالي:
<https://www.arabfinance.com/InvestorTools/onlinePage.aspx>
8. ألين فان ديون، ومايكل ماكينزي، وجيرمي جرانت، الشعور بالقلق العميق بعد "انهيار الوميض"، شبكة خبراء الأسهم، على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://stocksexperts.net/showthread.php?t=26219>
9. أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرون Investors، على الرابط الإلكتروني التالي:
<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434>
10. نقودي كوم، الأسواق العربية تتراجع بسبب تخفيض التصنيف الأمريكي، مقال من الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.nuqudy.com>
11. قسم الإدارة والاقتصاد، بورصة نيويورك تندمج مع "يورونكست" الأوروبية باتفاق قيمته نحو 10 مليارات دولار، معهد الإمام الشيرازي الدولي للدراسات، واشنطن، على الرابط الإلكتروني التالي:
[http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad\(27\)/154.htm](http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad(27)/154.htm)
12. ناسداك دبي، دمج عمليات السوق: ناسداك دبي وسوق دبي المالي - تحسين وصول المستثمرين الأفراد إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي، معلومات منشورة بتاريخ 2010/02/01 على موقع ناسداك دبي التالي:
http://www.nasdaqdubai.com/consolidation/hl_doc/arabic/hl_ar.html
13. شركة "AMEInfo" التجارية، التداول الإلكتروني يستحوذ على نصف المعاملات الإجمالية في سوق دبي المالي، مقال بتاريخ 2009/04/07، منشور على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.ameinfo.com/ar-131923.html>

14. الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالجزائر: <http://www.cosob.org/>
15. خالد بن إبراهيم الدعيجي، الشراء بالهامش وأحكامه الشرعية، مجلة البيان، العدد 219، مقال من الموقع الإلكتروني للمجلة: <http://www.albayan-magazine.com/bayan-219/images/logo.gif>
16. موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية www.cibafi.org
17. مسلم اليوسف، خيار الرؤية في الفقه الإسلامي المقارن، ص: 01. مقال من الموقع الإلكتروني التالي: <http://saaaid.net/Doat/moslem>
18. نافذ المرش، واقع إصدارات الأدوات الإستثمارية طويلة الأجل (الصكوك الإسلامية) للفترة من 2009/11/19 وحتى 2010/11/19، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مقال منشور بتاريخ 2011/02/13 على الموقع الإلكتروني التالي:
19. زاوية، "بيتك للأبحاث": 60 مليار دولار أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، مقال منشور بتاريخ 2012/03/10 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=15739&Cat=12&RetId=0>
20. الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: <http://www.aaoifi.com/aaoifi/arabic/>
21. عز الدين خوجة، المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع استراتيجية طموحة لدعم صناعة المصرفية الإسلامية، الشرق الأوسط، العدد 10654، الصادرة بتاريخ 2008/01/29، تقرير منشور على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.aawsat.com/details.asp?section=58&article=456044&issueno=10654>
22. موقع مجلس الخدمات المالية الإسلامية: www.ifsb.org
23. شركة الفاروق للمطابقة والتصنيف الإسلامي (قيد التأسيس)، مفهوم عمل شركات التصنيف، على موقعها الإلكتروني: <http://www.alfarograding.com/Concept.html>
24. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تقويم المنتجات المالية الإسلامية ومنهج عمل الهيئة الشرعية للتصنيف والرقابة، المملكة العربية السعودية، سبتمبر 2008، على الموقع الإلكتروني للمجلس: www.cibafi.org
25. عبد الجبار السبھاني، الهندسة المالية الإسلامية وصناعة النحوط، جامعة اليرموك، الأردن، بحث من الموقع الإلكتروني: [http://faculty.yu.edu.jo/Sabhany consulté le 04/08/2011](http://faculty.yu.edu.jo/Sabhany%20consulte%20le%2004%2F08%2F2011)
26. موقع زاوية: www.zawya.com
27. الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية المصرية: <http://www.efsa.gov.eg>
28. الموقع الرسمي للبورصة المصرية: <http://www.egx.com.eg/>
29. عوني عبد العزيز، مؤشر شهري لقياس ثقة المستثمرين في سوق المال، مقال منشور في صحيفة الأهرام الرقمي بتاريخ 2010/12/20 على الموقع الإلكتروني التالي: <http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=376925&eid=810>
30. الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء المغربية: <http://www.casablanca-bourse.com/>
31. الموقع الإلكتروني ل"ماروكليز" المغرب: <http://www.maroclear.com/>
32. الموقع الإلكتروني للجمعية المهنية لشركات البورصة المغربية: <http://www.apsb.org.ma/>

33. Wajih Khallouli et Riadh Boudhina, **La contagion de la crise asiatique : Evidence à travers les marchés de change**. sur le site : www.univ-orleans.fr/deg/gdrcomofi/activ/khallouli_boudhina_crisis.pdf
34. Alain BATROW, **Les crises bancaires sont la conséquence de la libéralisation financière**, le blog de l'économie et de la finance internationale, le Monde.fr, sur site:
<http://ecofi.blog.lemonde.fr/2009/03/25/vous-avez-la-parole-alain-batrow-les-crisis-bancaires-sont-la-consequence-de-la-liberalisation-financiere/>