

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان: أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق
الأوراق المالية دراسة حالة: عينة من اسواق الأوراق المالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في: العلوم الاقتصادية

التخصص: نقود مالية وبنوك

إشراف الدكتور:

إعداد الطالب:

أ.د. أحمد علاش

عادل طلبة

السنة الجامعية: 2016-2017

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة البليدة 2

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان: أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة: عينة من أسواق الأوراق المالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في: العلوم الاقتصادية

التخصص: نقود مالية وبنوك

إعداد الطالب:

طلبة عادل

أمام اللجنة المشكلة من:

رئيسا	جامعة البليدة 02	أستاذ	منصوري الزين
مشرفا ومقررا	جامعة البليدة 02	أستاذ	علاش أحمد
عضوا مناقشا	جامعة البليدة 02	أستاذ محاضر - أ -	تحانوت خيرة
عضوا مناقشا	جامعة خميس مليانة	أستاذ محاضر - أ -	موالدي سليم
عضوا مناقشا	المركز الجامعي تيبازة	أستاذ محاضر - أ -	بلكل نوال عيشوش
عضوا مناقشا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر - أ -	ايت عكاش سمير

السنة الجامعية: 2016-2017

الإهداء

أهدي هذا البحث إلى والدي،

والى كل إخوتي وأخواتي،

والى كل الأصدقاء وزملاء الدراسة.

الشكر والتقدير

أحمد الله عز وجل حمدا كثيرا مباركا فيه على توفيقه لنا على إتمام هذا البحث، راجيا منه التوفيق والسداد فيما تبقى لنا من مشوارنا العلمي.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أستاذي الكريم الأستاذ الدكتور / أحمد علاش، على ما أسدأمني من نصح وتوجيه خلال إعداد هذه الأطروحة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من أمدني بيد العون والمساعدة في طبع وإخراج هذه الأطروحة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأساتذة الممتحنين على تصويبهم لهذا العمل.

ملخص:

نظرا للتأثر الكبير لأسواق الأوراق المالية بالأزمات المالية المتعقبة والجدل الكبير حول إفاء أسواق الأوراق المالية في ظل هذه الأزمات ، خاصة الأزمة المالية العالمية 2008 التي كبدت الاقتصاد العالمي خسائر مالية كبيرة ، بالخصوص في أسواق الأوراق المالية التي تراجعت أغلبها بمستويات كبيرة عقب اعلان افلاس بنك ليمان براذرز، وذلك على اختلاف الأداء المحقق من طرف المؤسسات المدرجة بها.

لذا تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية في تقييم الأسهم العادية للوصول إلى قيمتها العادلة، وهذا مقارنة بباقي مصادر المعلومات في هذه السوق، وبحث هل تفرق أسواق الأوراق المالية أثناء الأزمات المالية بين المؤسسات الجيد ماليا والمؤسسات غير الجيد ماليا من خلال انعكاس هذه التفرقة على ثقة المستثمر مجسدة في الأسعار السوقية للأسهم العادية وأحجام التداول ، ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة.

للتوصل إلى تطلعات هذه الدراسة تم اختبار إفاء أسواق الأوراق المالية محل الدراسة عند المستوى الضعيف من خلال مجموعة من اختبارات (KPSS، Philips-Perron، ADF، DF) و إذا اجراء دراسة قياسية باستخدام نماذج البائل لدراسة اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم وأحجام التداول خلال فترة الدراسة (2006-2014).

وقد خلصت الدراسة إلى عدم إفاء السوق الرسمي ببورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي عند المستوى الضعيف ، كما تبين عدم قدرة سوق الأسهم السعودي على التفرقة بين المؤسسات المدرجة على أساس الأداء المالي خلال الفترة (2006-2014)، لأن السوق وثقة المستثمر يتأثران أكثر بالمعلومات المتعلقة بالاقتصاد العالمي والاقتصاد المحلي أكثر من المعلومات القطاعية والمعلومات المتعلقة بالمؤسسات المدرجة.

الكلمات المفتاحية: إفاء أسواق الأوراق المالية؛ الأداء المالي؛ الأزمات المالية؛ تقييم الأسهم العادية؛ ثقة المستثمر.

Abstract:

In view of the massive effect of the stock markets by the alternating financial crisis, and the huge debate about the efficiency of these markets, in regard of these crisis; especially the world financial crisis of 2008 that caused the world economy a big financial hardship, especially in the stock markets that most of them regressed highly after the Lehman brothers bank announced its Bankruptcy, regarding the different fulfilled performances of its included companies.

Thus, this study aims at knowing the extent of financial performance contributions of the companies included among the stock market in the evaluation of the ordinary stocks to reach their fair value, this is in comparison to the rest of information sources in this market. And to search whether the stock market differentiates between companies that are financially good, and those who are not financially good during financial crisis, by the reflection of this differentiation on the trust of the investor, personifies in the market prices of ordinary stocks and the trading volume, then on the market value of the company.

To achieve this study's prospects; the efficiency of the understudy stock markets was tested on the law level by means of a number of tests, DF, ADF, Philips-Perron, KPSS, along with an empirical study using Panel modals to study the effect of the financial performance's index on the stock prices and the trading volume during the study period (2006-2014).

The study concluded the inefficiency of the official market of the Algerian Bourse and Saudi shares' market on the law level, it was also clear that Saudi shares' market is unable to make the deference among the included companies on the base of the financial performances during the period (2006-2014), because both market and investor's trust are more effected by the information related to the world economy and macroeconomics than sectoral information and those related to with the included companies.

Key words: Stock markets efficiency, financial performance, financial crisis, regular shares' evaluation, investor's trust.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء.....
II	الشكر والتقدير.....
III	الملخص.....
V	فهرس المحتويات.....
XI	قائمة الجداول.....
XIV	قائمة الأشكال.....
XVIII	قائمة الملاحق.....
XIX	قائمة المختصرات.....
01	المقدمة العامة.....
13	الفصل الأول: دور النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي من خلال أسواق الأوراق المالية.....
16	المبحث الأول: ماهية النظام المالي وعوامل استقراره.....
16	المطلب الأول: مفهوم النظام المالي ووظائفه.....
21	المطلب الثاني: هيكل النظام المالي واليات عمله.....
31	المطلب الثالث: عوامل استقرار النظام المالي.....
36	المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية.....
36	المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية وخصائصها.....
41	المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية.....
46	المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية.....

50	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي
51	المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له.....
57	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للعلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية.
60	المطلب الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي.....
69	خلاصة الفصل الأول.....
72	الفصل الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 بين المسببات والتداعيات على الاقتصاد العالمي.....
74	المبحث الأول : ماهية وأسباب الأزمات المالية
74	المطلب الأول: مفاهيم مرتبطة بالأزمات المالية
80	المطلب الثاني: العوامل المسببة للأزمات المالية وقنوات انتشارها.....
94	المطلب الثالث: أنواع وخصائص الأزمات المالية.....
100	المطلب الرابع : أهم الأزمات المالية إلى ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008
112	المبحث الثاني: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008
112	المطلب الأول: جذور وبداية الأزمة المالية العالمية 2008.....
117	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008
128	المطلب الثالث و ٤الات التصنيف الائتماني ومساهمتها في ظل الأزمة المالية العالمية.....
135	المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات العالمية واجراءات احتوائها.....
136	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي وخطط الانقاذ المعتمدة لاحتوائها.....
143	المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الاتحاد الأوروبي ..
150	المطلب الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربية.....
160	خلاصة الفصل الثاني.....

	الفصل الثالث: إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية ومتطلبات حماية المستثمرين أثناء الأزمات المالية.....
163	
164	المبحث الأول: متطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية.....
164	المطلب الأول: متطلبات المناخ الاستثماري.....
167	المطلب الثاني: المتطلبات القانونية.....
171	المطلب الثالث: متطلبات الاقتصاد الكلي.....
177	المبحث الثاني: إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية.....
177	المطلب الأول: مهام الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية.....
182	المطلب الثاني: آلية التعامل في أسواق الأوراق المالية.....
185	المطلب الثالث: شروط الإدراج في أسواق الأوراق المالية.....
189	المبحث الثالث: آليات حماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية.....
189	المطلب الأول: المستثمرون في أسواق الأوراق المالية.....
195	المطلب الثاني: الوسطاء والتقنيون والمتدخلون في أسواق الأوراق المالية.....
200	المطلب الثالث: اثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية.....
209	المطلب الرابع: الآليات المعتمدة من طرف إدارة أسواق الأوراق المالية لحماية المستثمرين
219	خلاصة الفصل الثالث.....
222	الفصل الرابع: دور الإفصاح المالي في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية
223	المبحث الأول: الإفصاح المالي كمصدر معلومات لتقييم الأداء المالي
223	المطلب الأول: مفهوم وأهمية الإفصاح المالي.....
226	المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المالي.....
230	المطلب الثالث: طرق وتوقيت الإفصاح المالي.....
239	المبحث الثاني: الأداء المالي وقيمة المؤسسة.....
239	المطلب الأول: ماهية الأداء ومختلف المفاهيم المرتبطة به

243	المطلب الثاني: مفهوم وأهمية الأداء المالي.....
247	المطلب الثالث: مفهوم القيمة وأنواعها.....
252	المبحث الثالث: الأدوات المستخدمة لقياس وتقييم الأداء المالي.....
252	المطلب الأول: التحليل المالي للبيانات المالية.....
255	المطلب الثاني: الأدوات التقليدية لقياس وتقييم الأداء المالي.....
267	المطلب الثالث: الأدوات الحديثة لقياس وتقييم الأداء المالي.....
275	خلاصة الفصل الرابع.....
277	الفصل الخامس: الاستثمار وتقييم الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
279	المبحث الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية
279	المطلب الأول: احتياجات ومصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية.....
290	المطلب الثاني: مفهوم وأنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
296	المطلب الثالث: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
310	المطلب الرابع: متطلبات ومؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
319	المبحث الثاني: أسس الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة السوق ..
319	المطلب الأول: مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية.....
326	المطلب الثاني: مساهمة مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء استراتيجية الاستثمار
337	المطلب الثالث: مفهوم وأهمية التحليل الأساسي للأوراق المالية.....
346	المطلب الرابع: أدوات التحليل الأساسي.....
353	المبحث الثالث: طرق تقييم الأسهم ومؤشرات تحليلها
355	المطلب الأول: مدخل خصم التوزيعات لتقييم الأسهم.....
359	المطلب الثاني: مدخل الربحية لتقييم الأسهم.....
361	المطلب الثالث : مدخلا التدفقات النقدية والفرص الاستثمارية لتقييم الأسهم.....
364	المطلب الرابع: مؤشرات تحليل الأسهم.....
369	خلاصة الفصل الخامس.....

372	الفصل السادس: الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في اطار المالية السلوكية.....
374	المبحث الأول: المالية السلوكية وتشوهات أسواق الأوراق المالية
374	المطلب الأول: التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية.....
378	المطلب الثاني: مفهوم المالية السلوكية وأهميتها.....
381	المطلب الثالث: أنماط التمويل السلوكي.....
386	المبحث الثاني : التحليل الفني كأداة للتحليل في اطار المالية السلوكية
386	المطلب الأول: مفهوم وأسس التحليل الفني.....
389	المطلب الثاني: فرضيات نظرية دو DOW لتحليل الأسواق المالية.....
393	المطلب الثالث: نظريات فنية أخرى لتحليل الأسواق المالية.....
396	المبحث الثالث: أدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات.....
396	المطلب الأول: أدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية.....
402	المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني لأسهم الشركات.....
408	المطلب الثالث: مميزات وعيوب التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات.....
411	خلاصة الفصل السادس.....
414	الفصل السابع: دور التطور التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح والأداء في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة.....
415	المبحث الأول: ظروف النشأة والتطور لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة
415	المطلب الأول: ظروف نشأة وتطور بورصة الجزائر.....
420	المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.....
423	المبحث الثاني: دور الإطار التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح بأسواق الأوراق المالية محل الدراسة.....
423	المطلب الأول: الإطار التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر.....
431	المطلب الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأسهم السعودي.....
439	المطلب الثالث: متطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها في أسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة خلال الفترة 2006-2014.....
444	المبحث الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية محل دراسة خلال الفترة (2006-2014).
445	المطلب الأول: تطور أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)
449	المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)
459	خلاصة الفصل السابع.....

462	الفصل الثامن: اختبار كفاءة السوق وأثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول في ظل الأزمات المالية.....
464	المبحث الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الجزائر والسعودية
464	المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي.....
473	المطلب الثاني: اثر الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري.....
479	المبحث الثاني: اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة في ظل الأزمة المالية.....
479	المطلب الأول: منهجية دراسة كفاءة أسواق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف.....
484	المطلب الثاني: اختبار كفاءة بورصة الجزائر.....
490	المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي
497	المبحث الثالث: اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول للمؤسسات المدرجة.....
498	المطلب الأول: منهجية الدراسة القياسية
503	المطلب الثاني: منهجية ونموذج دراسة اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم
512	المطلب الثالث: اثر مؤشرات الأداء المالي على أحجام التداول.....
518	خلاصة الفصل الثامن.....
520	خاتمة عامة.....
538	قائمة المراجع.....
558	الملاحق.....
567	الملخص باللغة الاجنبية.....

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	93
2	معدلات النمو الاقتصادي السنوية لبعض دول أعضاء الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2007-2010 (الوحدة: %)	144
3	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول (سنة 2008)	201
4	معدلات التغيرات في مؤشرات البورصات العالمية خلال (2008-2011) (نقطة)	202
5	كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة	270
6	مستويات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية	308
7	القوائم المالية المختصرة و المفصلة و عدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول خلال الفترة (2006-2014)	443
8	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	445
9	تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	446
10	تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	447
11	تطور مؤشر معدل دوران السهم في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	448
12	تطور عدد الشركات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	450
13	القيمة السوقية والمؤشر العام خلال الفترة من 2006 إلى 2014	451
14	قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	453
15	عدد الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	454
16	عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	455

457	عدد الشكاوي في الفترة (2006 – 2014)	17
465	الشركات المرتفعة منذ انهيار السوق في 2006	18
466	الشركات الأقل انخفاضاً منذ انهيار السوق في 2006	19
466	الشركات الأكثر انخفاضاً منذ انهيار السوق في 2006	20
469	تطور إجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006 – 2014)	21
469	تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	22
470	تطور معدل النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	23
471	تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	24
472	تطور ميزان الحساب الجاري في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	25
473	تطور الناتج الداخلي الخام في الجزائر خلال الفترة (2006 – 2014)	26
474	تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	27
475	تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	28
476	تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2005-2014)	29
477	تطور احتياطي الصرف للجزائر خلال الفترة (2005-2014)	30
478	تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2006-2014)	31
486	نتائج إختبارات ADF على السلسلة DZAIRINDEX	32
488	نتائج إختبارات PP على السلسلة DZAIRINDEX	33
488	نتائج إختبارات KPSS على السلسلة DZAIRINDEX	34
493	نتائج إختبارات ADF على السلسلة TASI	35
495	نتائج إختبارات PP على السلسلة TASI	36
496	نتائج إختبارات KPSS على السلسلة TASI	37
507	العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم	38
508	معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم	39
511	معلومات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة	40
511	نتائج اختبار مضاعف Lagrange Breusch-Pagan LM	41
512	نتائج اختبار Hausman	42

43	العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع	513
44	معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع حجم التداول	514
45	معلومات نموذج الدراسة المقطرة باستخدام النماذج الثلاثة	516
46	نتائج اختبار مضاعف Lagrange Breusch–Pagan LM	517
47	نتائج اختبار Hausman	517

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	مكونات النظام المالي على أساس الاستحقاق	31
2	قنوات انتشار الأزمات المالية	88
3	العدد السنوي للأزمات المالية خلال الفترة 1970-2007	98
4	طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008	122
5	مقارنة بين اقتراض العائلات وادخارها في الولايات المتحدة	122
6	تطور أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك 1954-2008	124
7	تطور الدين الأمريكي بين عامي 2000-2010 "مليار دولار"	138
8	معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي للفترة 2000 إلى 2013	146
9	تطور الدين العام لبعض دول الاتحاد الأوروبي للفترة من 1982-2011 (الدين العام نسبة إلى الناتج المحلي الخام)	148
10	النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة 2008-2013 (%)	157
11	معدل ومجموع البطالة في العالم	158
12	تدهور أسواق الأوراق المالية نتيجة الأزمة المالية 2008	205
13	تراجع القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية جراء الأزمة المالية العالمية (الوحدة: مليار دولار)	206
14	تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية (2005-2009) (الوحدة: مليون دولار)	207
15	التغذية الراجعة كجهاز تحكم	281
16	نظام المعلومات حسب رؤية لوكاس	283
17	سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق	309
18	تطور القيمة السوقية للأسهم المحلية عن طريق المناطق الزمنية (تريليون دولار)	314
19	تطور مؤشر S&p500 خلال الفترة الممتدة من سبتمبر 2013 إلى جوان	332

	2014 (الوحدة مليار دولار)	
385	تأثير التأخير على اتخاذ القرار	20
393	أحجام التداول تؤكد اتجاه السعر	21
403	اتجاه حركة الأسعار	22
404	القوة النسبية للسهم	23
405	المستويات المساعدة والمقاومة	24
406	خريطة الرأس والأكتاف	25
407	خرائط الأعمدة	26
408	خرائط النقاط والأشكال	27
444	القوائم المالية المختصرة و المفصلة و عدد الإعلانات المنشورة على موقع التداول خلال الفترة(2006-2014)	28
445	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	29
446	تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	30
447	تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	31
448	تطور مؤشر معدل دوران السهم في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	32
450	تطور عدد الشركات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	33
451	القيمة السوقية والمؤشر العام خلال الفترة من 2006 إلى 2014	34
453	قيمة الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	35
454	عدد الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	36
455	عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)	37
457	عدد الشكاوي في الفترة (2006 - 2014)	38
465	مؤشر سوق الاسهم السعودي خلال ازمة 2006	39

469	تطور اجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006 - 2014)	40
470	تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	41
471	تطور معدل النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	42
471	تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	43
472	تطور ميزان الحساب الجاري في السعودية خلال الفترة (2006-2014)	44
474	تطور الناتج الداخلي في الجزائر الخام خلال الفترة (2006 - 2014)	45
475	تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	46
475	تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)	47
476	تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2005-2014)	48
477	تطور احتياطي الصرف للجزائر خلال الفترة (2005-2014)	49
478	تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2006-2014)	50
484	حركة مؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة الزمنية من 2007 الى 2014	51
484	دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لمؤشر DZAIRINDEX	52
485	الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر DZAIRINDEX	53
489	تطور الفروقات من الدرجة الاولى لمؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة من 2007 الى 2014	54
489	التوزيع الاحتمالي للسلسلة DDZAIRINDEX	55
490	حركة مؤشر سوق الاسهم السعودية خلال الفترة الزمنية من 2007 الى 2014	56
491	دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لمؤشر سوق الاسهم السعودي	57
492	الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الاسهم السعودي	58
496	تطور الفروقات من الدرجة الاولى لمؤشر سوق الاسهم السعودي خلال الفترة الزمنية من 2007 الى 2014	59
497	التوزيع الاحتمالي للسلسلة DTASI	60
508	علاقة سعر السهم بمكرر السعر	61
508	علاقة سعر السهم بالقيمة الدفترية	62

508	علاقة سعر السهم بالسعر على ربحية السهم	63
508	علاقة سعر السهم بالسعر السوقي على القيمة الدفترية	64
513	علاقة حجم التداول بمكرر السعر	65
513	علاقة حجم التداول بالقيمة الدفترية	66
513	علاقة حجم التداول بالسعر على ربحية السهم	67
513	علاقة حجم التداول بالسعر السوقي على القيمة الدفترية	68

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
1	النماذج الثلاثة لاختبار دلكي فولر المطور ADF لمؤشر DZAIRINDEX	559
2	نماذج اختبار PP لمؤشر DZAIRINDEX	560
3	نماذج اختبار KPSS لمؤشر DZAIRINDEX	561
4	النماذج الثلاثة لاختبار دلكي فولر المطور ADF لمؤشر TASI	562
5	نماذج اختبار PP لمؤشر TASI	563
6	نماذج اختبار KPSS لمؤشر TASI	564
7	الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوجودي	564
8	نموذج الانحدار التجميعي المقدر لنموذج السعر	565
9	نموذج التأثيرات الثابتة المقدرة: لنموذج السعر	513
10	نموذج التأثيرات العشوائية المقدرة لنموذج السعر	513
11	نموذج الانحدار التجميعي المقدر لنموذج الكمية	566
12	نموذج التأثيرات الثابتة المقدرة لنموذج الكمية	566
13	نموذج التأثيرات العشوائية المقدرة لنموذج الكمية	566
14	اختبار Hausman لنموذج السعر	566
15	اختبار Hausman لنموذج الكمية	566

قائمة المختصرات

OECD	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
SEC	لجنة الأوراق المالية والبورصات
ESMA	هيئة الأوراق والأسواق الأوروبية
NYSE	سوق نيويورك للأوراق المالية
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
MVA	القيمة السوقية المضافة
COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SGBV	شركة تسبير القيم
SGBVM	مؤسسة تسبير القيم المنقولة
DF	اختبار ديكي فولر المبسط
ADF	اختبار ديكي فولر المطور
KPSS	اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
DZAIRINDEX	مؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر
CMA	هيئة السوق المالية Capital Market Authority
IASC	لجنة معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards Board
TASI	مؤشر السوق المالية السعودية Tadawul All-Share Index
AMF	Autorité des marchés financiers
NASDAQ	الجمعية الدولية لنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية National Association Of Security Dealers Automated Quotation
FT-All – Share	مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم
FTSE	المؤشر فيناشل تايمز Financial Times Stock Exchange
EPIS	Electronic price information computer
TOPIC	Teletext out put of price information by computer
PRM	نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model
REM	نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

مقدمة عامة

تحظى الأنظمة المالية بأهمية متزايدة في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، فقد أصبحت المرآة العاكسة لاقتصاديات هذه الدول، انطلاقاً من الدور المهم الذي تلعبه في تعبئة ادخار الأفراد والمؤسسات وضمان انسياب الأموال بين الأعوان الاقتصاديين لتنمية اقتصاد الدول، هذا وتتنوع وتتعدد التصنيفات التي تستخدم في عرض مكونات النظام المالي المتمثلة في المتعاملين (المؤسسات المالية) والأسواق والأدوات المالية مع التطورات الاقتصادية في الوقت الحالي.

أسواق الأوراق المالية باعتبارها إحدى مكونات النظام المالي، تهدف بدورها إلى جذب المدخرات وتأمين الموارد التمويلية للمشاريع الاستثمارية وتحقيق عمليات تبادل الأوراق المالية. إن الحاجة إلى كفاءة تعبئة المدخرات ورفع كفاءة تخصيص الموارد المالية المتاحة، زاد من ضرورة الاهتمام بكفاءة أسواق الأوراق المالية التي تعني الأسواق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة، المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمستقبلية بشكل كامل، ويتوقف تحقيق هذه الكفاءة على توفر العوامل والمتطلبات التي تضمن القيمة العادلة للأوراق المالية المتداولة فيها من خلال تحسين كفاءة تسعير الأوراق المالية وكفاءة التشغيل، وكذا ضمان سيولة الأوراق المالية بالإضافة إلى رشادة المستثمر وعدالة السوق التي تستوجب المساواة بين كافة المستثمرين في الحصول على المعلومات.

كما زاد من أهمية ضمان كفاءة واستقرار أسواق الأوراق المالية، الأزمات المالية والانهيئات التي عرفت هذه الأسواق عالمياً، والتي نتج عنها افتقاد أو تراجع ثقة المستثمرين بها وبمكاتب المحاسبة والمراجعة نتيجة التلاعبات التي قامت بها مع بعض المؤسسات الكبرى، في ضوء ذلك يرجع عدد من الباحثين أسباب انهيار الكثير من المؤسسات في أسواق الأوراق المالية إلى نقص الشفافية في الإفصاح وعدم إظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية لهذه المؤسسات.

فقد تعرض الاقتصاد العالمي لأزمة مالية اقتصادية هي الأسوأ منذ الحرب العالمية الثانية، ظهرت تبعاتها بشكل واضح اعتباراً من منتصف عام 2008، حولت أداء الاقتصاد العالمي من فترة نمو في الأعوام القليلة الماضية إلى ركود، فعلى مستوى الدول المتقدمة انخفض معدل النمو في جميع هذه الدول بما فيها منطقة اليورو واليابان والولايات المتحدة، أما بالنسبة للدول النامية فتأثرها بهذه الأزمة بأن أقل حدة مقارنة بالدول المتقدمة، كما صاحب هذا التباطؤ في النمو ارتفاع

معدلات التضخم في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، وانخفاض نمو حجم التجارة العالمية.

وفي ما يتعلق بالتطورات على مستوى أسواق الأوراق المالية، فقد شهدت خلال سنة 2008 تقلبات كبيرة في أعقاب الأزمة المالية العالمية، فمع الإعلان عن إفلاس عدة بنوك أهمها بنك ليمان براذرز، بدأت أسواق الأوراق المالية العالمية تعاملاتها بانخفاض تاريخي في مؤشراتهما، وذلك مع ترقب خطة انقاذ القطاع المصرفي التي أرسلتها وزارة الخزانة إلى الكونغرس، وعلى أثر تلك الأزمة تأثرت أغلب أسواق الأوراق المالية بالمنطقة العربية بصورة كبيرة وشهدت انخفاضا حادا في مؤشراتهما، لأن أسواق الأوراق المالية بالدول العربية رغم ما لها من أهمية، خاصة بعد تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، ورغم مرور فترة زمنية - ليست بالقصيرة- على إنشاء هذه الأسواق والإصلاحات والجهود المبذولة، إلا أنها لا تزال تعاني من عدة نقائص وتواجهها العديد من العوائق -بدرجات متفاوتة من سوق إلى آخر- ، وبالتالي لم تؤدي الدور المطلوب منها ، خاصة في ظل الأزمات المالية المتعاقبة التي شهدتها الاقتصاد العالمي.

وبهدف حماية أسواق الأوراق المالية، خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية، واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة هذه الأسواق - بالتعاون والتنسيق مع جهات أخرى - العمل على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية بها، وشملت التدابير التي تم اتخاذها إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الاستثمار في الأوراق المالية ، تعديل نظم إدارة المحافظ الاستثمارية لحماية المستثمرين، تطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة.

من خلال ما سبق، سنتناول في هذا البحث أثر الأداء المالي في عملية تقييم الأسهم العادية، وكذا مدى قدرة الأداء المالي في الحفاظ على ثقة المستثمر (نقيسها من خلال مستوى أسعار الأسهم وأحجام التداول) في المؤسسات المدرجة بأسواق الأوراق المالية وقت الأزمات المالية، مما يمكننا من تحديد مدى كفاءتها التسعيرية في ظل الأزمات المالية، وهل تتمكن هذه الأسواق من التفرقة عند تسعير الأسهم العادية بين المؤسسات على أساس الأداء المالي المحقق، ومن خلال ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

ما مدى أهمية الأداء المالي في تقييم أسهم المؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية وهل تفرق هذه الأسواق أثناء الأزمات المالية بين المؤسسات على أساس الأداء المالي من خلال انعكاس هذه التفرقة على ثقة المستثمر مجسدة في الأسعار السوقية وأحجام التداول على الأسهم العادية ؟

وبهدف التحكم في الموضوع نجزئ هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أهم الاسباب والنتائج المترتبة على الأزمة المالية العالمية؟
- لماذا تعد أسواق الأوراق المالية من أكثر مكونات النظام المالي تأثراً بالأزمات المالية ؟
- كيف يمكن للمستثمر في أسواق الأوراق المالية أن يفاضل بين استثماراته من خلال الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية الصحيحة ؟ وهل تقدم التقارير المالية المنشورة في هذه أسواق الحد الأدنى من المعلومات لدعم عملية الاستثمار في الأوراق المالية؟
- ماهي الجهود والاجراءات المتخذة من طرف الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية لحماية المستثمرين واسترجاع ثقتهم، وضمان كفاءة واستقرار هذه الأسواق في ظل الأزمات المالية؟
- هل تتسم أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بالكفاءة عند المستوى الضعيف؟
- هل تساهم القوائم المالية وباقي المعلومات المفصح عنها في عملية تقييم الأسهم العادية والحفاظ على ثقة المستثمر في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية ؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي ونسبة التغير في أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي ونسبة التغير في حجم التداول على الأسهم في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية ؟

على ضوء هذه الأسئلة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- جاءت الأزمة المالية العالمية 2008 في الدرجة الأولى بسبب انعدام أخلاق الأعمال ونقص الإفصاح والشفافية وضعف القواعد والأطر الرقابية والإشرافية الداعمة لاستقرار الأنظمة المالية.
- انخفاض رشادة وثقة المستثمر هو السبب الرئيسي للتأثر الكبير لأسواق الأوراق المالية بالأزمات المالية.

- تقدم التقارير المالية المنشورة في أسواق الأوراق المالية الحد الأدنى فقط من المعلومات لتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ومن ثم المساعدة في اتخاذ قرار الاستثمار على الأسس والمبادئ العلمية الصحيحة.
- تمكنت الاجراءات المتخذة من طرف الهيئات المنظمة من حماية واسترجاع ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية.
- المؤشران DZAIRINDEX و TASI يسيران بشكل عشوائي ومنه أسواق الأوراق المالية محل الدراسة تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف .
- تساهم القوائم المالية ومؤشرات الأداء المالي المفصح عنها في عملية تقييم الأسهم العادية والحفاظ على ثقة المستثمر في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008.

ويمكن صياغة الفرضيات الفرعية التالية لهذه الفرضية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي للشركات المدرجة و أسعار أسهمها العادية في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي للشركات المدرجة وحجم التداول على أسهمها العادية في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008.

أهداف البحث:

على ضوء الإشكالية والفرضيات والمنهج المتبع، يهدف البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- تحديد أهم أسباب التأثير الكبير لأسواق الأوراق المالية بالأزمات المالية مع التركيز على الأزمة المالية العلمية 2008؛
- دراسة دور القوانين التنظيمية واللوائح التنفيذية في ادارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية لضمان استقرارها وحماية المستثمرين فيها؛

- تحديد متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية واحتياجات المستثمرين من المعلومات لاتخاذ قرارات الاستثمار؛
- تحديد أهمية الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية في تقييم الأسهم العادية ونسبة مساهمتها في عملية التقييم مقارنة بباقي مصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية؛
- الوصول إلى نفي أو إثبات كفاءة أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية وتحديد أهم التشوهات الملاحظة على مستوى هذه الأسواق؛
- تحديد أهمية القوائم المالية-بيانات قياس الأداء المالي - المعدة على أساس معايير المحاسبة الدولية في استرجاع ورفع ثقة المستثمر في المعلومات المفصح عنها؛
- تحديد أهم مؤشرات الأداء المالي المعتمدة من طرف المستثمرين في تقييم الأسهم العادية.

مبررات اختيار موضوع البحث:

من أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار موضوع هذا البحث الموسوم بأثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية أثناء الأزمات المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر، ما يلي:

- التأثير الكبير لأسواق الأوراق المالية بالأزمات المالية المتعقبة؛
- الجدل الكبير حول كفاءة أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية؛
- معرفة مدى إمكانية أسواق الأوراق المالية التفرقة بين المؤسسات المدرجة على أساس الأداء المالي المحقق، خاصة أثناء الأزمات المالية مع التركيز على الأزمة المالية العالمية 2008؛
- معرفة واقع الإفصاح المالي في بورصة الجزائر باعتباره مصدر قياس الأداء المالي للمؤسسات المدرجة، خاصة في ظل الإصلاحات المحاسبية التي انتهجتها الجزائر من خلال تطبيق النظام المحاسبي المالي الذي يتماشى مع معايير المحاسبة الدولية؛
- دراسة وتحليل واقع سوق الأسهم السعودي للاستفادة من هذه التجربة في تطوير وتنشيط بورصة الجزائر خاصة في مجال الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بالشركات المدرجة.

المنهج المتبع:

بالنظر لطبيعة موضوع هذه الدراسة وبغية الوصول إلى كافة أهدافها، تم الاعتماد على عدد من المناهج المستعملة في الدراسات الاقتصادية، حيث يتم توظيف كل منها كلما دعت الحاجة البحثية لذلك، فسيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، وحتى تكون الدراسة أكثر عمقا وشمولية سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة في الجانب التطبيقي، حيث سيتم اختيار عينة من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي ، وجمع البيانات اللازمة حولها إحصائيا ومن ثم الخروج ببعض النتائج حول أهمية الأداء المالي في الحفاظ على ثقة المستثمر وفي عملية تقييم الأسهم العادية للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة أثناء الأزمات المالية .

حدود البحث:

سنتناول في هذا البحث اثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة 2006 إلى 2014 ، - أثناء الأزمات المالية - من خلال اعتماد مؤشرين لقياس ثقة المستثمر هما السعر السوقي وحجم التداول ، واعتماد المؤشرات المالية للمؤسسات المدرجة المفصح عنها على موقع تداول لدراسة اثرها على هذين المؤشرين، كما أن الدراسة القياسية ستقتصر على سوق الأسهم السعودي فقط، نظرا لعدم توفر العدد الكافي من الشركات المدرجة على مستوى السوق الرسمي ببورصة الجزائر، والبالغ عددها 5 شركات فقط بنهاية فترة الدراسة.

صعوبات البحث:

اعترى هذا البحث صعوبة جمع المعلومات حول القوائم المالية ومؤشرات الأداء المالي للعينة المختارة من مجموع المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، ما أثر سلبا على طول فترة الدراسة.

الدراسات السابقة لموضوع البحث:

وفي حدود علمنا، تم تناول موضوع أثر مؤشرات الأداء المالي على عملية تقييم أسهم الشركات المدرجة وعلى ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في الأبحاث العلمية الموالية:

دراسة: سامح مؤيد العطوط، مفيد الظاهر. أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم (دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية)، (2010).
مقالة بمجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات

تناولت هذه الدراسة أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، على اعتبار أن عوائد الأسهم تتأثر بكثير من العوامل، منها التدفقات النقدية التي تحققها الشركة، شملت عينة الدراسة الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوصلت إلى عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في السوق.

دراسة: خريوش، علي حسين، "تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية"، مقالة نشرت بالمجلة العربية للعلوم الإدارية الصادرة عن الجامعة الهاشمية سنة 2003: هدفت إلى قياس علاقة التدفقات النقدية بالقيمة السوقية لأسهم البنوك والشركات المساهمة الأردنية، وبيان أثر سلوك التدفقات النقدية على الوضع المالي لهذه الشركات وانجازاتها، غطت الدراسة ست عشرة شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2002 والتي سبق تأسيسها عام 1998 للفترة الممتدة ما بين 1998-2001. تم بناء نموذج وتحليل نتائج هذا النموذج إحصائياً باستخدام الانحدار المتعدد. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للسهم وصافي التدفقات النقدية، وبين صافي التدفقات النقدية منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل، الالتزامات قصيرة الأجل وحقوق الملكية.

دراسة: إنعام محسن حسن زويلف، الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودورها في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي: هدفت الدراسة إلى الكشف عن مدى مساهمة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي، وبيان أهمية توفير هذه المعلومات للمستثمرين، ولتحقيق أهداف

البحث قام الباحث بإجراء دراسة ميدانية على عينة من شركات الوساطة العاملة في سوق عمان المالي، وقد تبين من نتائج الدراسة أن الشفافية في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تلعب دورا في التخفيف من آثار الأزمة المالية العالمية على السوق المالي وإعادة ثقة المستثمرين فيه، إذ تساهم بدرجة مرتفعة في إقناع المستثمرين بعدالة القوائم المالية وزيادة حجم الاستثمار وتخفيض مخاطر الاستثمار.

دراسة: ددان عبد الغني. قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة، أطروحة دكتوراه بجامعة الجزائر خلال السنة الجامعية 2009/2008: تناولت مفهوم الأداء المالي وأسلوب قياسه وتقييمه - في ظل محيط يتميز بعدم التأكد وتأثير العوامل الاقتصادية - من خلال ثلاثة مناظير، البعد المحاسبي، البعد المالي، البعد الاقتصادي، يأتي هذا في ظل غياب مفهوم موحد تام للأداء المالي ومحدداته. حيث ركزت على تحليل وسلوك الأداء المالي (للمؤسسات المسعرة في كل من بورصة الجزائر وبورصة باريس) من خلال : قيمة المؤسسة ، معدل النمو، الهيكل المالي ، بناءا على المؤشرات المالية والاقتصادية ، بفضل المحاكاة والنمذجة المالية ، بهدف تصنيف المؤشرات في مجموعات متجانسة من حيث درجة تأثيرها على مقاييس الأداء ، حيث تكتسي كل مجموعة معامل ترجيحي يميزها عن غيرها ، فضلا عن تحديد مجالات تغير كل مؤشر وفق ما تمليه طريقة " مونتي كارلو " لتحاكي ، الأمر الذي يضع أمام مسيري المؤسسة عددا لا نهائيا من السيناريوهات المولدة . وفي هذا السياق ، يمكن إرساء نموذج للإنذار المبكر ، تقاديا للخطر والعسر المالي على غرار المعرفة المسبقة لأداء المؤسسة مقارنة بمثيلاتها من خلال تبني قرارات مالية صائبة.

دراسة للباحثين :

Hwei Cheng Wang , Hsain-Jane Chang. The Association Between Accounting Information Disclosure And Stock Price. Global Journal of Business Research, (2008).

يبحث في العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وسعر السهم، حيث ركزت الدراسة على البحث فيما إذا كان الإفصاح بشكل أكبر عن المعلومات سوف يكون له أثر أكبر على الربح المحاسبي (ربحية السهم الواحد EPS) وسعر السهم ، وتم إجراء مسح على الإفصاح عن المعلومات والشفافية في الشركات، من خلال الشركات المدرجة في بورصة تايوان للأوراق المالية في عام

2004 ، وأشارت النتائج إلى أن الشركات التي تقدم درجة عالية من الإفصاح عن المعلومات، يكون الارتباط لديها أكبر بين الربحية المحاسبية وسعر السهم مقارنة بتلك الشركات التي تكون لديها درجة الإفصاح أقل . كما أن النتائج تقدم دليلا كافيا على أن هناك علاقة جوهريّة إيجابية بين القيمة الدفترية وسعر السهم، وكذلك بين ربحية السهم وسعر السهم.

Anandarajan, Asokan. and others .the role of earnings and book values in pricing stocks: evidence from turkey , *CRIF Working Paper series*. (2005).

هدفت هذه الدراسة (مقالة) إلى تحديد العوامل المرتبطة بتقييم الأسهم في الأسواق الناشئة حديثاً- تركيا نموذجاً- مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول المتقدمة، حيث تشير البحوث إلى أن ربحية السهم والقيمة الدفترية هي المسببات المهمة لتقييم الأسهم. أما في تركيا فقد أظهرت الدراسة أن الأرباح المحققة لديها محتوى معلوماتي تتخفف أهميته مع مرور الوقت. أما القيمة الدفترية المعدلة للتضخم لديها ارتباط أقوى مع قيم الأسهم في ظل بيئة تضخمية ومحفوفة بالمخاطر ، كما أظهرت هذه الدراسة أن الأرباح والقيمة الدفترية المعدلة حسب التضخم مجتمعة تقريبا تفسر ما يقرب من 75 في المئة من التباين في أسعار الأسهم في تركيا.

هيكل البحث:

من أجل الوصول إلى النتائج المنتظرة من هذه الدراسة، سيقسم البحث إلى ثماني فصول مع مقدمة وخاتمة، وهذا كما يلي:

الفصل الأول: سيخصص لدور النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي من خلال أسواق الأوراق المالية، فيكون المبحث الأول لماهية النظام المالي وعوامل استقراره، والمبحث الثاني لماهية أسواق الأوراق المالية وسيتناول المبحث الثالث أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

الفصل الثاني: نتناول فيه الأزمة المالية العالمية 2008 بين المسببات والتداعيات على الاقتصاد العالمي ، فسيكون المبحث الأول لماهية وأسباب الأزمات المالية، والمبحث الثاني لجذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008، وسيتناول المبحث الثالث أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الاقتصاد العالمي واجراءات احتوائها.

الفصل الثالث: ينقلنا إلى إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية ومتطلبات حماية المستثمرين أثناء الأزمات المالية، فسيكون المبحث الأول لمتطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية، والمبحث الثاني لإدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية، وسنتطرق في المبحث الثالث لآليات حماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية .

الفصل الرابع: سنتناول فيه دور الإفصاح المالي في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية، فسيكون المبحث الأول للإفصاح المالي كمصدر معلومات لتقييم الأداء المالي، والمبحث الثاني للأداء المالي وقيمة المؤسسة ، وسيتناول المبحث الثالث الأدوات المستخدمة لقياس وتقييم الأداء المالي.

الفصل الخامس: سنتطرق فيه إلى الاستثمار وتقييم الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية ، فسيكون المبحث الأول لكفاءة أسواق الأوراق المالية ، والمبحث الثاني لأسس الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة السوق ، وسيتناول المبحث الثالث طرق تقييم الأسهم ومؤشرات تحليلها .

الفصل السادس: نتناول فيه الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية، فسيكون المبحث الأول للمالية السلوكية وتشوهات أسواق الأوراق المالية، والمبحث الثاني للتحليل الفني كأداة للتحليل في ظل المالية السلوكية، والمبحث الثالث لأدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات .

الفصل السابع: سنتطرق فيه إلى دور التطور التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح والأداء في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة ، فسيكون المبحث الأول لظروف النشأة والتطور لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة ، والمبحث الثاني لدور الإطار التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح بأسواق الأوراق المالية محل الدراسة، وسيتناول المبحث الثالث أداء أسواق الأوراق المالية محل دراسة خلال الفترة (2006-2014).

الفصل الثامن: سيخصص لاختبار كفاءة السوق وأثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام تداول الأسهم في ظل الأزمات المالية، فسيكون المبحث الأول لتداعيات الأزمة المالية العالمية

على اقتصاديات الجزائر والسعودية، والمبحث الثاني لاختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة في ظل الازمة المالية ، وسيتناول المبحث الثالث أثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي .

وفي الأخير سيتم اختتام هذا البحث بخاتمة عامة تتضمن ملخص شامل واختبار فرضيات هذه الدراسة، مع إبراز النتائج التي تم التوصل إليها وتقديم اقتراحات وتحديد الآفاق المستقبلية لهذه الدراسة.

الفصل الأول

دور النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي من خلال أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يعد النمو الاقتصادي من الأهداف الأساسية التي تسعى إلى تحقيقها مختلف الدول مهما كان نظامها الاقتصادي، ومهما كانت مرحلة التقدم أو التخلف التي بلغته، ويصف النمو الاقتصادي بأنه حصيلة عملية معقدة ومتشابكة، تتضافر لإنجاحها عوامل اقتصادية واجتماعية وسياسية ومؤسسية، وتعيقها عقبات داخلية وخارجية يجب العمل على تخطيها وتجاوزها.

ويعد وجود نظام مالي متطور وفعال من العوامل الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد، فمن خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقرضين، يشجع النظام المالي الادخار والاستثمار، ويحث أيضا على التوجيه الأمثل للأموال نحو الاستثمارات المجزية، كما يقدم مجموعة من الخدمات المالية كتحويل الأموال والضمانات وإدارة المخاطر والتخطيط المالي وإدارة الاستثمار والخدمات الاستشارية .

وكنتيجة لرفع القيود وإزالة المعوقات في عدد كبير من الاقتصاديات والتطورات السريعة في تقنية المعلومات ووسائل الاتصالات، فتح الاندماج العالمي للأسواق المالية -خلال العقدين الماضيين من القرن العشرين- آفاقا جديدة لتعبئة الموارد المالية وتوظيفها بفاعلية أكبر لدعم النمو الاقتصادي، إلا أن تزايد الاندماج المالي -في الوقت نفسه- أوجد مخاطر وتحديات جديدة، فالتدفقات الرأسمالية الكبيرة قد تخفف من التمويل الخارجي لبلد ما، إلا أنها قد تؤثر أيضاً بصورة سلبية على استقراره الاقتصادي ، لذلك فمن الضروري أن يكون النظام المالي المحلي مستقرا على

نحو ملائم لمواكبة المخاطر المرتبطة بعملية العولمة بوجه عام والاندماج العالمي للأسواق المالية بوجه خاص.

هذا وتتنوع وتتعدد التصنيفات التي تستخدم في عرض مكونات النظام المالي المتمثلة في المتعاملين (المؤسسات المالية) والأسواق والأدوات المالية مع التطورات الاقتصادية في الوقت الحالي، خاصة لما تلعبه هذه الأخيرة من خلال ما توفره من بدائل تساهم في تلبية الاحتياجات المالية لمختلف الوحدات الاقتصادية، مما يجعل النظام المالي يرتبط بعمليات النمو الاقتصادية. وأسواق الأوراق المالية باعتبارها مكون من مكونات النظام المالي تهدف بدورها إلى دعم النمو الاقتصادي من خلال ما تقدمه من خدمات، بشرط توفر العوامل الضرورية لإنشاء وتنشيط هذه الأسواق من مناخ استثماري ملائم وجملة من القوانين التنظيمية والرقابية. ومن خلال ما سبق سنتطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ماهية النظام المالي وعوامل استقراره؛
- ماهية أسواق الأوراق المالية؛
- أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

المبحث الأول: ماهية النظام المالي وعوامل استقراره

يهدف النظام المالي أساساً لتمويل الاستثمارات وتسوية المعاملات، حيث تعد مهمته الأولى هي ضمان انسياب الأموال من خلال تحويلها من الأعوان الاقتصاديين المدخرين إلى الأعوان الاقتصاديين الراغبين في الاقتراض الذين نفقاتهم تفوق مداخيلهم في فترة زمنية معينة، وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم ووظائف ومكونات وعوامل دعم استقرار النظام المالي من خلال المطالب الثلاثة التالية:

المطلب الأول: مفهوم النظام المالي ووظائفه

سيتم الوقوف على جميع الصفات والخصائص والوظائف الدالة والموضحة لمصطلح النظام المالي من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم النظام المالي

عرفت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) النظام المالي بأنه : نظام يتكون من الوحدات المؤسسية والأسواق التي تتفاعل - وعادة بطريقة معقدة - لغرض حشد الأموال للاستثمار، وتقديم التسهيلات، بما في ذلك نظم الدفع وتمويل النشاط التجاري.¹

كما يعرف النظام المالي بأنه "تجمع من الأسواق والمؤسسات والقوانين والتنظيمات والأساليب التي من خلالها تتم المتاجرة بالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، ويتم من خلاله تقرير معدلات سعر الفائدة وإنتاج واستلام الخدمات المالية محلياً ودولياً".²

¹oecd, Financial system, definition, Glossary of statistical terms, web site:

<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6189> (consultation date: 23/02/2012).

² محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، عمان: ثراء للنشر والتوزيع، (2009)، ص 185.

يعرف النظام المالي أيضا بأنه: "مكان التقاء عرض الأموال (الادخار) بالطلب عليها (الاستثمار)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي".³

كما يعرف النظام المالي بأنه: "آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة، والتي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية، وبذلك فإن السوق التمويلية تحول الموارد المالية من الوحدات التي لا تملك القدرة والرغبة على الاستثمار إلى الوحدات التي تتوافر لديها الفرص الاستثمارية، وتمتلك القدرة على الاستثمار".⁴

أي أن النظام المالي هو مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض مدخرات الأفراد والمؤسسات الاقتصادية من قطاعات المجتمع ذوي الفائض الذين يرغبون في التخلي لبعض الوقت عن فائض أموالهم ، إلى ذوي الحاجة لهذه الفوائض من الأعوان الاقتصاديين عن طريق الوسطاء الماليين وفقا لسياسة معينة وخلال فترة زمنية محددة، بحيث تحدد دور هذه المؤسسات في الوساطة بين عرض رؤوس الأموال والطلب عليها ، وبحيث عمل هذه المؤسسات إلى جانب المؤسسات المنظمة للسوق لتشكّلان معا الهيكل المؤسسي للنظام المالي.⁵

³ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية والنشر، (2000)، ص 20.

⁴ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية :مؤسسة شباب الجمعية ، (2005)، ص 3.

⁵ محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة: كلية الشريعة والقانون، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، 6-7-8 مارس 2006، ص3.

ويعد النظام المالي واحدا من الأمور الأكثر أهمية التي تم إرسائها من قبل المجتمع الحديث، حيث تعد مهمة تداول الأموال المهمة الأولى للنظام المالي⁶ من خلال تحويلها من الأعوان الاقتصاديين (العائلات، المؤسسات، الجماعات المحلية) المدخرة - لأن نفقاتهم أقل من مداخيلهم - إلى الأعوان الاقتصاديين الراغبين في الاقتراض الذين نفقاتهم تفوق مداخيلهم، أي أن النظام المالي يقوم بالوساطة بين الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم طاقة تمويلية والأعوان الاقتصاديين الذين لديهم عجز في التمويل⁷، والنظام المالي يجعل من الممكن ربط فائض الموارد الاقتصادية مع هذا العجز من خلال ما يسمى بالتمويل المباشر والتمويل غير المباشر⁸.

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن النظام المالي هو عبارة عن آلية أو نظام يهدف إلى تفاعل وتضافر مجموعة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والتنظيمات لتسهيل انسياب الأموال بين الأعوان الاقتصاديين المتمثلين في وحدات العجز ووحدات الفائض، بهدف تمويل الاستثمارات وتسهيل وتسوية المعاملات فيما بينهم.

الفرع الثاني: وظائف النظام المالي

يؤدي النظام المالي عدة وظائف منها المباشرة أو غير المباشرة المتعلقة أساسا بتخصيص الموارد المالية، فكلما كان هذا الأخير أكثر تطورا كلما كان دوره أكثر أهمية، وباعتبار النظام المالي

⁶ محمد صالح القرشي، المرجع المذكور سابقا، ص 185.

⁷ Frederic Mishkin, et autres, Monnaie banque et marchés financiers , paris : pearson. (2010), P : 27. Site web : <http://books.google.fr/books?id=JD-zQj6PqN8C&pg=PA36&dq=Le+march%C3%A9+mon%C3%A9taire&hl=fr&sa=X&ei=ilHIT9isFa714QSqvDEAQ&ved=0CEcQ6AEwAg#v=onepage&q=Le%20march%C3%A9%20mon%C3%A9taire&f=false> (consultation date 23/02/2012).

⁸ Définition de Système financier – Lexique de finance, web site: http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_systeme_financier.html (consultation date 11/12/2011).

لا يقتصر فقط على التكيف بين الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم فائض أو عجز في التمويل، بل يؤدي خدمات أخرى هي من الأهمية بمكان لتطور الاقتصاد والتي تتمثل في:⁹

أولاً - تحويل الموارد في الزمن والمكان

يوفر النظام المالي منافذ لتعبئة ادخار الأفراد والمؤسسات، مما يؤدي إلى تأجيل الاستهلاك في الوقت الحاضر من أجل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل أي الاتجاه نحو الاستثمار، فيسهل تحريك وتحويل الأموال عبر الزمن، علاوة على ذلك يلعب النظام المالي دوراً مهماً في تحويل الموارد من مكان إلى آخر (من بلد إلى آخر)، حيث يوفر النظام عدداً متنوعاً ومختلفاً من الأدوات التي تسمح بانتقال الموارد المالية إلى المكان الذي يسمح بتوظيفها على أحسن وجه، وبذلك تنتقل الأموال من المكان الأقل مردودية إلى المكان الأكثر مردودية، فتزيد فعالية النظام المالي في تحقيق أحسن تخصيص للموارد.

ثانياً - نظام التعويض والدفع

تعد وظيفة توفير وسائل التعويض والدفع من أهم الوظائف التي يؤديها النظام المالي من خلال تقديم القروض والائتمان، لتمكين الأفراد والمؤسسات من القيام بدفع التزاماتهم المالية بطريقة فعالة في كل مرة يريدون فيها شراء السلع والخدمات، وذلك بوضع نظام دفع فعال يوفر على العائلات والمؤسسات الجهد والوقت، حيث ساهم التطور المتتالي للنقود من النقود الورقية

⁹ انظر:

José Angelo Mazzillo Junior, the structure of the us banking system and banking supervision, The George Washington University, web site:

<http://www.gwu.edu/~ibi/minerva/Fall1998/Jose.Mazzillo.html> (consultation date: 21/03/2012)

Zvi bodie, et autres.finance, paris :Pearson éducation, 2 éme édition, (2007).

إلى الشيكات ثم بطاقات القرض والتحويلات الالكترونية للأموال في فعالية النظام المالي.

ثالثا - الاشتراك في الموارد وتجزئة الملكية

يوفر النظام المالي ميكانيزمات (مثل البورصة والبنوك) الاشتراك أو تجميع ثروات العائلات لوضعها تحت تصرف المؤسسات والافراد ، أما من وجهة نظر الاستثمار يمكن النظام المالي المستثمرين الصغار من استثمار أموالهم في مؤسسات ذات حجم كبير من خلال تجزئة الملكية بين عدة أشخاص، و بالتالي يوفر لهم إمكانية المشاركة في الاستثمارات ذات الحجم الكبير وزيادة ارباحهم الموزعة من هذه الحصص الاستثمارية.

رابعا- توفير السيولة

يهتم المستثمرون كثيرا بسيولة استثماراتهم المالية، والسيولة تعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر ، حتى يتمكن المستثمر من الاستجابة بسرعة للفرص الجديدة، أو الأحداث غير المتوقعة، وهذا ما يؤديه النظام المالي من خلال الأسواق المالية والوسطاء الماليين الذي يوفر نظاما للمتاجرة يجعل من هذه الأصول أكثر سيولة، فالقدرة على تحويل الأصول منخفضة السيولة إلى حقوق سائلة بالصورة التي يرغب فيها المدخر أحد مقاييس كفاءة النظام المالي.

خامسا - المشاركة في تحمل المخاطر

لا ينقل النظام المالي الأموال فقط بل ينقل أيضا المخاطر، فشركات التأمين مثلا هي وسيط مالي متخصص في تحويل المخاطر، ففي غالب الأحيان الأموال والمخاطر هما متصلان مع بعضهما البعض ويتم نقلهما عبر النظام المالي، ويوفر النظام المالي عملية المشاركة في تحمل المخاطرة من خلال تمكين المدخر من الاحتفاظ بالعديد من الأصول المالية يطلق عليها

اصطلاحاً "المحفظة المالية"، خاصة وأن أغلب المستثمرين لا يحبون المخاطرة ، فتنويع هذه المحفظة يجعل من التقلبات الحادة في قيمة المحفظة تتخفف باعتبار أن عوائد الاستثمار داخل المحفظة لا تتغير بنفس الطريقة.

سادساً- تجميع ونقل المعلومات

تمثل خدمة تجميع ونقل المعلومات خدمة رئيسية يقدمها النظام لكل من المدخرين والمستثمرين، بالقيام بدورين الأول هو تجميع المعلومات التي تدور حول المقترضين المحتملين وما للذي سيفعلونه بتلك الأموال التي سيحصلون عليها، فالحصول على هذه المعلومات سيكون مكلفاً ويستغرق كثيراً من الوقت بالنسبة للمدخرين للذين يهتمهم بالطبع معرفة كل الحقائق قبل إقراضهم أموالهم للغير، فهناك بعض من أجزاء النظام المالي تتخصص في جمع المعلومات والرقابة عليها باستمرار.

لأما الدور الثاني الذي يقوم به النظام المالي فهو نقل (توصيل) المعلومات، وتضطلع الأسواق المالية بهذا الدور، فهي تقوم بإدخال هذه المعلومات في أسعار الأسهم والسندات وباقي الأصول المالية للشركة، ويستفيد المستثمرون والمقترضون من المعلومات التي يحصلون عليها من النظام من خلال النظر إلى عوائد الأصل محل الاهتمام، حيث أن إدخال المعلومات المتاحة في عوائد الأصول أو الاستثمارات المالية هو الظاهرة المميزة للأسواق المالية التي تؤدي عملها بكفاءة. أي أن كل هذه النقاط السابقة الذكر تمكن النظام المالي من تأدية وظائفه الأساسية المتمثلة في: التخصيص الكفء للموارد المالية؛ نظام للدفع؛ تعبئة المدخرات؛ تحويل الموارد؛ إدارة المخاطر؛ إنتاج المعلومات؛ حل مشاكل الحوافز.

المطلب الثاني: هيكل النظام المالي وآليات عمله

بعد التطرق إلى مفهوم النظام المالي والوظائف المنوطة به ، سنتناول في هذا المطلب

مكونات النظام المالي المتمثلة في وحدات الفائض والعجز المالي وأسواق المال والوسطاء الماليون والأدوات المالية¹⁰، بالإضافة إلى البنوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين والبنوك المركزية والسلطات التنظيمية والرقابية، هذه المؤسسات والأسواق تقدم إطار العمل لتمكين النظام المالي من تأدية وظائفه بكفاءة من خلال التوجيه الأمثل للمدخرات نحو الاستثمارات الداعمة النمو الاقتصادي¹¹، مع التتويه إلى وجود العديد من التقسيمات للنظام المالي وأبرزها الذي يجرئها على أساس الاستحقاق إلى سوقين السوق النقدية وسوق رأس المال لكل منها جملة من خصائصها ومجموعة من المؤسسات المتعاملة بها ، التي سيتم بحثها فيما يلي:

الفرع الأول: مكونات النظام المالي

يتكون النظام المالي وفقا للتقسيم على أساس الاستحقاق مما يلي:

أولاً- السوق النقدية:

تعد السوق النقدية إحدى مكونات النظام المالي التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن السنة، وسيتم التطرق في هذه النقطة إلى تعريف هذه السوق ومكوناتها من خلال ما يلي:

أ-تعريف السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية بأنها السوق التي يتم فيها التعامل في أوعية قصيرة الأجل لا تزيد عن السنة، تتميز تلك الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها، وأهم المؤسسات التي تعمل في السوق

¹⁰ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء، أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي، ص5.

<http://www.lsm.ly/Arabic/Studies/Pages/StudiesDownload.aspx> (تاريخ المعاينة 2012/07/30).

¹¹ Financial System Soundness, International Monetary Fund, March 30, 2012, web site: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/banking.htm> (consultation date :26/06/2012).

النقدية هي البنك المركزي والبنوك التجارية.¹²

كما تعرف بأنها سوق مفتوحة تنافسية، تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية السوق المعنية بهذه الأدوات جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى سيولة¹³، أي تتحدد هذه السوق بناءا على نضج الأدوات المالية المتداولة والتي استحقاقها الأصلي أقل من السنة، لذا تتميز بسيولة عالية إذ يتم تداولها عموما أكثر من الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل.¹⁴

أيضا تعرف السوق النقدية وفق المفهوم الضيق على أنها المكان الذي يتم فيه تبادل نقود البنك المركزي عن طريق تحريك الحساب الجاري لدى مؤسسة الإصدار. وتعرف وفق المفهوم الواسع بأنها سوق الأموال القصيرة الأجل أو الإقراض والاقتراض للأموال القصيرة الأجل، حيث تعرض الأموال وتطلب فيما بين الهيئات المالية التي حققت فوائض والهيئات التي تعاني من العجز.¹⁵ أي تتميز السوق النقدية بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة ومنح الائتمان قصير الأجل المنحصر استحقاقا بين يوم واحد وسنة، وتخضع هذه السوق إلى سيطرة البنك المركزي الذي ينظم ويراقب المتعاملين في هذه السوق.

وتختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر، وذلك تبعا لدرجة تطور هذه السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا تتكون السوق النقدية من سوقين فرعيين، تتمثل الأولى في سوق الخصم وفيها تخصم الأوراق التجارية من كمبيالات وأذونات

¹² عاطف وليم أندراوس، المرجع المذكور سابقا، ص4 .

¹³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار صفاء للنشر، (2003)، ص 69.

¹⁴ Frederic Mishkin, et autres, op.cit, p36 .

¹⁵ سميح مسعود، الموسوعة الاقتصادية مع ملاحق لأهم الاتفاقيات الاقتصادية العربية، الجزء الأول، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2008)، ص 369.

الخزانة، وتؤدي البنوك التجارية والبنوك المركزية دورا كبيرا في هذا السوق، وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض القصيرة الأجل، و بمقتضاها تتفاعل قوى العرض و الطلب على رؤوس الأموال لآجال تتراوح بين يوم وسنة.¹⁶

ب- مكونات السوق النقدية

تتكون السوق النقدية من سوقين أساسيين هما:

- السوق ما بين البنوك

سوق ما بين البنوك هو سوق مخصص للبنوك، يتدخل فيه البنك المركزي من أجل تحقيق التوازن في السوق بحقن أو سحب السيولة من السوق كنوع من أنواع الرقابة على نشاط المؤسسات النقدية (سوق النقد المركزي) من جهة، ومن جهة أخرى لمواجهة الاحتياجات التمويلية من خلال عملية الإقراض والاقتراض بين البنوك، يشكل هذا السوق الذي يقتصر فيه التعامل بين البنوك السوق النقدي بالمفهوم الضيق. أما المفهوم الواسع للسوق النقدي فيشمل سوق أوراق الدين المتداولة. الذي يتم فيه تداول أوراق مالية قصيرة الأجل بتدخل من عدة جهات (الأفراد، المؤسسات، الحكومة). فهي تنظيم يجمع فيه المهنيين ويتم التقاء عرض وطلب السيولة البنكية، ولا يتدخل البنك المركزي في هذه السوق إلا عند ظهور اختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه السوق تعمل كل يوم عن طريق الهاتف أو التلكس مع التأكيد الكتابي، حيث تتم العمليات عن طريق حسابات لدى البنك المركزي، وبالتالي سوق للنقد المركزية فقط (أي النقود بالمفهوم الضيق)، وبما أن هذه السوق مخصصة للمؤسسات المالية، فإنه لا يسمح

¹⁶ جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية ، الجزء الأول، الجزائر العاصمة: دار هومو، (2002)، ص 06.

التدخل إلا للمؤسسات المتمثلة في: البنك المركزي - المؤسسات المالية البنكية وشبه بنكية والخزينة العامة.¹⁷

- السوق المفتوحة

هي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة (رؤوس أموال قصيرة الأجل) لكي يقدمونها لأعوان آخرين بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أذونات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة، وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية، إضافة إلى شهادات الإيداع.

وسياسة السوق المفتوحة تتميز عن سياسة سعر إعادة الخصم من ناحية مجال التطبيق وطبيعة العلاقة بين البنوك التجارية والبنك المركزي، فبينما يحاول البنك المركزي في الثانية التأثير في سيولة البنوك التجارية وبالتالي في سيولة السوق النقدية لمحاولة تقييد أو توسيع الائتمان بحسب الأهداف الاقتصادية المرغوبة، نجده على العكس من ذلك يحاول في الأولى أن يؤثر في سيولة السوق النقدية وفي هيكل هذا السوق بهدف التأثير في سيولة وقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان.¹⁸

ج- أهمية السوق النقدية

تكمن أهمية السوق النقدية بالنسبة للاقتصاد الوطني في الآتي:

- توفر أدوات يمكن من خلالها للأفراد والمؤسسات على حد سواء إدارة مستوى سيولتهم، فالأفراد

¹⁷ الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2005-2006، ص7.

¹⁸ علي بطاهر، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري و أثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة ، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، السنة الجامعية 2005-2006، ص74.

الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب، يمكنهم من خلال السوق النقدية استثمار أموالهم في أدواتها قصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية، كما تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لشراء أدوات السوق النقدية مقابل عائد قبل إعادة بيعها لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة.

- تتمكن السلطات النقدية (المسؤولة عن إدارة العرض النقدي) من تنفيذ معظم عملياتها في السوق النقدية، ومن خلال تلك العمليات يمكنها تحقيق العديد من الأهداف، والتي من أهمها تحقيق الاستقرار النقدي.¹⁹

وتتجلى أيضا أهمية السوق النقدية من خلال ما يلي:

- تأمين السيولة النقدية ووسائل الدفع؛
- توفير التمويل قصير الأجل بالنسبة لاحتياجات الأنشطة الاقتصادية الخاصة بالاستغلال؛
- توفير احتياجات الأفراد من القروض الاستهلاكية؛
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛

- مجابهة الزيادات الطارئة في النفقات العامة عن الإيرادات العامة للدولة، وهذا بإصدار أدوات الخزينة العامة التي تعتبر من أهم أدوات السوق النقدية؛
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات البنكية اللازمة والاعتمادات المستندية المفتوحة لدى البنوك التجارية؛

- تمكين البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على عمليات الإقراض.²⁰

¹⁹ عاطف وليم أندراوس، المرجع المذكور سابقا، ص 04 .

²⁰ محمد البناء، أسواق النقد والمال : الأسس النظرية والعلمية ، بيروت :مؤسسة زهراء الشرق، (1996)، ص 103.

وبناء على ما سبق فإن السوق النقدية تتميز بما يلي:

- تتميز بكونها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاق أدواتها بين يوم إلى سنة واحدة؛
- تتميز بقدرتها على تجميع المدخرات وخلق استثمارات قصيرة الأجل؛
- تتميز بقدر كبير من السيولة؛
- المتدخلون في السوق النقدية أساساً هم البنوك المركزية والبنوك التجارية إضافة إلى الاتحادات الائتمانية والصناديق الشعبية وشركات التأمين.

ثانياً- سوق رأس المال

بعد التطرق إلى المكون الأول للنظام المالي والمتمثل في السوق النقدية، سنتطرق في هذه النقطة إلى المكون الثاني والمتمثل في سوق رأس المال من خلال ما يلي:

أ- تعريف سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها: تلك السوق المتخصصة في الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية²¹، أي السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة ومتوسط الأجل، وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة.²²

كما تعرف بأنها: السوق التي تحتوي على تشكيلة من المنتجات المتمثلة في الأوراق المالية، التي يتم معالجتها سواء على مستوى السوق الأولية (إصدار الأوراق المالية) أو على مستوى

²¹ هوشيار معروف، المرجع المذكور سابقاً، ص 68.

²² رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الثانية، عمان: دار وائل للنشر، (2002)، ص 124.

السوق الثانوية (تداول الأوراق المالية)²³ ، لذا فسوق رأس المال على عكس السوق النقدية يتداول فيها الأدوات المالية المتوسطة والطويلة الأجل.²⁴

وسوق رأس المال في معناه الضيق هي السوق المنظمة للأسهم والسندات (البورصة)، التي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء المسموح لهم بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب²⁵، ويعد سوق رأس المال مصدرا للأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها الإنتاجية والخدمية، ويمثل بذلك ركيزة أساسية لعملية النمو الاقتصادي. فمن خلاله يقوم الأفراد والمؤسسات المالية باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عائدات متوسطة وطويلة الأجل. وفي المقابل تسعى الشركات والحكومة إلى إعادة استثمار هذه الأموال في مشروعات وتوسعات إنتاجية وخدمية جديدة.²⁶

ب- أقسام سوق رأس المال

تنقسم سوق رأس المال حسب الأداة أو الوسيلة المستخدمة في التعامل إلى سوقين هما: سوق الإقراض طويل الأجل؛ سوق الأوراق المالية.²⁷

1- سوق الإقراض طويل الأجل

وهي تلك السوق التي تهتم بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل، والتي تتراوح فترة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، ويمكن التمييز بين شكلين من القروض التي تهتم بها هذه السوق وهي:

²³A.Choinel. G.Rouyer, Les marchés financiers (structures et acteurs), Paris: Edition Revue Banque, 8^{ème} Edition, (2003), P: 37.

²⁴ Frederic Mishkin, et autres, op-cit, p36.

²⁵ سميح مسعود، المرجع المذكور سابقا ، ص 369.

²⁶ الهيئة العامة للرقابة المالية، سوق رأس المال، مصر ،

²⁷ http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_page/cma_merge_page.htm (تاريخ المعاينة 2012/09/12)

²⁷ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، القاهرة: المكتبة الأكاديمية، (2005) ، ص 17.

- القروض طويلة الأجل

وهي تلك القروض التي تفوق فترة استحقاقها عن سبع سنوات، ويكون الغرض الأساسي منها توفير موارد مالية كبيرة لقطاع المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها الاقتصادية الكبيرة، ويتم منح مثل هذه القروض من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل، والتي قد تفرض جملة من الشروط على المؤسسات المستفيدة، منها:

- إمكانية تحديد معدلات فائدة مرتفعة نسبيا؛

- إمكانية طلب ضمانات مادية أو شخصية لقاء منح القرض؛

- مراقبة كيفية استخدام القرض الممنوح وإمكانية فحص مخططات الإنتاج.²⁸

- القروض السندية

وهي عقود أو اتفاقات بين الجهة المصدرة والجهة المستثمرة، ويقتضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محدودة وبسعر فائدة معين، والسند قابل للتداول يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطا أخرى لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها²⁹. فهو سند اذني طويل الاجل يتعهد مصدره بأن يدفع الفائدة على قيمته الاسمية نفسها في تاريخ محدد مسبقا، وتحدد شروط الفائدة والدفع عادة بنشرة الاصدار التي

²⁸ محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، (1999)، ص 73-75.

²⁹ محمد سعيد عبدالهادي، الادارة المالية الاستثمار والتمويل والتحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، عمان: دار حامد، (2008)، ص 224.

يتم تحضيرها قبل طرح القرض السندي للبيع.³⁰

وعليه، فإن القروض السندية تعتبر شكلا من أشكال القروض طويلة الأجل، من خلال إصدار أوراق مالية (أوراق دين) قابلة للتداول بالبيع والشراء، حيث تمثل حق الدائنين على المؤسسة المصدرة لها.

2- أسواق الأوراق المالية *

تعد أسواق الأوراق المالية جزءا من سوق رأس المال، وسوف يتم تناول هذه السوق بشيء من التفصيل في المبحث الموالي.

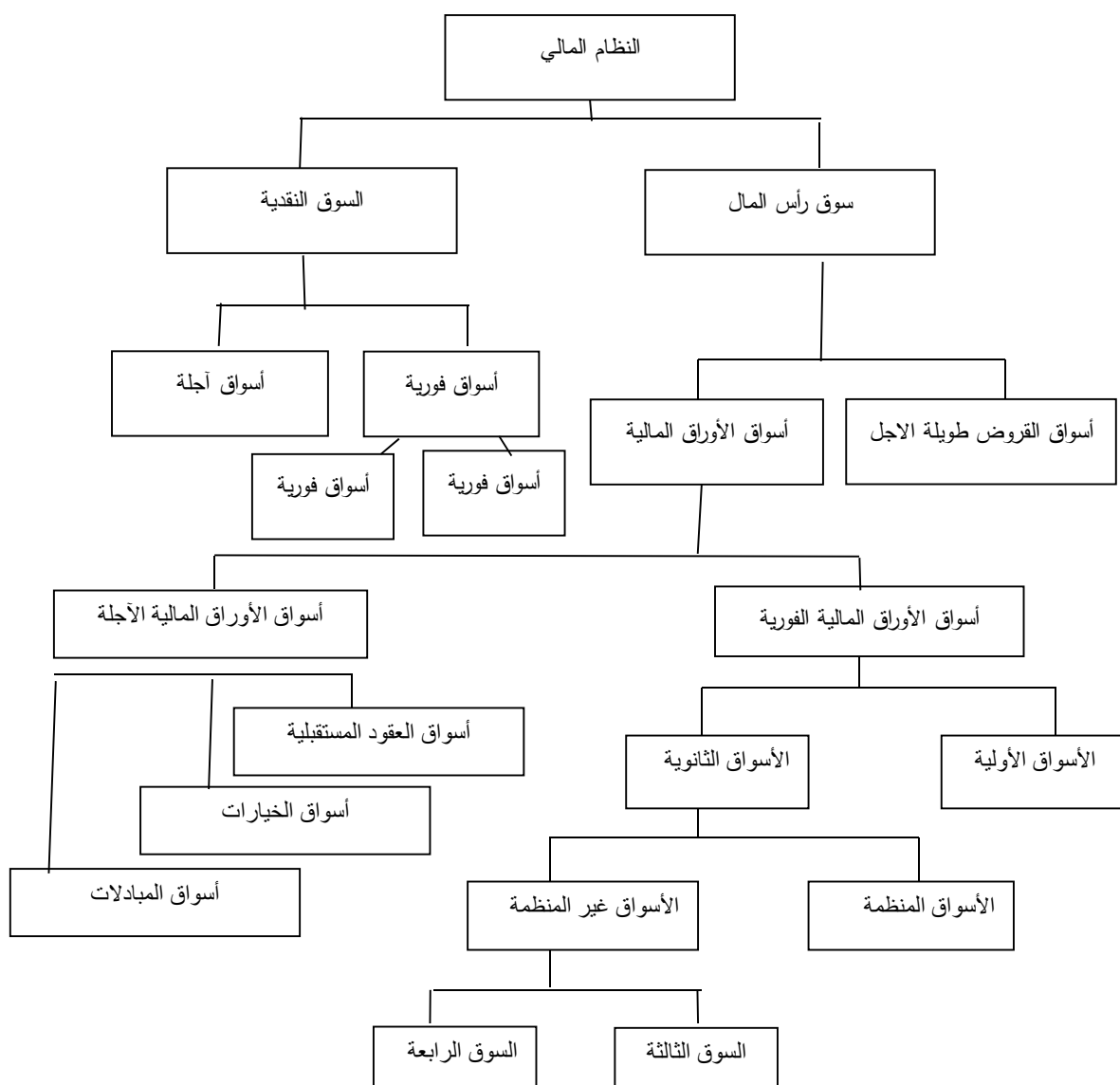
ومن خلال ما سبق يتضح أن سوق رأس المال تمتاز بأنها:

- سوق للقروض والأوراق المالية الطويلة والمتوسطة الأجل؛
- ينقسم سوق رأس المال إلى سوق الإقراض طويل الأجل وسوق الأوراق المالية؛
- سوق بالمفهوم الاقتصادي يضمن التقاء العرض والطلب على هذه الأوراق المالية؛
- المتعاملون في أسواق رأس المال هم المستثمرون (أفراد ومؤسسات) والشركات والبنوك والحكومات أو أحد هيئاتها.

وفي الأخير نقول أن النظام المالي أو ما يسمى بالسوق التمويلية يتكون من مجموعة من الأسواق لتداول الأدوات المالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، ويمكن توضيح كل ما سبق في هذا المطلب من خلال الشكل التالي:

³⁰ ايمن الشطي ، وآخرون. مقدمة في الادارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى ، عمان: دار البداية ، دون ذكر سنة النشر، ص80.

* تنقسم بدورها الى أسواق حاضرة وأسواق آجلة (خيارات، عقود مستقبلية، المبادلات)



الشكل رقم (01) : مكونات النظام المالي على أساس الاستحقاق

المصدر : من اعداد الطالب ، بناء على ما تقدم.

من خلال الشكل يتضح أن النظام المالي - كما أشرنا إليه في هذا المبحث - يتكون على

أساس الاستحقاق من سوقين : سوق نقدي قصير الأجل وسوق رأس المال متوسط وطويل الأجل.

المطلب الثالث: عوامل استقرار النظام المالي

يصعب تحديد مفهوم دقيق لمصطلح الاستقرار المالي نظرا لوجود مدرستين مختلفتين في هذا

الجانب، رواد المدرسة الأولى يفضلون بحث عدم الاستقرار المالي بينما رواد المدرسة الثانية فيحاولون تحديد الاستقرار المالي، وسنحاول من خلال هذا المطلب تقديم أهم التعاريف المقدمة لمصطلح الاستقرار المالي والعوامل الداعمة له من خلال ما يلي:

عرف البنك المركزي الأوروبي الاستقرار المالي بأنه الشرط الذي يسمح للنظام المالي - بما يحويه من مؤسسات الوساطة المالية والأسواق والبنى التحتية للسوق- بتحمل الصدمات والاختلالات المالية، وبالتالي التخفيف من احتمال حدوث اضطرابات في عملية الوساطة المالية والتي تؤدي إلى إضعاف وبشكل كبير لعملية توزيع المدخرات على الفرص الاستثمارية المربحة.¹

1.

كما عرف استقرار النظام المالي على أنه مرونة النظام المالي الداخلية والخارجية في مواجهة الصدمات، سواء كانت اقتصادية أو مالية أو سياسية، والاستقرار المالي هو نظام يتحدد من خلال بنية تحتية تنظيمية فعالة؛ أسواق مالية فعالة ومتطورة؛ مؤسسات مالية فعالة وسليمة.²

ويعرف أيضا بأنه: العمل على التأكد من قوة وسلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي، مما ينضوي على غياب الاختلالات والتوترات في هذا الجهاز التي تنعكس سلبا على الاقتصاد³، والاستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي ومكوناته والأنشطة المرتبطة به، وأهم ما يجب أن تولى له الأهمية والعناية في هذا الصدد أسواق المال والبنوك التجارية.¹

¹ Financial stability, European Central Bank (ECB), website:

<http://www.ecb.int/home/glossary/html/glossf.en.html>, (consultation date 18/07/2012).

² Financial system stability, Central Bank of Sri Lanka, October 2005, website:

www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10.../pl_2.pdf (consultation date 20/07/2012).

³ أحمد مهدي بلوافي، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 21 ع2، المملكة العربية السعودية، 2008، ص72.

وخلال العشرية الأخيرة من القرن العشرين حضي هدف تحقيق الاستقرار في الأنظمة المالية بأهمية كبيرة في السياسة الاقتصادية، فأكثر من 12 بنكا مركزيا وهيئات مالية عليا (خاصة صندوق النقد الدولي والبنك العالمي وبنك التسويات الدولية)، أصبحت تصدر دوريا تقارير حول استقرار النظم المالية، واستقرار النظام المالي لا ينحصر فقط في غياب الأزمات، بل يمكن اعتبار النظام المالي مستقرا اذا كان يسهل التخصيص الكفاء للموارد -عبر الزمان والمكان - للموارد الاقتصادية، أو اذا كان يقيم يخصص ويدير المخاطر المالية ويحدد الأسعار، وأيضا يضمن القدرة على تأدية وظائفه الأساسية رغم الصدمات الخارجية وتراكم الاختلالات ².

فبالإضافة إلى جانب السعي إلى تحقيق أهداف النمو والعدالة، يجب توجيه السياسات المالية نحو تأمين استقرار النظام المالي واستدامته، فقصور الأسواق المالية لا يؤثر على المؤسسة المعنية فحسب، بل على كل القطاعات الاقتصادية أخرى، ففي بعض الحالات قد يكون لذلك تأثيرات نظامية وهذا عندما تؤدي المشاريع الوهمية والمضاربة إلى أزمات مالية، فهي تمتص السيولة وتؤدي إلى بيع الأصول المالية بأسعار منخفضة. ولكي تمنع مثل هذه التأثيرات تلجأ الحكومات عادة إلى إنقاذ المؤسسات من الأزمات المالية بتكلفة مرتفعة ، والتي يكون لها اثر سلبي على النمو الاقتصادي.³

http://islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/Magallah/Pdf/21_2/21-2-Bwafi_03.pdf(تاريخ

المعينة 2012/07/31)

¹ أحمد مهدي بلوافي، المرجع المذكور سابقا ،ص72.

²Garry J, Schinasi, Préserver la stabilité financière, fonds monétaire international, publication services , (2006),p2,site web :<http://books.google.fr> (consulter le 21/09/2012)

³ تشاندر اسكهار، السياسات المالية، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية للأمم المتحدة، الأمم المتحدة، ص32.متوفر على الموقع الالكتروني: esa.un.org/techcoop/.../Finance_Arabic.pdf.(تاريخ المعينة 2012/07/27).

وأيضاً أظهرت الأزمة المالية العالمية 2008، أنه يمكن للمشاكل في النظم المالية أن تقوض فعالية السياسة النقدية، وتؤدي إلى تفاقم الركود الاقتصادي وإلى خروج رأس المال الأجنبي، كما أن الأزمات المالية تمتد بسرعة خارج الحدود الوطنية أو ما يسمى بالعدوة المالية، لذلك يعد وجود أنظمة مالية مرنة ومنظمة بشكل جيد أمراً ضرورياً لضمان الاستقرار الاقتصادي والمالي الدولي، والذي يعد من المسؤوليات طويلة المدى للبنوك المركزية.¹

لذا-ومن خلال ما تم إيضاحه- فعدم الاستقرار المالي يؤدي إلى وجود حالة من الاضطراب في النمو الاقتصادي، والذي يؤدي بدوره إلى إلحاق الخسائر بالمستثمرين وخلق أزمة في النظام المصرفي ونظام الشركات وأزمة في العملة وزيادة في مخاطر الديون السيادية، ويقاس الاستقرار المالي باستخدام العديد من المؤشرات منها التغير في معدل سعر الصرف، ومؤشر الضعف الخارجي (النسبة المئوية لاحتياطيات النقد الأجنبي)، ومؤشر ميزان الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر ضعف الدولار، ومؤشر تكرار الأزمات المالية ومؤشر نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، والعديد من مؤشرات المخاطر في الديون السيادية ومنها تصنيف سيادة العملة الوطنية، ومؤشر التحوط الكلي (المقياس الإجمالي للسلامة والذي يعتمد على نمو الناتج المحلي الحقيقي وسعر الفائدة على الودائع والتضخم) ومؤشر إدارة الدين العام.²

وفي هذا الصدد عقد صندوق النقد العربي بالتعاون مع معهد الاستقرار المالي التابع لبنك التسويات الدولية في سويسرا ومعهد التمويل الدولي في واشنطن اجتماعاً لدراسة قضايا الاستقرار المالي والمستجدات في الرقابة المصرفية بمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية والإجراءات التي اتخذتها الدول للتعامل مع هذه الأزمة والدروس والتجارب المستخلصة في هذا الصدد، وقد خلص هذا الاجتماع إلى ما يلي:³

¹ financial stability, reserve bank of Australia , website: <http://www.rba.gov.au/fin-stability/index.html> (consultation date 18/07/2012).

² مرصد التنافسية الوطني، تقرير التنمية المالية 2010، الأردن،

³ صندوق النقد العربي، قضايا الاستقرار المالي والمستجدات في الرقابة المصرفية بمنطقة الشرق الأوسط وشمال

أفريقيا، متوفر على الموقع الإلكتروني:

- لابد من الارتقاء بإدارة المخاطر لدى المؤسسات المالية المختلفة لضمان تحقيق الاستقرار المالي والمصرفي؛
- الحاجة إلى تطوير قواعد وأطر الممارسات الرقابية والإشرافية على المصارف والمؤسسات المالية لضمان تحقيق الاستقرار المالي، حيث أن الأزمة المالية العالمية 2008 أظهرت مدى الضعف والتهاون في تطبيق هذه الممارسات لدى العديد من المؤسسات المالية والمصرفية الكبيرة؛
- متابعة تحديث هذه القواعد والمبادئ وضمان الالتزام بها يتطلب بدوره وجود أجهزة وطنية للرقابة والإشراف في مختلف الدول تتمتع بالكفاءة والفاعلية، بحيث تضمن الالتزام بهذه القواعد. كما يتطلب الأمر أيضا تحقيق قدر اكبر من التنسيق والتعاون بين هذه الأجهزة على الصعيد الدولي؛
- ضرورة إجراء تغييرات في هيكل الحوكمة المتعلق بالمؤسسات وتحسين مستويات الإشراف الاحترازي الذي يتضمن زيادة مستوى ونوعية رأس المال مع اعتماد معايير أمانة وقليلة المخاطر عندما يتعلق الأمر بالسيولة المخصصة لعمليات التمويل، لأن جوانب الضعف في اللوائح التنظيمية والإشرافية لعبت دورا في تفاقم الأزمة المالية الأخيرة (2008)؛
- ضرورة إتباع طرق جديدة في قياس المخاطر بهدف خلق بيئة أكثر صلابة وصمودا في وجه الأزمات المالية، والمطالبة بوضع نظام أفضل في المستقبل لمنع تكرار هذه الأزمات وتحسين طرق التعامل معها إن حدثت.

بالإضافة إلى هذه الاقتراحات، يتعين على الحكومات تنفيذ قوانين صارمة بشأن معايير المحاسبة وقواعد الإفصاح وهياكل الحكم، كما يجب عليها إنشاء مؤسسات مسئولة عن تنظيم الأسواق، مدخلة مجموعة من أدوات المراقبة على العمليات واعتماد أنظمة مناسبة لإدارة المخاطر والتدقيق المستمر في حسابات الشركات، وتعزيز التوجيهات لمنع تضارب المصالح وتقييم التزام الشركات بقواعد ملاءة رأس المال¹، وتجدر الإشارة إلى أن أشكال التنظيم هذه لا تحمي كليا من هشاشة أو ضعف النظام المالي، وسيتم التطرق إلى الاقتراحات السابقة الذكر بالتفصيل في الفصول المقبلة.

المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية

ارتبط التطور التاريخي لأسواق الأوراق المالية -على غرار النظام المالي- بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار شركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض من الجمهور ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف أسواق الأوراق المالية ومكوناتها وخصائصه ووظائفها من خلال ثلاثة مطالب هي:

المطلب الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية وخصائصها

لتحديد تعريف شامل ودقيق لأسواق الأوراق المالية، سنقدم في هذا المطلب مجموعة من

التعاريف لأسواق الأوراق المالية وجملة من خصائصها، وذلك من خلال الفرعين التاليين:

¹ تشاندر اسكهار، المرجع المذكور سابقا، ص32.

الفرع الأول: تعريف أسواق الأوراق المالية

تعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم البورصات - فبورصة ليون الفرنسية ظهرت في عام 1595- وتحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة رؤوس الأموال، وساهم في ظهور وانتشار هذه الأسواق ظهور شركات المساهمة واقبال حكومات بعض الدول على الاقتراض من كبار المدخرين بهدف تمويل النفقات العامة للدولة.¹

وتعرف أسواق الأوراق المالية بأنها أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات -في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها -على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع.²

كما تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ " البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.³

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الأردن: دار أسامة للنشر والتوزيع، (2008)، ص1.

² محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، مصر: الشركة العربية للنشر والتوزيع، بدون سنة طبع، ص 272.

³ ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، (2005)، ص 6-7.

وهناك أيضا من يعرفها بأنها السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، وذلك عن طريق إصدار السندات أو عن طريق إصدار أسهم، على أن يكون مكان هذه السوق بيعا وشراء هو بورصة الأوراق المالية، حيث يتم التعامل فيها من خلال السماسرة ويتحدد سعر هذه الأوراق وفق العرض والطلب¹، أي هي مكان - سواء كانت مادية أو إلكترونية - حيث يتم شراء وبيع الأسهم والسندات و/أو المشتقات للشركات المدرجة في البورصة.²

أسواق الأوراق المالية هي أيضا نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق أما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ، ولكن مع نمو شبكات الاتصال أدى ذلك إلى التقليل الوقت والتكلفة ، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.³

كما تعرف بأنها السوق التي توجد بها قوانين وسياسات وهيئات تنظيمية منتخبة الأعضاء تنظم التعامل والتداول على الأوراق المالية بعد إصدارها، وتتميز الأسواق المنظمة بأن لها مكانا محددا يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء أوراق مالية مسجلة بها.⁴

ويطلق على أسواق الأوراق المالية أيضا مصطلح بورصة القيم المنقولة أو الأوراق المالية ،

¹ محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية: دار الوفاء للطباعة والنشر، (2000)، ص 25.

² Stock Exchange, Farlex Financial Dictionary, 2012, website:

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Stock+Market>, (consultation date 24/06/2012).

³ نادية امين محمد علي، تحليل أسواق الأوراق المالية، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006، ص 4.

⁴ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية ، إدارة الأعمال، (2007)، ص 23.
library.iugaza.edu.ps/thesis/77868.pdf (تاريخ المعاينة 2012/08/08).

أين يتمكن سماسرة الأوراق المالية والسيارفة والمستثمرين (أفرادا وشركات) من عقد صفقات بيع وشراء الأسهم والسندات، وهي بهذا توفر للراغبين في الحصول على سيولة بيع ما يحملونه من أوراق مالية بأسعار معلنة تحدد وفقا للعرض والطلب، كما تساهم في الوقت نفسه بتشجيع الادخار والاستثمار بتجميع المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها المنتجة، ويتم التداول في هذه السوق بنوعين من العمليات، يتعلق النوع الأول بعمليات عاجلة يتم فيها تصفية العملية مباشرة (أو لأجل قريب يتطلب إجراءات مادية) ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، ويتعلق النوع الثاني بعمليات آجلة يتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد قادم¹، أي أن بورصة الأوراق المالية بهذه المواصفات تعتبر مؤسسة لتسويق الأوراق المالية بمختلف أنواعها.²

والبورصة عموما عبارة عن مجموعة من العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الاطراف لإبرام صفقات تجارية على منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية³، وتجدر الإشارة أيضا إلى أن السوق لا يطلق على موضع ذو حيز محدود -كما هو في المعنى التقليدي- بل يطلق على أي مجال يتم فيها الاتصال لممارسة أي تبادل ذي صفة اقتصادية ومنها سوق الأوراق المالية والسوق النقدية.⁴

من خلال التعاريف السابقة لأسواق الأوراق المالية يمكن استنتاج أو صياغة التعريف التالي:

أسواق الأوراق المالية هي أسواق بالمعنى الاقتصادي تمكن من التقاء العرض والطلب لتداول

¹ سميح مسعود، المرجع المذكور سابقا، ص 370.

² محمد محروس المدرس الاعظمي، الاسواق المالية (البورصات) من المنظور الشرعي والقانوني، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006، ص2.

³ سيد حسين عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006، ص6.

⁴ محمد محروس المدرس الاعظمي، المرجع المذكور سابقا، ص3.

الأوراق المالية أسهما (أوراق الملكية) وسندات (أوراق الدين) ومشتقات، حيث تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد ومعين خلال أوقات محددة علنياً - سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها - تحت إشراف هيئات مستقلة تنظم وتراقب نشاط المتدخلين بها، أي ما يطلق عليها بالأسواق المنظمة أو مصطلح البورصة. أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب.

الفرع الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية (البورصة)

لأسواق الأوراق المالية مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي مكونات الأسواق المالية

نوردها فيما يلي:

- أسواق الأوراق المالية هي أسواق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وهو "البورصة" وفي أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات¹، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- تتطلب أسواق الأوراق المالية وجود سوقاً ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل على مستوى السوق الأولي، بما يكفل توفير السيولة من خلال الوسطاء ذو خبرة في الشؤون المالية.
- التداول في هذه الأسواق يتم بتوفير المناخ الملائم وكذا المنافسة التامة، حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

¹ حسين عبد المطلب الأسرج ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، بنك الكويت الصناعي، العدد 79، ديسمبر 2004، ص7.

- تتميز أسواق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لتسوية صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.¹
- أسواق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيها مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.²

المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية

بعد التطرق إلى مفهوم أسواق الأوراق المالية وخصائصها في المطلب السابق، واستكمالا لتحديد ماهية أسواق الأوراق المالية، سنتناول في هذا المطلب مكوناتها فيما يلي:

أولا- الأسواق الأولية

وهي السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو المؤسسة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به أول مرة، وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة إلى استثمارات قائمة.³

كما تعرف أيضا بأنها تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها والاكنتاب فيها، والذي قد يكون خاصا -أي مقصورا على المؤسسين- أو عاما وذلك بطرح بعض أو

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

² طاهر حردان حيدر، مبادئ الاستثمار، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، (1997)، ص 32.

³ محمود الشراورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، عمان: دار وائل، (2008)، ص 55.

كل الأسهم على الجمهور ودعوته إلى الاكتتاب فيها.¹

كما تعرف أيضا بأنها تلك الأسواق التي تم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند التأسيس وإنشاء المؤسسات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع نشاطها أو إصدار الأسهم السندات عند الحاجة إلى القروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.²

تعد السوق الأولية بمثابة الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق للاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق للاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية، فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية، فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، وتبعاً لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي.

السوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار)، وفي الدول التي تنسم أسواقها بالصغر، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن

¹ حسين عطا غنيم، المرجع المذكور سابقاً، ص 19.

² عصام حسين، المرجع المذكور سابقاً، ص 12.

استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد الوطني للمستثمرين كلما قطع شوطاً في مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أي الاكتتاب في أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وتحصيلات عقود التأمين - في شراء الأوراق المالية).¹

أي يتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع²، وبنوك الاستثمار هي عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الأموال، فعندما ترغب شركة مساهمة في الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل (سندات) أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية³، أما أسلوب البيع المباشر لتصريف وبيع الأوراق المالية فتقوم فيه المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تباع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن المؤسسة المصدرة للورقة المالية قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.⁴

¹حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع المذكور سابقا ،ص6.

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

³ عبد النافع غازي، فرح غازي، الأسواق المالية، عمان: دار وائل للنشر، (2001)، ص 106 - 110.

⁴ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005/2006، ص9.

ثانيا- الأسواق الثانوية

عرفت وزارة الخزانة الأمريكية* السوق الثانوية على أنها: سوقا مالية أين يتم تداول - شراء وبيعا- الأوراق المالية والأدوات المالية مثل الأسهم، السندات، والخيارات، والعقود الآجلة، وتعرف أيضا باسم سوق ما بعد البيع¹ أي ما بعد الإصدار الأولي للأوراق المالية. فهي بمعنى آخر عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة ويطلق عليها تسمية (البورصة) أو غير منظمة، في هذه الحالة يتم تداول الأوراق خارج البورصة وذلك عن طريق وسطاء كالبنوك وسماسرة الأوراق المالية، ويشمل تداول هذه الأوراق بالسوق الثانوية عن طريق البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن حصيلة بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع فهم يتحملون الخسائر ويجنون أرباح.²

وتدعى كذلك بسوق التداول، فالأسواق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في الأسواق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية. وتنقسم السوق الثانوية إلى سوقين هما:

* Us Department of the treasury

¹ Us. Department of the treasury, financial stability, Glossary, Secondary Market, website:

[http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/glossary/Pages/Default.aspx\(consultation date24/07/2012\).](http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/glossary/Pages/Default.aspx(consultation date24/07/2012).)

² عصام حسين، المرجع المذكور سابقا، ص13.

أ- السوق المنظمة

تعرف السوق المنظمة بأنها: المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا باسم البورصة¹، وتتميز بكونها موقعا جغرافيا محددا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعا وشراء، وبموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بالشفافية والإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر²، أي تتميز السوق المنظمة بأن لها مكانا محددا يلتقي فيه المتعاملون لبيع أو لشراء ورقة مالية مسجلة بتلك السوق، وتدار بواسطة هيئات مكونة من أعضاء السوق.³

ب- السوق غير المنظمة

تتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصة)، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة. ويتضمن السوق غير المنظم السوق الثالثة والسوق الرابعة كما يلي:

– السوق الثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من

غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية

المسجلة في تلك الأسواق، و بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع

الأوراق المالية بأي كمية، أما جمهور الزبائن في هذه السوق هي المؤسسات

¹ محمد صالح الحلوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية: الدار الجمعية، (2005)، ص 24.

² محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)، عمان: دار الشروق، (2007)، ص 241.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: منشأة المعارف، (1999)، ص 94.

الاستثمارية الكبرى مثل صناديق التقاعد، صناديق الضمان الاجتماعي والأصول

المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.¹

- السوق الرابعة: يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين

يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك

كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة ويساعد في ذلك شبكة قوية

من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك في ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات

بسرعة وبتكلفة أقل.² (انظر الشكل رقم 01 ص 19)

ثالثا: العلاقة التبادلية بين سوق الإصدار والتداول

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول

السهولة في التعامل ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق المالية إلى نقد سائل ، فإن

ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة

الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

من جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكتمال في أسهمها (سوق

الإصدار) ، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على

نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى

سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب.³

أي أن أسواق الأوراق المالية بشقيها سوق الإصدار وسوق التداول يؤثر كل منهما في الآخر،

فتطور أداء سوق الإصدار يؤثر تأثيرا إيجابيا في سوق التداول والعكس صحيح.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، المرجع المذكور سابقا ، ص 106.

² محمد صالح لحناوي، جلال إبراهيم العبد، المرجع المذكور سابقا ، ص 23.

³ عبد المطلب الأسرج ، المرجع المذكور سابقا ، ص 7.

المطلب الثالث : وظائف أسواق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية بشكل عام وظيفتين هما الوظيفة التعبوية والوظيفة التمويلية، وسنقدم في هذا المطلب وظائف أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) ووظائف أسواق الأوراق المالية غير المنظمة فيما يلي:

الفرع الأول: وظائف أسواق الأوراق المالية الأولية (سوق الإصدار)

يمكن تحديد أهم هذه الوظائف فيما يلي:

- آلية أساسية لتجميع المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من الاعوان الاقتصاديين أصحاب الفائض المالي إلى الاعوان الاقتصاديين أصحاب العجز، وبالتالي هي حلقة بين الطرفين من خلال تقديم فرص للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم وإتاحة مصادر تمويل متعددة لإقامة المؤسسات والتوسع فيها؛
 - أسواق الإصدار مصدر مستمر لتوفير الأموال متوسطة وطويلة الأجل للأعوان الاقتصاديين؛
 - أداة لتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات الحقيقية من خلال إقامة الاستثمار في الأصول الرأسمالية المنتجة ؛
 - المساهمة في تأسيس شركات مساهمة جديدة مما يمكن الأسواق الأولية من دعم الاقتصاد.¹
- أي تقوم الأسواق الأولية بتنظيم عمليات إصدار وطرح الأوراق المالية على الجمهور وتعهد تغطيتها ، وهي أسواق تتم فيها دعوة الجمهور للاكتتاب في هذه الأوراق المطروحة ، ويبرز دور الأسواق الأولية من خلال قدرتها على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من

¹ محمد علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006، ص17.

دائرة الاكتناز إلى دائرة الاستثمار النافع والمجدي ، وتوفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وخاصة القطاع الخاص، الذي تسعى هذه الأسواق الى تعظيم مشاركته في عملياتها نظراً للفوائض المالية الكبيرة المتوفرة لديها، والدور الكبير الذي يمكن أن يساهم به هذا القطاع في خدمة التنمية في حال قيامها بتزويد المشاريع الإنتاجية بالأموال الضرورية اللازمة لها من خلال مشاركته في عمليات الإصدار على مستوى الأسواق الأولية.

الفرع الثاني: وظائف أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات)

أ- حماية المستثمرين من الغش والتدليس من خلال الاحتياطات التالية:

- منع تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة؛
- منع السماسرة غير المقيدين في البورصة من إجراء أي عمليات داخل صالاتها؛
- القواعد القانونية الرقابية لمنع الانحرافات والممارسات غير الأخلاقية، وعلى الأخص البيع الصوري أو المظهري؛ الشراء لغرض الاحتكار؛ استغلال السماسرة لثقة الزبائن؛ اتفاقيات التلاعب؛
- تحديد أسعار الأوراق المالية وفقاً لقواعد العرض والطلب.

ب- توزيع مدخرات المستثمرين على مختلف المشاريع الاقتصادية، بما ينعكس على تنشيط كافة القطاعات الاقتصادية.

ت- توفير المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة، إضافة إلى الوضع والأداء الماليين للجهات المصدرة والمعلومات المتعلقة بتوقعات الأرباح أو الخسائر لكل ورقة مالية متداولة ، وذلك بما يقلل من تكلفة حصول المتعاملين على هذه المعلومات ومن المخاطر التي قد تواجههم نتيجة نقص هذه المعلومات، وبما يحقق لهم ميزة المقارنة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في البورصة.

ث- تنمية الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من خلال تزويدهم بأحدث وأشمل البيانات المالية والإدارية عن أوضاع الشركات المدرجة في السوق.

ج- تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق أو البورصة.¹

أي تتمثل أهم وظائف البورصة في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمار في قنوات شرعية تخدم الاقتصاد الوطني، كذلك توفير الضمانات اللازمة لإتمام الصفقات وتوفير سوقا دائمة ومستمرة للتعامل تيسيرا علي المدخرين والمستثمرين، كما توفر السيولة لحائزي الأوراق المالية إذا ما قرروا بيعها، وأخيرا توفير مؤشرات عن حقيقة حجم النشاط الاقتصادي والمالي ومستوي أداء الاقتصاد الوطني.

الفرع الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية غير المنظمة

يمكن تحديد أهم هذه الوظائف فيما يلي:

- تحقيق قدر أعلى في سرعة إنجاز المعاملات بأقل قدر من العمولات، حيث تسود المنافسة بين السماسرة والوكلاء (صناع السوق غير المنظم) بما يسمح للمستثمر من اختيار من يقدم له أفضل خدمة بأقل قدر من العمولة؛
- تعتبر الأسواق غير المنظمة أكثر تسهيلا لعقد الصفقات الكبيرة، التي يتعذر إبرامها بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب في الأسواق المنظمة؛
- إتاحة الفرصة لبيوت السمسرة الصغيرة غير الأعضاء في البورصة، والتي ليس لديها ممثلين في البورصة للتعامل في هذه السوق (السوق الثالثة) ؛

¹ محمد علي العقلا، المرجع المذكور سابقا ، ص22.

- إتاحة الفرصة لمؤسسات الاستثمار الكبرى، مثل شركات التأمين للتمتع بميزة الخصم في

العمولة، حيث يسمح التعامل في هذه الأسواق بالتفاوض بين المستثمر وبيوت السمسرة بشأن

تحديد مقدار العمولة؛

- العمل في هذه الأسواق مستمر من دون تحديد مواعيد رسمية للتداول، بما يسمح للمتعاملين

من عقد صفقاتهم في أي وقت وبأي كمية حتى بعد التوقف على التعامل في البورصة؛

- تحقيق أكبر قدر من السيولة للأوراق المالية بكافة أنواعها المسجلة وغير المسجلة في

البورصة؛

- تسمح هذه الأسواق بتداول أسهم الشركات عالية المخاطر التي لا يسمح بتداول أوراقها

المالية في البورصة، بالنظر الى عدم تسجيلها فيها.²

أي أن أسواق الأوراق المالية غير المنظمة تخدم زبائنها الرئيسيين من مستثمرين مؤسسيين

وبعض المستثمرين الأفراد الكبار، فتمكنهم من عمل صفقات كبيرة بتكاليف مخفضة، وتتشكل هذه

الأسواق من وكلاء يتداولون ويصنعون السوق (Maker) في أسهم معينة، ومستعدون لبيع وشراء

هذه الأسهم لحسابهم الخاص بكميات كبيرة فيما يسمى الصفقات الكبيرة. ويمكن النظام المتبع في

الصفقات الكبيرة من التفاوض على معدلات العمولة والتوصل إلى معدلات أدنى من تلك المعتمدة

في البورصات المنظمة.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

يعد النمو الاقتصادي من العوامل الأساسية المعتمد عليه رسمياً في قياس درجة تقدم الدول،

الذي يتحقق بتضافر مجموعة من العوامل من ضمنها عامل رأس المال الذي يعد موضوع الدراسة،

² محمد علي العقلا، المرجع المذكور سابقاً ، ص 19-20.

لذا سنخصص هذا المبحث لتحديد العلاقة المتبادلة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، بعد تقديم مفهوم هذا الأخير والعوامل المحددة له من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له

قبل التطرق إلى علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، لابد من تعريف هذا الأخير وبحث العوامل المحددة له من خلال ما يلي:

الفرع الأول: مفهوم النمو الاقتصادي

يشير اصطلاح النمو الاقتصادي إلى إحداث زيادة في الدخل الوطني، وبالتالي زيادة في متوسط نصيب الفرد من الناتج والاستهلاك (أخذاً في الاعتبار معدل نمو السكان) بما يؤدي إلى رفع مستويات المعيشة³، ولقد عرفه البنك الدولي على أنه العملية التي تمكن البلد من زيادة قدرته على إنتاج السلع والخدمات⁴، أي حدوث زيادة مستمرة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الناتج الوطني، بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني الحقيقي⁵.

ويعرف أيضاً بأنه عبارة عن معدل زيادة الإنتاج أو الدخل الحقيقي في دولة ما خلال فترة زمنية معينة ، ويعكس النمو الاقتصادي التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة في جميع القطاعات الاقتصادية

³ الزين منصوري، اليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، تخصص نقود و مالية، السنة الجامعية: 2006/2005، ص71.

⁴ البنك الدولي، النمو الاقتصادي، <http://youthink.worldbank.org/glossary#E> (تاريخ المعاينة 2012/08/08).

⁵ عبد العزيز عجمية محمد. وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، مصر: الدار الجامعية، (2007)، ص73.

ازدادت معدلات النمو في الدخل الوطني والعكس صحيح في حالة انخفاضه.⁶

كما يعرف النمو بالزيادة في إجمالي الدخل الداخلي للبلد مع كل ما يحققه من زيادة في

نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، أي أن النمو يتميز بالخصائص التالية:

- يجب على الزيادة في الدخل الداخلي للبلد أن يترتب عنها الزيادة في دخل الفرد الحقيقي، أي

أن معدل النمو الاقتصادي هو عبارة عن معدل نمو الدخل الوطني مطروحا من معدل النمو

السكاني.

- أن تكون الزيادة في دخل الفرد حقيقية، أي الزيادة النقدية في دخل الفرد مع عزل أثر معدل

التضخم.

- يجب أن تكون الزيادة في الدخل على المدى الطويل، أي أنها لا تختفي بمجرد أن تختفي

الأسباب.⁷

ولقد ركز الاقتصاديون عند تناولهم لظاهرة النمو الاقتصادي، باعتبارها تعبيراً عن زيادة

متوسط نصيب الفرد من الناتج أو الاستهلاك، وذلك وفقاً لرأي كل من Brenner عام 1966،

على أن استمرار النمو يتطلب ضرورة إحداث نمو في واحد أو أكثر من عناصر الإنتاج أو الزيادة

في معدل نمو الناتج الإجمالي كتعبير للنمو الاقتصادي.⁸

كما يعرف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة السنوية التي تطرأ على الناتج المحلي الإجمالي

الحقيقي لاقتصاد ما، سواء كان ذلك بسبب زيادة الطلب على زيادة يستجيب معها العرض لا على من

السلع والخدمات كما هو حادث في الدول المتقدمة أو كنتيجة مصاحبة لجهود منظمة طويلة الأجل

⁶ عريقات حربي محمد موسى ، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، الطبعة الأولى، عمان: دار وائل للنشر، (2006)، ص268.

⁷ صدر الدين صواليلي، النمو و التجارة الدولية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة، جامعة الجزائر : علوم اقتصادية، فرع اقتصاد قياسي ، السنة الجامعية 2005-2006، ص25.

⁸ الزين منصوري، المرجع المذكور سابقا ، ص73.

لإعادة الهيكلة واستكمال البنى الاقتصادية والتكنولوجية والاجتماعية، كما هو حادث في الدول النامية التي كللت جهودها التنموية بالنجاح.⁹

ولقد كان الفهم الطاعي للنمو - إلى منتصف القرن العشرين - يتعلق بتحقيق زيادة في الناتج المحلي الإجمالي على وفق طرح المدارس الاقتصادية الرأسمالية ، قبل ولوج المفاهيم الاجتماعية أو البعد الاجتماعي في علم الاقتصاد، (على الرغم من تطور هذا المفهوم عبر مساهمات العديد من الاقتصاديين بعد هذا التاريخ)، وبعد النمو على وفق هذه الطروحات مجرد الزيادة الكمية في الدخل الوطني أو في متوسط دخل الفرد، ناهيك عن كون الاقتصاديين الرأسماليين في تلك المرحلة لم يجدوا ضرورة للتمييز بين مفهوم النمو والتنمية، واعتبروا المصطلحين مترادفين يمكن إحلال أحدهما محل الآخر، إذ عرفت التنمية بكونها مجرد زيادة في المؤشرات الاقتصادية الكمية.

ويتم التعبير عن النمو بالتغير في الناتج المحلي الإجمالي. و يجب أن يتحقق النمو دون حدوث مشاكل مثل التضخم واختلال موازين المدفوعات¹⁰. أي يتم قياس النمو الاقتصادي باستخدام النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي GDP وتقرن النسبة في سنة معينة بسابقتها¹¹ ، ولكن هدف أي الاقتصاد في العالم هو الوصول إلى ما يسمى النمو الاقتصادي المستدام، القائم على استدامة الموارد والدخل بخلق صناعات تولد قيمة مضافة مستدامة مع المحافظة على البيئة وحقوق الأجيال القادمة، ولكن هناك أشكالا أخرى للنمو غير متوازنة شائعة في الاقتصاد العالمي الحالي¹².

⁹ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء، المرجع المذكور سابقا ، ص8.

¹⁰ الزين منصوري، المرجع المذكور سابقا ، ص71.

¹¹ محمد عبد القادر ، عطية عبد القادر، اتجاهات حديثة في التنمية ، للدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، (2003)، ص11.

¹² منور أوسرير، التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد ، الجزائر: المدرسة العليا للتجارة، مجلة مخبر التحولات الاقتصادية والتنمية واستراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي ، العدد 2007/03.

أي النمو الاقتصادي هو الزيادة في كمية السلع والخدمات التي ينتجها اقتصاد دولة ما خلال فترة زمنية محددة، باستخدام عناصر الإنتاج الرئيسية متمثلة في الأرض ورأس المال والعمل والتنظيم، أو بمعنى آخر إحداث تغيير إيجابي في مستوى إنتاج السلع والخدمات في اقتصاد دولة ما خلال فترة زمنية معينة، كما يعنى النمو الاقتصادي بشكل عام زيادة الدخل الحقيقي لاقتصاد دولة ما، ويتم قياسه باستخدام النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي مع مقارنة نسبة السنة المعينة بسابقتها.

الفرع الثاني: العوامل المحددة للنمو الاقتصادي

توجد مجموعة من العوامل تحدد النمو الاقتصادي تتمثل أساسا في العمل ورأس المال والتقدم التقني، فتركيبها في نسب عقلانية مختلفة يضمن مستويات أعلى من الإنتاج، وسيتم تقديم هذه العوامل بقدر من التفصيل فيما يلي:

عنصر العمل: والذي يتمثل في مجموع القدرات الفيزيائية والثقافية التي يمكن للإنسان استخدامها في إنتاج السلع والخدمات الضرورية لتلبية حاجياته، حيث أن استمرار التدريب والتعليم يزيد من التطوير النوعي للعمالة، وإنتاجية عنصر العمل تتحدد بدرجة كبيرة حسب العمر والتعليم والتدريب والخبرة، والتأهيل التكنولوجي الذي تعتمد عليه [ففاءة استخدام عناصر الإنتاج في العمليات الإنتاجية

عنصر رأس المال: إن تحسن الناتج يعتمد بدرجة كبيرة على الزيادة في كمية ونوعية المعدات الرأسمالية، تلك السلع تستخدم في إنتاج سلع وخدمات أخرى وهي تعتبر أيضا كعنصر أساسي للنمو الاقتصادي ، ويساعد على تحقيق التقدم التقني، وتوسيع الإنتاج بواسطة الاستثمارات المختلفة المحققة.

التقدم التقني: هو تنظيم جديد للإنتاج يسمح بالاستخدام الأكثر فاعلية للموارد المتاحة والتي توظف بطريقة أكثر كفاءة، أو بطريقة جديدة في العملية الإنتاجية، حتى وإن بقيت كمية الإنتاج على حالها

وحدث تقدم تقني فإن ذلك سيؤدي حتما إلى زيادة الإنتاج وتحقيق النمو الاقتصادي، وبالرغم أنه من الصعب القياس الدقيق للنتائج العلمي للعلماء بكل دولة، فإن الإنفاق الهائل على البحث والتطوير يمثل مؤشرا واسع القبول.¹³

تقدر إحدى الدراسات الحديثة أن التقدم في المعرفة قد أسهم بنحو 28% من إجمالي الزيادة في الناتج المحلي في الولايات المتحدة في الفترة ما بين 1929 و1982. لأن المعلومات (المعارف) الجديدة عند تطبيقها على عمليات الإنتاج قادرة على تقليص كمية الموارد الضرورية لإنتاج المنتجات، وتقديم منتجات جديدة باستعمال مواد لم تكن ذات قيمة اقتصادية أو لم تكن تستعمل الاستعمال الاقتصادي.¹⁴

كما توفر النظرية الاقتصادية ثلاث محددات ضرورية لازمة لتحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي وهي:

المحدد الأول: يتمثل في ضرورة تحقيق تراكم في عوامل الإنتاج في الدولة، بما في ذلك رأس المال المادي و رأس المال البشري.

المحدد الثاني: يتعلق بضرورة إحداث كفاءة في تخصيص الموارد فيما بين القطاعات الاقتصادية.

المحدد الثالث: يتمثل في إجراء تحسينات مستمرة في التكنولوجيا.

وفي تلك المحددات فإن الدول الأكثر فقرا والتي تسعى إلى تحقيق معدل نمو مرتفع، يمكنها أن تحقق ذلك بمعدل أسرع مقارنة بمثيلاتها في الدول المتقدمة. إذ تعاني الدول النامية من انخفاض

¹³ رفيق نزاري، الاستثمار الأجنبي المباشر و النمو الاقتصادي دراسة حالة المغرب، الجزائر، تونس، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة باتنة: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية 2007-2008. ص60.

¹⁴ المعهد العربي للتخطيط، http://www.arab-api.org/course14/c14_2_1.htm (تاريخ المعاينة 2012/08/08).

نسبة "رأس المال / العمل" بالشكل الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد على الاستثمارات الجديدة لخضوع الإنتاج لظاهرة تزايد الغلة مما يؤدي إلى إحداث زيادة سريعة في تراكم رأس المال.

وفيما يتعلق بالمحدد الثاني فإن تحقيقه يتطلب توفر مؤسسات اقتصادية تساعد على تراكم رأس المال، والتخصيص الكفاء للموارد والعمل على سرعة انتشار التكنولوجيا، و يتم ذلك من خلال ما يلي:

- العمل على زيادة درجة الانفتاح الاقتصادي بما يمكن من كفاءة تخصيص الموارد وفقا لمبدأ الميزة النسبية والاستفادة من التعليم عن طريق الاستفادة من كل ما هو جديد في مجال الإدارة والتكنولوجيا المصاحبين للاستثمار الأجنبي المباشر؛
- استخدام السياسات اللازمة لتشجيع الادخار المحلي بأدواتها المختلفة، و بما يؤدي إلى تدني فجوة (الادخار - الاستثمار) في الدول النامية، و يتم ما سبق من خلال عدة أساليب مثل مكافحة التهرب الضريبي و ضغط الإنفاق العام. كما تستخدم بعض الدول ما يسمى بالادخار الإجباري؛
- تشجيع المنافسة الداخلية من خلال إتباع العديد من الوسائل مثل عدم تدخل الحكومة في تحديد أسعار منتجات القطاع الخاص، تحرير إجراءات الاستثمار والتجارة الخارجية، وبالشكل الذي يفرز منتجات محلية جديدة تصمد أمام مثيلاتها الأجنبية، وبما ينعكس في زيادة الصادرات للدول النامية، و بالتالي المساهمة في تحقيق معدل نمو مرتفع؛
- كما يمكن أن يتأتى ذلك من خلال تدفق المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول النامية، و الذي يؤدي إلى خلق منافسة مع الشركات المحلية بما يفيد الدولة المضيفة؛

- التركيز على استراتيجية التصنيع القائمة على تشجيع الصادرات، دون الاعتماد على

استراتيجية التصنيع لإحلال الواردات، حيث أوضحت الدراسات الحديثة أن الاستثمارات

الأجنبية تلعب دورا كبيرا في هذه الاستراتيجية.¹⁵

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للعلاقة بين التنمية المالية والتنمية

الاقتصادية*

توصلت نتائج الدراسات في هذا المجال إلى وجود ثلاثة مناهج لتناول العلاقة بين التنمية

المالية والتنمية الاقتصادية، الأول يسمى بمنهج التنمية المالية المؤدي للتنمية الاقتصادية، والثاني

يعرف بمنهج التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية والثالث يسمى بمنهج التغذية العكسية أو

التبادلية. وسنتناول هذه المناهج الثلاثة بالتفصيل فيما يلي:

المنهج الأول : التنمية المالية المؤدية للتنمية الاقتصادية

وهو المنهج الذي ساد خلال الثلاثين عاما الأخيرة من القرن العشرين ، ولكن دون إلقاء

الضوء على الدور الذي يمكن أن تلعبه أسواق الأوراق المالية في تحفيز التنمية الاقتصادية، فتتسبب

أسواق الأوراق المالية وزيادة سيولتها كما هو الحال في العديد من الأسواق الناشئة لاشك في أنه

سيساهم في زيادة إفاءة الجهاز المصرفي ومن ثم زيادة فاعلية كل من الوساطة المالية المباشرة

وغير المباشرة في توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات

عالية التقنية . وعموما فإن أهم الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع حديثا تلك التي أجراها

¹⁵ الزين منصور، المرجع المذكور سابقا ، ص73.

* باعتبار النمو الاقتصادي أحد جوانب عملية التنمية الاقتصادية. (وفقا للخبير الاقتصادي أمارتيا سين).

ليفن (Levine، 1997)، والتي بدأت جذورها منذ أوائل القرن الماضي مع كتابات شومبيتر* لدراسة العلاقة بين نمو القطاع المالي والنمو الاقتصادي طويل الأجل.

واستمر الاقتصاديون في اعتبار النظام المالي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، ويدعم هذا الرأي ما طرحه ولتر باجيهو Wallter Bagehot من أن الوسطاء والأسواق المالية توجه النمو الاقتصادي عن طريق تجنيد رأس المال في إنشاء الأشغال الكبيرة ويتضح من هذا الرأي أن الادخار هو الرابط بين القطاع المالي والنمو، فإذا كانت هناك وحدة تستطيع تجنيد كتلة مهمة من رؤوس الأموال وتوجيهها نحو مشاريع تتطلب استثمارات ضخمة، يمكن أن ينتج عن هذا اقتصاديات الحجم، ولكن ما مصير هذه الأموال إذا لم تكن متبوعة بعمليات مراقبة لتوجيهها، ولهذا يرى جوزيف شومبيتر Joseph Shumpeter أن الوساطة تدفع النمو ولكن بشروط، أن يكون:

- الادخار العام ليس بالضرورة بنسب كبيرة؛
- تحديد الحاجات الخاصة بالمؤسسات؛
- توجه الادخار لهذه المؤسسات؛
- المراقبة لعمليات استغلال هذه الأموال.

هناك أيضا تسيير المخاطر، لأن المخاطر الكلية ينخفض إذا كانت الأصول موزعة على عدة وحدات مختلفة مما يشجع على الادخار، مما يدل أن الادخار ليس الرابط بين القطاع المالي والنمو، وانما يتعلق الأمر بالتوجيه الجيد للادخار لأحسن توظيفه. ويكمن السبب النظري وراء ربط التطور المالي بالنمو في أن النظام المالي المتطور يقوم بعدة وظائف حاسمة لتعزيز فعالية الوساطة المالية من خلال ما يحققه من خفض تكاليف المعلومات وتعاملات المتابعة، كما يشجع نشاط

* عالم أمريكي في الاقتصاد والعلوم السياسية (8 فبراير 1883 - 9 يناير 1950) أهم أعماله تاريخ التحليل الاقتصادي والدورة الاقتصادية.

الاستثمار، وتؤدي هذه الوظائف إلى رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري، وتعجيل خطى التقدم التكنولوجي مما يؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادي¹⁶، وخلاصة القول أن وجود نظام مالي قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة المشاريع الإنتاجية، من المتطلبات الرئيسية لتحقيق معدلات نمو عالية ومستمرة.

المنهج الثاني: التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية

فعلى النقيض من المنهج السابق، يشير هذا المنهج إلى أن التنمية الاقتصادية وما يصاحبها من معدلات عالية من النمو الاقتصادي الحقيقي سوف تخلق طلبا على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية، التي سوف تتطلب تطويرا للبنية الأساسية للنظام المالي للدولة بكل مكوناته بما فيها أسواق الأوراق المالية.

المنهج الثالث: منهج التغذية العكسية أو التبادلية

هذا المنهج يرى أن كلا من التنمية المالية والتنمية الاقتصادية لهما تأثيرات متبادلة على بعضهما البعض، فالدولة التي لديها نظام مالي متطور تستطيع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة ناجمة عن التغيرات الهيكلية المصاحبة، وذلك من خلال توفير المنتجات عالية التقنية وتمويل الابتكارات القابلة للتطبيق وذلك كما أشار إليه شومبيتر (Schumpeter, 1912)، وأن التنمية الاقتصادية بدورها سوف تشكل طلبا متزايدا على الأدوات والخدمات المالية. إذا يستمر التأثير الإيجابي والمتبادل بين كلا من المنظومتين. وحديثا توصلت عدة دراسات في هذا الخصوص للتأكيد على

¹⁶ خديجة لحر، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية حالة البنوك الجزائرية- واقع وأفاق، مذكرة الماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر: علوم التسيير، فرع نقود و مالية، السنة الجامعية: 2004-2005، ص 42.

الدور الايجابي المتبادل لأسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية لكونها تعمل على زيادة المدخرات وتخصيصها بكفاءة على كافة المجالات الاستثمارية المنتجة وانعكاس ذلك على التنمية المالية.¹⁷

ويعكس الارتباط بين التنمية الاقتصادية ومستوى التطور المالي على الأرجح علاقة سببية في اتجاهين، لن يدفع النمو فحسب بفعل زيادة توفر التمويل المتاح بفعل التطور المالي الذي يقوده جانب العرض بل من المرجح من ناحية أخرى أن يكون تطور القطاع المالي معتمداً على جانب الطلب بفعل التنمية الاقتصادية من خلال ارتفاع الدخل و المدخرات.¹⁸

أي أن العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية تبادلية فزيادة التنمية المالية من خلال تطوير النظم المالية واستقرارها يمكن أن تؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية، والعكس صحيح فانتعاش وزيادة النمو الاقتصادي - نتيجة لعوامل الدعم الأخرى - سوف يطور النظام المالي من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة لتمويل وتسوية المعاملات الاقتصادية.

المطلب الثالث: دور أسواق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي

بعد تقديم النظريات المفسرة للعلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية، سنتطرق في هذا المطلب لدور أسواق الأوراق المالية في دعم النمو الاقتصادي من خلال ما يلي:

أولاً- زيادة معدلات النمو الاقتصادي

أسواق الأوراق المالية أداة ومؤشر لقياس الحالة الاقتصادية حيث تساعد حالة تداول الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ بالأوضاع الاقتصادية¹⁹، كما تعطي مؤشراً عاماً

¹⁷ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء، المرجع المذكور سابقا ، ص3.

¹⁸ خديجة لحمر، المرجع المذكور سابقا ، ص 43.

¹⁹ رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر: الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، (1999)، ص 48.

لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة في مجال الادخار والاستثمار المحلي والأجنبي، والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية والسياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيهما.²⁰

كما تساهم أسواق الأوراق المالية في تعبئة رؤوس الأموال طويلة الأجل وتخصيصها نحو الاستثمار المحلي في كافة أوجه النشاط الاقتصادي الحقيقي، وبذلك تساهم بصورة مباشرة في رفع معدلات النمو الاقتصادي الحقيقي ومن ثم دفع عجلة التنمية الاقتصادية. فأسواق الأوراق المالية تتيح فرصا استثمارية لا يمكن تجاهلها حيث أن الزيادة الأولية التي تطرأ على النشاط الاقتصادي الحقيقي سوف تحدث موجة من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل في أسواق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها وهو الأمر الذي يولد مزيدا من الفرص الاستثمارية وهكذا تستمر الآثار التبادلية لأسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي الحقيقي في تسريع معدلات النمو والتنمية الاقتصادية.²¹

ثانيا- الحد من الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية

أسواق الأوراق المالية أداة لتجنب الآثار التضخمية، إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تكون طويلة الأجل، مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج، بينما تساعد أسواق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.²²

²⁰ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، القاهرة: عالم الكتب، (2003)، ص21

²¹ فخرى الدين الفقى، محمود محمد وفاء، المرجع المذكور سابقا، ص10.

²² صلاح منير السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية (قضايا اقتصادية معاصرة)، القاهرة: دار غريب للطباعة والنشر التوزيع، (2003)، ص90.

وتعد إقامة أسواق للأوراق المالية وتفعيل دورها في الدول النامية مساهما في تخفيض حدة الضغوط التضخمية، وبالتالي الحد من الارتفاع غير المرغوب في معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذه الأسواق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لخلق فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال وهو ما يزيد معدلات النمو في العرض المالي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب المالي.

ذلك تساهم أسواق الأوراق المالية في تحفيز الشركات المدرجة في هذه الأسواق على التزامها بقواعد الإفصاح والحوكمة وهو ما يساهم في ترشيد تكلفة الإنتاج، وبالتالي تحقيق معدلات ربحية عالية. تحفز مزيدا من الأفراد والمؤسسات على ضخ مزيدا من المدخرات في هذه الأسواق، لأن اتخاذ المستثمر لقراراته لابد أن يكون على ضوء حسابات دقيقة للتكلفة التي تعكس الندرة النسبية للموارد والأصول التي تمتلكها تلك الشركات المدرجة، ومن ثم تعكس أسعار منتجاتها الأسعار الحقيقية أي دون وجود تشوهات، فالشركات التي أسهمها مغال في تسعيرها، لن تحافظ على استمرار تداول أسهمها عند هذه الأسعار، في ظل أسواق للأوراق المالية ذات كفاءة عالية تتوافر بها المعلومات من خلال التزام الشركات المدرجة بقواعد الإفصاح والشفافية.²³

ذلك مساهمة أسواق الأوراق المالية في تحقيق قدر مناسب من الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وعلاج التشوهات السعرية، سوف تكون له آثار إيجابية علي عملية التنمية بالدول النامية وذلك لسببين، أحدهما مباشر ويتمثل في ارتفاع درجة التأكد وانخفاض المخاطر المحيطة بالنشاط الاستثماري، وهذا يعني ضمان تحقيق هذه الشركات لمعدلات ربحية مناسبة ، والسبب الثاني غير

²³ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء، المرجع المذكور سابقا ، ص10.

مباشر ويتعلق باستقرار المعاملة الضريبية وأسعار الفائدة ومن ثم إستمرار التأثير الايجابي على النشاط الاقتصادي.

ثالثاً- المساهمة في تحقيق استقرار أسعار الصرف

يعتبر وجود أسواق للأوراق المالية نشطة وكفؤة عاملاً يساهم في زيادة المعروض من النقد الأجنبي، وبالتالي في تخفيف الضغوط المستمرة التي تتعرض لها أسعار صرف عملات الدول النامية مقابل العملات الأجنبية، وهو الشرط الضروري لانتعاش واستقرار حركة التجارة الدولية ومن ثم ضمان مزيداً من تدفقات النقد الأجنبي إلى الدول النامية، هذا بالإضافة إلى أن وجود مثل هذه الأسواق في الدول النامية يعمل على جذب مزيداً من الاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة) اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية من خلال قناتين أساسيتين، الأولى تتم بصورة مباشرة من خلال ضخ مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية غير المباشرة للاستثمار في تكوين المحافظ المالية في الدول النامية وكذلك تشجيع رؤوس الأموال الأجنبية على المساهمة في الاستثمار المباشر في كافة الأنشطة الاقتصادية وعلى الأخص في مجال مشروعات البنية التحتية التي تتميز بكونها مشروعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا وهما العنصران اللذان تفتقر إليهما هذه الدول . كذلك تساعد هذه الأسواق في إنجاح برامج الخصخصة بالدول النامية ومن ثم زيادة مساهمة القطاع الخاص في إعادة الهيكلة اللازمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية في هذه الدول بالدخول في عمليات شراء الشركات والأصول الوطنية المعروضة للبيع والثانية بصورة غير مباشرة من خلال توفير السيولة للشركات الوطنية القائمة للتوسع في حجم أنشطتها وفتح المجال أمام الشركات الأجنبية للدخول في إستثمارات مشتركة معها، أو تشجيعها للدخول باستثماراتها الأجنبية منفردة نظراً لتأكدتها من إمكانية لجوئها إلى

أسواق الأوراق المالية لتدبير مزيد من التمويل اللازم للتوسع في استثماراتها في المستقبل أو للتصفية والخروج بأموالها عندما تدعو الحاجة لذلك.²⁴

رابعاً- إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة

تساهم أسواق الأوراق المالية في تحديد أسعار الفائدة، ويتم ذلك باستخدام البنك المركزي لآلية السوق المفتوح*، التي بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في أسواق الأوراق المالية وذلك بغية التأثير على السيولة النقدية وهيكل أسعار الفائدة، وفي هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة قوية بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيثاً [لدت علي وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى، ويعزى ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي وما يؤدي إليه من انخفاض أسعار الفائدة، سوف يشجع علي تعبئة مزيد من الاستثمارات التي تؤدي بطبيعة الحال إلي زيادة الإنتاج وانخفاض البطالة التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب علي المنتجات بالزيادة والتي ترفع الأرباح، فيؤدي ذلك بطبيعة الحال إلي زيادة أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية كمحصلة نهائية لزيادة المعروض النقدي.²⁵

خامساً- تحسين الوضع المالي للحكومة

تساهم أسواق الأوراق المالية في تخفيف الضغوط الواقعة على الموازنات الحكومية وتمكنها من القيام بدورها التنموي، وفي هذا الخصوص تساهم في تنفيذ برامج الخصخصة الحكومية، وبالتالي تولد الإيرادات اللازمة لتقليص العجز في موازنتها الذي يساهم في تخفيف الضغوط التضخمية،

²⁴ إبراهيم منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مصر :الإسكندرية، توزيع منشأة المعارف،(1997)،ص 245.

* وهي إحدى أدوات إدارة السياسة النقدية وتعرف بانها قيام البنك المركزي بعملية بيع وشراء الأوراق المالية.
²⁵ إبراهيم منير هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المرجع المذكور سابقا ، ص 291-293.

بالإضافة إلى علاج الاختلالات الهيكلية لباقي الشركات العامة حتى تتمكن من تحسين أدائها والمساهمة بصورة أكثر فاعلية في عملية التنمية الاقتصادية و [ذلك يؤدي زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي إلى زيادة حصيلة الحكومة من الضرائب والتي تساهم بدورها في دعم الوضع المالي للحكومة وهـ إذا في حلقة دائرية إلى أعلى.²⁶

كما تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين، من أجل تمويل الاقتصاد، فأسواق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل وتسهل عملية نموها.²⁷

كما أنه خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، تساهم أسواق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين.²⁸

سادسا- تشجيع المنافسة وتحسين [فاءة تخصيص الموارد الاقتصادية

لقد تناولت دراسات عديدة هذا الموضوع من أهمها ما قام به (ليفن، 2004)، حيث درس طبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية وعملية التنمية الاقتصادية، من خلال تشجيع المنافسة وتعزيز عملية التخصيص الـ [فؤ للموارد المالية طويلة الأجل خاصة في مجال الاستثمارات عالية التقنية. التي تحجم عن تمويلها المصارف نظرا لأنها ذات مخاطر عالية ، بالإضافة إلى عدم توافر المعلومات الكافية عن [افة ظروف السوق وهي من العوامل التي تعيق عملية التنمية الاقتصادية وعلى نفس المنوال أستنتج أرسيتيس وآخرون (Arestis et al. 2001) أن [لا من الجهاز

²⁶ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء، المرجع المذكور سابقا ، ص12.

²⁷ الزين منصورى، مرجع سابق، ص 11-12.

²⁸ عمر صقر ، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة ، الإسكندرية: الدار الجامعية ، (2003) ، ص125 .

المصرفي وأسواق الأوراق المالية لهما دور مؤثر في التنمية الاقتصادية إلا أن أسواق الأوراق المالية لها دورا أكثر تأثيرا.²⁹

فأسواق الأوراق المالية أداة لتوفير فرصا استثمارية تتنوع وتتفاوت من خلال المخاطر المرتبطة بالأوراق المتداولة فيها، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق وتوفير البيانات والمعلومات عنها ، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.³⁰

سابعا - زيادة درجة سيولة سوق الأوراق المالية

توصلت مجموعة من الدراسات* إلى أن إدخال مستوى سيولة أسواق الأوراق المالية والتطور المصرفي في نماذج للانحدار يمكنها التنبؤ بما ستكون عليه معدلات النمو، فأسواق الأوراق المالية تساهم في توفير مزيدا من السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لتدعيم عملية التنمية في الدول النامية .وتوافر أسواق أوراق مالية نشطة يعني تمتع الأسهم المتداولة فيها بسيولة عالية، وبالتالي درجة من المخاطر أقل وهو ما يشجع أفراد القطاع العائلي ووحدات قطاع الأعمال المحلي والأجنبي على تقديم بعض ما لديهم من فوائض مالية لاستثمارها بأسواق المال في شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات)، لتحقيق عوائد مناسبة وفي حدود مخاطر مقبولة .وبالطبع إن توافر هذه السيولة والتمويل

²⁹ الفقي،فخري الدين. محمد وفاء، محمود. المرجع المذكور سابقا ، ص12.

³⁰ إبراهيم منير هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر: مكتبة الإشعاع، (1997)، ص 45.

*من بين هذه الدراسات روسو وواتشل (Rousseau and Wachtel 2000) و بيك وليفن (Beck and Levine ,

طويل الأجل سوف يشجع المستثمرين في كافة القطاعات الاقتصادية على الإنتاج وتحقيق معدلات عالية من الأرباح يتم توزيع جانبها منها على حاملي الأسهم.³¹

ثامنا- دورها في عملية الخصخصة

عمدت الكثير من الدول إلى انتهاز سياسة الإصلاح الاقتصادي، وذلك عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد، مما ساعد على تطبيق وتوسيع قاعدة الملكية في إطار ما يعرف بالخصخصة، ولكن هذه الأخيرة تعثر بها العديد من المعوقات الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، ومن هنا تأتي أهمية الأسواق المالية، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية، توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذه السوق.³²

كما أن أسواق الأوراق المالية أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتنشغيلية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات يجب أن تتبع إدارتها سياسات كفوة لتحقيق نتائج أعمال جيدة لتحسين أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة، فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض، حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات يعد في أغلب الأحيان دليل

³¹ فخرى الدين الفقى ، محمود محمد وفاء ، المرجع المذكور سابقا ، ص12.

³² خضر حسان، تحليل الأسواق المالية ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 08.

على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياساتها
أما في تحسين مركزها.³³

أي أن قيام أسواق الأوراق المالية بوظائفها سيمنحها من دعم عملية الخصخصة في ظل
سياسة الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها العديد من الدول، باعتبار هذه الاسواق أداة غير رسمية
للمراقبة الخارجية على كفاءة ادارة الشركات المدرجة لأوراقها المالية فيها.

³³ الزين منصوري، المرجع المذكور سابقا ، ص12.

خلاصة الفصل الأول

بعد دراسة هذا الفصل الموسوم بدور النظام المالي في دعم النمو الاقتصادي من خلال أسواق الأوراق المالية، نستخلص أن النظام المالي جزء هام في النظام الاقتصادي للدولة يتكون من ثلاثة عناصر هي المؤسسات المالية الأسواق المالية والأدوات المالية، لكل عنصر منها دور في تسهيل عملية انتقال الموارد بين الوحدات الاقتصادية. فهو عبارة عن قناة بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية (المدخرون) وهم يشكلون جانب العرض للأموال وأولئك الذين لديهم عجزا ماليا (المقترضون) وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال، حيث تعمل السوق المالية على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي ، وتمثل مجموع المؤسسات المالية النظام المالي الذي يختلف هيكله من دولة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى وفق المستجدات والتطورات المستمرة في الاقتصاد.

كما تتعدد تصنيفات الأسواق المالية التي يختلف مستوى تطورها من دولة إلى أخرى، وبوجه عام يتم تصنيفها على أساس الاستحقاق إلى سوق نقدي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل وإلى سوق رأس المال أين يتم التعامل بأدوات مالية طويلة الأجل، لهذه الأسواق أهمية بالغة في توفير فرص إلتقاء عارضي وطالبي الأموال.

أسواق الأوراق المالية -باعتبارها أحد مكونات سوق رأس المال- تعد إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تتعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل وتنقسم إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية (منظمة وغير منظمة). وتتميز أسواق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما وبوجود المنافسة التامة أين يتم تحديد الأسعار على أساس العرض و الطلب، مع توفرها على وسطاء ذوو تخصص وخبرة في الشؤون المالية، تسمح لها هذه الميزات من تحقيق وظائفها في تمويل الاقتصاد و التخصيص الأمثل للموارد وغيرها من الوظائف.

قيام أسواق الأوراق المالية بوظائفها سيمنحها من دعم النمو الاقتصادي من خلال جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات من خلال السوق الأولي وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلاً من الاستهلاك بالتالي تجنب الآثار التضخمية، كما تشجع المنافسة وتعزز عملية التخصيص إلى أقصى حد للموارد المالية طويلة الأجل من خلال توفير المعلومات الكافية عن كافة ظروف السوق.

الفصل الثاني

الأزمة المالية العالمية 2008 بين المسببات والتداعيات على الاقتصاد العالمي

تمهيد:

الأزمات المالية التي تحدث في الاقتصاديات الحديثة ليست وليدة لحظة معينة، فضلاً على أنها ليس بالجديدة في أسبابها أو نتائجها أو طرق علاجها، فقد شهد القرن العشرين عدداً من الأزمات المالية والاقتصادية، ازدادت حدتها خلال الأربعة عقود الماضية من القرن العشرين، خصوصاً مع بروز التكتلات الاقتصادية وسيادة مناخ الحرية الاقتصادية والثورة التكنولوجية في مجال الاتصالات والمواصلات، وقد قادت هذه التطورات إلى تحرير وتوسيع حركة رأس المال العالمي (خاصة رؤوس الأموال الباحثة عن فرص استثمارية موجهة لأغراض المضاربة)، والغاء القيود على الصرف الأجنبي واستحداث المشتقات المالية، والكثير من القنوات الاستثمارية وأصبحت النقود والديون في هذه الأجواء سلعة تباع وتشتري، واخذ الاقتصاد المالي يتغلب شيئاً فشيئاً على الاقتصاد الحقيقي.

واحداً الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن أزمة مالية أضعفت اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008، وقد كشفت عن هشاشة النظام الاقتصادي والمالي الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية وأثبتت عدم اهلية النظام المالي العالمي للتعامل مع البنية المعقدة للآلية الصيرفة، وتمثلت مظاهر هذه الأزمة في أزمة سيولة نقدية أدت إلى انهيار العديد من المصارف وإعلان إفلاسها، وانتهاء بتدني أسعار الأسهم وانخفاض مؤشرات البورصة وانهيار العديد منها*، ليشمل كل الاقتصاديات بما فيها اقتصاديات

الدول العربية.

*فقد هبط مؤشر داو جونز لخمس جلسات متوالية وخسر 18% من قيمته، وتراجع مؤشر ستاندرد أند بورز بأكثر من 20%، واستمر الانهيار لعدة أيام، وفي الرابع والعشرين من الشهر نفسه تكبدت البورصات العالمية خسائر قياسية إذ تراجعت مؤشراتها بنحو 10%.

وانطلاقاً مما سبق سنتناول في هذا الفصل ماهية الأزمات المالية وأسبابها وأنواعها، مع التركيز على أسباب الأزمة المالية العالمية الأخيرة (أزمة 2008) وأثرها على الاقتصاد العالمي بها فيه أسواق الأوراق المالية من خلال المباحث التالية:

- ماهية وأسباب الأزمات المالية؛
- جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية؛
- أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي واجراءات احتوائها.

المبحث الأول: ماهية وأسباب الأزمات المالية

لا يوجد مفهوم محدد للأزمة المالية، فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد الدولي، بل قديمة في تاريخ الوقائع الاقتصادية، حيث ظهر الكثير منها في الماضي والحاضر، وسنحاول في هذا المبحث تحديد مفهوم للأزمات المالية والأسباب الكامنة وراءها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفاهيم مرتبطة بالأزمات المالية

لقد تطرق العديد من الكتاب والباحثين المتخصصين إلى مفهوم الأزمات المالية والاقتصادية من وجهات نظر عديدة، لكن رأينا أنه يتعين أولاً تناول ولو باختصار مفهوم الأزمة بصفة عامة قبل تحديد مفهوم الأزمة المالية وأنواعها وأسبابها من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: مفهوم الأزمة

تعود الأصول الأولى لاستخدام كلمة أزمة إلى علم الطب الإغريقي القديم ، وقد كانت هذه الكلمة تستخدم للدلالة على وجود نقطة تحول مهمة¹ ، وقد كثر تداول مفهوم "الأزمة" في الوسط الأكاديمي، وبعد التتبع والاستقراء تبين أن لمفهوم "الأزمة" العديد من المعاني لعل من أبرزها ما يلي:

- تغير عنيف يظهر على حالة صحية جيدة في الظاهر؛
- تفاقم مفاجئ لحالة مرضية؛
- مرحلة فاصلة وخطرة؛
- اضطراب وعائق مؤقت؛
- نزاع؛
- اختلال في التوازن بين الإنتاج والاستهلاك والذي يتميز بتراجع الطلب؛

¹يوسف أحمد أبو فارة، إدارة الأزمات مدخل متكامل، الطبعة الأولى، عمان : اثناء للنشر والتوزيع، (2009)، ص21.

– الإفلاس والبطالة؛

– نقص أو قلة في شيء معين كالقول بأزمة العقار، وأزمة السكن¹.

وتعني الأزمة في المعاجم الانجليزية نقطة تحول في المرض أو في تطور الحياة أو في التاريخ، أما في المعاجم العربية تعني الأزمة القحط والشدة، وتشير إلى حالة طارئة وموقف استثنائي مغاير ومخالف لمجريات الأمور الاعتيادية، ولم تكن كلمة أزمة شائعة الاستعمال في الأدبيات العربية القديمة، ولقد التفت الباحثون العرب إلى هذه الكلمة بصورة بارزة لتكون ترجمة مباشرة للكلمة الانجليزية crisis².

إذن فالأزمة هي حدث أو موقف مفاجئ غير متوقع يهدد قدرة الأفراد أو المنظمات على البقاء³، كما يقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة⁴.

الفرع الثاني: مفهوم الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة⁵، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المالية

¹ عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، (2009)، ص15.

² يوسف أحمد أبو فارة، المرجع المذكور سابقاً، ص22.

³ محمود جاد الله، إدارة الأزمات، عمان : دار اسامة للنشر والتوزيع، (2008) ، ص8.

⁴ السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والارهاب الدولي، الطبعة الثالثة، القاهرة : مركز القرار للاستشارات، (2004)، ص 13.

⁵ Rajan, Ramkishen, "Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples from East Asia", *Journal of Economic Education*, 2007, Vol. 38, No. 1; pp. 92-109.

والمادية والبشرية، كما تؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيار مؤسسات مالية ومؤسسات أخرى¹، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في أسواق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.²

وعرفت أيضا بأنها: الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم. هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من المتفائلة إلى المتشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحروب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمات مالية، كما يتسبب الاستثمار المضارب والمعاملات المشبوهة في حدوث الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة 1929.³

كما تعرف الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس في شكل تدهور كبير في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.⁴

¹ Ping, Lee. Tham, Yean. "Malaysia Ten Years After the Asian Financial Crisis", *Asian Surve*, Nov/Dec 2007. Vol. 47, No. 6; pp. 915–930.

² علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة. الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، الأردن: جامعة الزرقاء الخاصة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، (2009)، ص7.

³ Donald Rutherford, *routledge dictionary of economics*, 2nd edition, ed. Routledge, New York, 2002, p225.

www.pressinst.org.mn/pdf/dictionaryofeconoics-mirror.pdf

⁴ مروان حمشة، الأزمات المالية في نهاية التسعينات من القرن العشرين دراسة حالة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة البليدة: تخصص نقود مالية وبنوك، (2009)، ص14.

كما تعرف الأزمة المالية بأنها مرحلة حرجية تواجه المنظومة المالية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها. ويصاحبها تطور سريع في الأحداث ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لتصحيح الأوضاع وإعادة التوازن لهذا النظام.¹

فالأزمة المالية حالة تمس البورصات وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان مؤدية إلى انكماش اقتصادي، عادة ما يصاحبه انحسار للقروض والسيولة النقدية وانخفاض في الاستثمار، وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال²، فهي تعبير عن التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه من آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وإعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.³

كما عرفت الأزمة المالية على أنها الوضع الذي تتدهور في ظله كفاءة النظام المالي والمصرفي في أداء وظيفته الأساسية بتحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي (مدخرات مثلاً) إلى الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة، ويقترن هذا التدهور بانتشار حالات الذعر المالي الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية -لأسيما الأسهم-

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي ، الإسكندرية: الدار الجامعية ، (2009)، ص 18.

² Le groupe wikipedia, Crise financière, dans : wikipedia : the free encyclopedia, disponible sur:

http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_financi%C3%A9re#Typologie_des_m%C3%A9canismes_de_crise_financi%C3%A9re

(08/02/2009).

³ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، المرجع المذكور سابقاً ، ص7.

والذعر المصرفي الذي يسبب سحب واسع النطاق للودائع من البنوك -إفلاس كثير من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع حجم القروض المدومة -، مع تدهور قدرة المؤسسات المالية لاسيما المصارف وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها، فتنشر حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير، وهذا يسبب انخفاض حجم التمويل المتاح للاستثمار الحقيقي، فيخفض حجم النشاط الاقتصادي ، ويزداد معدل البطالة...¹

توجد للأزمات المالية عناصر مشتركة، رغم أنها تأتي في أشكال مختلفة. وكثيرا ما يرتبط الأزمة المالية بواحدة أو أكثر من المظاهر التالية: تغييرات جوهرية في حجم الائتمان وأسعار الأصول؛ اضطرابات شديدة في الوساطة المالية وعرض التمويل الخارجي لمختلف الجهات الفاعلة في الاقتصاد؛ مشاكل على نطاق واسع في الميزانية العامة (للشركات والأسر والوسطاء الماليين والملاك)؛ وزيادة الدعم الحكومي على نطاق واسع (في شكل دعم السيولة وإعادة الرسملة). على هذا النحو، الأزمات المالية عادة ما تكون أحداثها متعددة الأبعاد يصعب تمييزها باستخدام مؤشر واحد.²

بناء على التعاريف المقدمة سابقا نخلص إلى أن الأزمة المالية هي حدث أو حالة يتعرض لها النظام المالي لدولة ما أو مجموعة من الدول تحول دون تمكينه من أداء مهامه جزئيا أو كليا، وتقترب حالة التدهور هذه بانتشار حالات الذعر المالي، الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية خاصة الأسهم وانتشار الذعر المصرفي الذي يسبب سحب الودائع من البنوك على نطاق واسع وإفلاس كثير من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع حجم القروض المدومة، مما يؤدي إلى

¹ أحمد أبو الفتوح الناقية، الأزمة المالية العالمية : الأسباب والأعراض والنتائج، جامعة أم القرى، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://uqu.edu.sa/page/ar/43488>

² Stijn Claessens , M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper, Research Department, International Monetary Fund, p4-5. website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf (date of consultation 27/04/2013)

انحسار الاقراض والسيولة وانخفاض الاستثمار، مما ينعكس سلباً على الأوضاع الاقتصادية في شكل انهيار أسواق الأوراق المالية وزيادة عدد حالات الإفلاس وارتفاع معدلات البطالة وتراجع الانتاج وتدهور قيمة العملة.

الفرع الثاني: مفهوم الأزمة الاقتصادية

تعرف الأزمات الاقتصادية بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك¹، أي أن الأزمة الاقتصادية تعني الاضطراب الشديد في تدبير أمور الدولة المالية الذي يحتاج لبذل جهد لإزالته وإعادة الوضع إلى الاستقامة والاعتدال، وليس المقصود بالأزمة الاقتصادية الخلل البسيط في الأمور المالية الذي يمكن معالجته بالوسائل العادية. فمثل هذا الخلل يتوقع حدوثه عادة في جميع شؤون الحياة ويمكن معالجته وقبوله في الحدود المسموح بها.

كما تم تعريف الأزمة اقتصادية على أنها تدهور مفاجئ في الوضع الاقتصادي لبلد ما أو لمنطقة اقتصادية نتيجة عدم تطابق الإنتاج والاستهلاك، بما يؤدي إلى زيادة حادة في معدلات البطالة، وانخفاض في الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة في عدد حالات الإفلاس، وانخفاض القوة الشرائية ...، كأزمة الكساد الكبير 1929 التي تعتبر الأخطر في التاريخ الحديث على الصعيد العالمي.²

كما تعرف الأزمة الاقتصادية بأنها مرحلة تباطؤ للنشاط الاقتصادي تأتي بعد مرحلة توسع اقتصادي. وتتميز عادة بانخفاض كبير للإنتاج ولمعدل النمو وارتفاع معدل البطالة، ويقسم الاقتصاديون دورات الإنتاج وفق أربع مراحل متتالية:

¹ Mishkin, Frederic S , Eakins , Stanley G . Financial Market and institutions , Addison Wesley Longman Inc . 3rd . ed . 2000 ,U . S . A

² Définition de crise, Toupictionnaire" : le dictionnaire de politique <http://www.toupie.org/Dictionnaire/Crise.htm>

- مرحلة النمو أو التوسع يتبعها ارتفاع الإنتاج؛
- مرحلة الأزمة، وتمتاز بانخفاض كبير للإنتاج؛
- مرحلة الكساد، وتمتاز بانخفاض الإنتاج؛
- مرحلة عودة النشاط الاقتصادي.

ومن خلال ما سبق هنا يتضح أن الأزمة الاقتصادية هي المرحلة المحددة التي يقع فيها تقلب حاد للوضع الاقتصادي والتي تنبئ بنهاية مرحلة الرواج أو التوسع الاقتصادي ولأن في الاستعمال الفعلي أخذت كلمة الأزمة الاقتصادية معنى أعم لتشمل في الغالب فترة الكساد الاقتصادي نفسها.

المطلب الثاني: العوامل المسببة للأزمات المالية وقنوات انتشارها

بعد التطرق إلى مفهوم الأزمات المالية ولكي نفهم لماذا تحدث هذه الأزمات المالية، وكيف تؤدي إلى انكماش في الأنشطة الاقتصادية، نحتاج إلى معرفة العوامل المسببة لها والقنوات التي تنتشر من خلالها من دولة إلى أخرى وبين القطاعات المختلفة داخل نفس الدولة، من خلال ما يلي:

الفرع الأول: العوامل المسببة للأزمات المالية

تعود الأزمات المالية إلى عدة أسباب نورد أهمها فيما يلي:

أولاً- الزيادة في معدلات الفائدة

عند اتجاه معدلات الفائدة إلى الارتفاع بسبب زيادة الطلب على الائتمان أو بسبب انخفاض عرض النقد، سوف يؤدي ذلك إلى انخفاض في الاقراض مما يؤدي إلى انخفاض حقيقي في الاستثمار ومن ثم في أنشطة الاقتصاد الاجمالية، ولهذا فإن الزيادة في معدلات الفائدة قد تقود إلى

تأثيرات سلبية من حيث حدوث الأزمات المالية.¹

كما أن المغالاة في رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يحدث هو الآخر آثار سلبية على الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال تأثيره على البورصة والبنوك، حيث يقوم المستثمرون بتوجيه استثماراتهم من الأسهم إلى الودائع المصرفية التي تعطي عائدا أكبر وتتصف بمخاطر أقل. هذا السلوك من المستثمرين يعني عرض عدد كبير من أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر الشراء.²

كنتيجة لهذه الزيادة في المعروض من الأوراق المالية في السوق المالي التي لا تقابلها طلبات الشراء يحدث الانخفاض في أسعار الأسهم مما قد يؤدي إلى انهيار البورصة، كما لا يقف التأثير السيئ للمغالاة في رفع أسعار الفائدة على البورصة فقط بل يمتد ليشمل البنوك، ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يترتب عليه ارتفاع تكاليف وأعباء إعادة التمويل بالنسبة للبنوك، وبالتالي تعرضها لمخاطر إعادة التمويل، وهي المخاطر التي تتعرض لها البنوك والمؤسسات المالية إذا فاقت تكاليف إعادة تمويل التزاماتها من العائد الناتج من الاستثمار في الأوراق المالية أو القروض، الأمر الذي يؤدي إلى إفلاسها إذا كان الارتفاع في أسعار الفائدة بشكل مبالغ فيه.

كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على المؤسسات الاقتصادية في صورة ارتفاع حاد في معدلات الفائدة على القروض الجديدة الممنوحة لها، وهو ما يعني ارتفاعا حادا في تكاليف التمويل لهذه المؤسسات ، وبالتالي انخفاضا كبيرا في قدرتها على الحصول على احتياجاتها التمويلية للاستمرار

¹ صلاح الدين محمد امين الامام، اجراءات تجنب اثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، جامعة الاسراء الخاصة: المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الادارية والمالية ، ص6.

² عبد الحافظ السيد البدوي ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة ، القاهرة: دارالفكر العربي للنشر

في ميدان الأعمال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حاد في معدلات الاستثمار، وانكماش شديد في النشاط الاقتصادي.¹

ثانياً: الزيادة في عدم التأكد

ارتفاع درجة عدم التأكد في الأسواق المالية يؤدي ربما إلى الفشل المالي ، فأى صدمة في سوق الأسهم تصعب على المقرضين تجنب مخاطر الائتمان الرديء الناتج عن القروض التي تم منحها سابقاً ، كما أن عدم مقدرة المقرضين على حل مشكلة الاختيار المعاكس، تجعلهم أقل رغبة للإقراض وبالتالي الانخفاض في الاستثمار والنشاطات الاقتصادية الأخرى.

ثالثاً: عدم التحضير الجاف للتحرير المالي

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبياً حيث بدأت أوائل عقد الستينيات من القرن العشرين في العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي، يشتمل مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشراف قوي، وخصخصة بنوك القطاع العام، وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء المصارف والسماح للبنوك الأجنبية بالدخول إلى المنظومة المصرفية المحلية، وتحرير سعر الفائدة وتحرير أسعار الصرف وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال، وعليه يمكن أن نعرف التحرير المالي من عدة جوانب وهذا حسب اختلاف آراء ووجهات نظر المفكرين الاقتصاديين، حيث يعرف التحرير المالي بأنه إجراء يقضي بالتخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية، بما فيها تثبيت أسعار الفائدة وتوجيه القروض إلى قطاعات محددة، التي ينجم عن هذا التخصيص غير الكفاءة للموارد المالية إلى التأثير السلبي على النمو والاستثمار والادخار، أو هو محاولة لتخفيف القيود

¹ طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الإسكندرية: الدار الجامعية، (1999)، ص233.

الحكومية على المؤسسات المالية وعملها وأدواتها.¹

وينشئ التحرير المالي أوضاعاً جديدة لم يتعود عليها النظام المصرفي في السابق ، وفي ظل غياب ما يقابلها من احتياطات وإجراءات كافية يمكن أن تحدث الأزمات البنكية ، فحينما يتم تحرير سعر الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة المدارة، التي كانت تجعل سعر الفائدة على الآجال القصيرة أقل من الآجال طويلة الأجل ، ومع رفع القيود على منح الائتمان يزيد الطلب - الذي كان في حالة ترقب - في القطاعات التي تم تحريرها مثل العقارات وأنشطة السندات ، كما أن خفض نسبة الاحتياطي يسمح للبنوك أن تلبى تلك الطلبات المتزايدة ، في ظل هذه الأوضاع ومع بقاء المسؤولين عن منح الائتمان في ظل سياسة الكبح المالي هم أنفسهم المسؤولون في ظل سياسة التحرير لن تكون لديهم الخبرة الكافية لتقدير مخاطر الائتمان.²

كما يؤدي التحرير المالي إلى تدويل و انتقال أزمات البنوك والأزمات المالية، ولعل ذلك من أهم تحديات والآثار السلبية للتحرير المالي، حيث حدثت في عقد التسعينات أزمات بنكية ومالية في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في الصندوق النقد الدولي، وقد تصاعدت أزمات البنوك والأزمات المالية في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية والولايات المتحدة الأمريكية كندا وشمال أوروبا وإفريقيا فضلا عن الأزمات التي واجهتها بنوك روسيا ودول شرق ووسط أوروبا، وقد حدثت كل تلك الأزمات في ظل التحرير المالي والعولمة، حيث كانت لهذه الأزمات تأثير على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها بل امتد تأثيرها السلبي على النظام المالي في بلدان أخرى.

وتعد طريقة تطبيق إجراءات التحرير المالي من الأسباب الرئيسية في حدوث الأزمات، حيث يوجد منهجان لتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي

¹ عبد الغني حريزي، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، جامعة فرحات عباس سطيف: المؤتمر الدولي الازمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص3.

² عبد النبي إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، مصر: جامعة أسيوط، كلية التجارة ، بدون سنة نشر ، ص5.

الخارجي في آن واحد، وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم في شكل متسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحيطه وحذر.¹

رابعاً: تعثرات وفشل مالي في قطاع البنوك

عند حصول تدهور في الميزانية العمومية للبنك فانه سوف يبدأ في التعثر والفشل المالي، مما يؤدي الى انتشار الخوف أو الخطر ، وفشل عدة بنوك سينتج عنه ما يعرف بالفرع المصرفي (Bank panic) مؤديا إلى انكماش حاد في الأنشطة الاقتصادية وحدوث الأزمة المالية.²

خامساً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي

تعتبر التقلبات في شروط التبادل التجاري أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية، فيصعب على زبائن البنوك العاملين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد - في حالة انخفاض شروط التجارة- الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية أحد مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار، سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من الدول النامية، كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستويات النمو المحلي الإجمالي والتي كان لها دوراً هاماً في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.³

¹ عبد الغني حريزي ، المرجع المذكور سابقاً ، ص 4.

² Mishkin, Frederic. Eakins , Stanley. Financial Market and institutions , U.S.A: Addison Wesley Longman Inc, (2000) , p409-410.

³ عبد السلام زابدي ، يزيد مقران، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، المركز الجامعي خميس مليانة: الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، يومي 5-6 ماي 2009 ، ص 10.

سادسا: اضطرابات القطاع المالي

شكل انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح الائتمان وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، وشهد القطاع المالي توسعا كبيرا، ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي وضعف الاقتصاد.

عانت العديد من الدول النامية من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي والضعف الواضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية، وأدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة.¹

سابعا: ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية

حيث أن الإطار الذي تعمل فيه البنوك إذا كان ضعيفا أو هشاً فسيؤثر سلباً على أداء البنوك، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك ، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية ، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على رقابة البنوك إدارة وتنظيم هذه البنوك عندما ترتكب أخطاء ، لأنهم بدون معلومات تتسم بالدقة

¹ عبد السلام زايدي ، يزيد مقران ، المرجع المذكور سابقا، ص 10 .

والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للزبائن والمقترضين، وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وببطء الإجراءات وطولها - سواء البنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات الإفلاس - فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض¹، كما أن العديد من الدول التي تعرضت لأزمات مالية تعاني من ضعف النظم والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية.

وفضلا عما تقدم تتعدد وتتنوع العوامل المسببة للأزمات المالية بحسب ظروف كل دولة ، فهناك جملة من الأسباب تتضافر آنيا فيما بينها لإحداث أزمة مالية ويمكن توضيح أهم هذه الأسباب فيما يلي:

- مشاركة المصارف في التوسع في منح الائتمان وتقديم القروض وبالأخص قروض المساكن إلى الزبائن الغير مؤهلين أي ذوي جدارة ائتمانية ضعيفة.
- التحرير المالي غير الوقائي المتمثل في إزالة الكثير من الحواجز والمحددات التنظيمية والتشريعية ، إذ يؤدي التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان، سواء في نوع معين من القروض كالقروض الاستهلاكية أو العقارية أو لقطاع واحد.
- الإدراج المزدوج للأسهم في الأسواق المالية المختلفة، أي إدراج سهم شركة معينة في أكثر من بورصة مختلفة في ظروفها وبالتالي تعرضها إلى مشكلة التأثير المتتابع عند تعرض سهم معين إلى مشاكل في بورصة معينة تنتقل إلى البورصات الأخرى .
- حصول انفجار فقاعة المضاربة وهي عمليات بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الموجودات المالية أو المادية كالأسهم والسندات أو العقارات بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية ، إذ أن المضاربة تمثل عملية بيع وشراء الموجودات بأنواعها لذاتها للاستفادة من تقلبات سعرها

¹ عبد النبي إسماعيل الطوخي، المرجع المذكور سابقا ، ص5.

وليس لاستخدامها في الأغراض التي وجدت فيها من أجلها أو للاستفادة من عوائدها ، أي وجود مواقف مضاربة كبيرة من قبل المستثمرين الأفراد وبعض المستثمرين المؤسسيين.

- استخدام التعقيد في التعاملات المالية ، فقد مر العالم بطفرة مالية وغزت تلك الطفرة الطلب على المخاطر وتم استحداث منتجات مالية لمواجهة ذلك الطلب ، ومن تلك المنتجات كانت المشتقات التي تنسم بالخطورة والتعقيد وتم تمويل تلك الموجودات بمديونية كبيرة وبمجازفة في السيولة (عمليات التسديد مثلا) وأصبح العديد من المؤسسات المالية الكبيرة في العالم مكشوفاً لخطر حدوث تراجع اقتصادي عالمي، وجعل حجم الموجودات غير السائلة وطويلة الأمد الممول بمطلوبات قصيرة الأجل (أزمة الرهن العقاري وتحول أموال المصارف الممثلة بالودائع إلى عقارات منخفضة الأسعار).

- النظام المالي ضعيفاً وقابلاً للتأثر بالدورات الاقتصادية، ومع تزايد القلق بشأن الخطر تراجع المستثمرون متسببين في حدوث دورة تعزز نفسها بنفسها من التصفية الاضطرارية للموجودات ، وهذا ناتج عن التعامل بأدوات مالية صعبة التقييم.¹

الفرع الثاني: قنوات انتشار الأزمات المالية

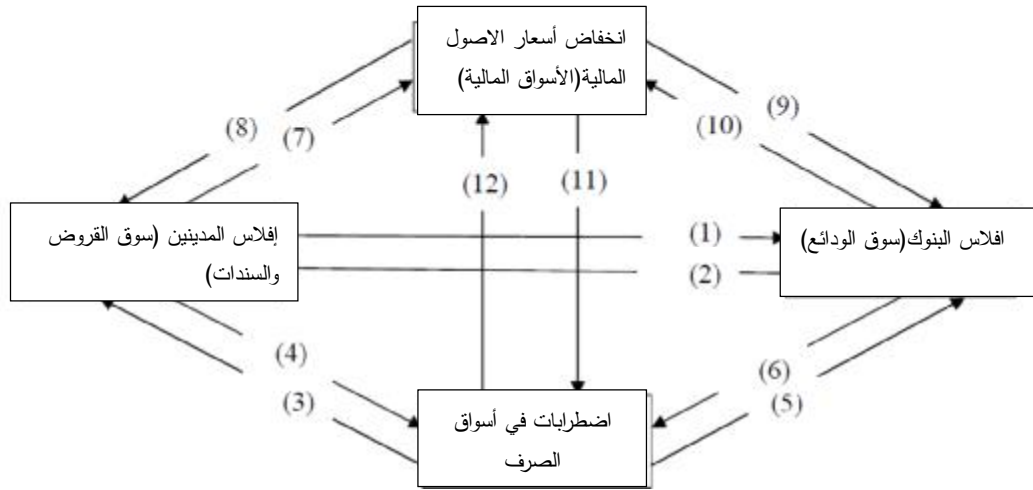
توجد مجموعة من القنوات تساهم في انتشار وتوسع الأزمات المالية، فقد تنتشر الأزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تنتسج لتشمل دولا أخرى. وسيتم تناول قنوات انتشار الأزمات المالية فيما يلي:

أولاً- الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

تمثل الأزمات المالية حالة من الاضطراب المالي، تظهر في أحد أقسام النظام المالي الواحد والمتمثل في سوق الاستدانة، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية لأن سرعان ما تنتقل إلى

¹صلاح الدين محمد امين الامام، المرجع المذكور سابقاً، ص7-8.

الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:



الشكل رقم (02): قنوات انتشار الأزمات المالية

المصدر: كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10-11 نوفمبر 2009 ، ص 12.

يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمات المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد

وذلك على النحو التالي:

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

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

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

- القناة الرابعة: إفلاس المدينون من شأنه أن يحدث تخوفا لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة الكميات الكبيرة المعروضة للبيع.

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

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

- القناة السابعة والثامنة: تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

- القناتين التاسعة والعاشر: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عددا كبيرا من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي ما ينتج عنه انخفاضا في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق رأس المال. كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية مع إمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعاملا في السوق المالي.

- القناة الحادية عشر: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي، وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

- القناة الثانية عشر: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالي.

ثانيا: انتقال الأزمات المالية من دولة إلى دول أخرى

بعد التطرق إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم إلى باقي أقسام النظام المالي ، سنتناول هنا انتقال الأزمة المالية من دولة إلى دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة، حيث تؤكد وقائع الاقتصاد العالمي على أن الأزمة التي تصيب منطقة اقتصادية معينة تمتد لتضرب مناطق اقتصادية أخرى في العالم، وأن هذا الانتقال للعدوى يعبر عنه عادة في أدبيات الاقتصاد العالمي بآثر الدومينو.

قناة التجارة أو التبادل التجاري ما بين الاقتصاديات الدولية، فالاقتصاد الذي يمر بموجة الكساد يؤثر على باقي الاقتصاديات من خلال تجميد حركة التجارة أو عقود التصدير والاستيراد ، وهو ما يكون له بالغ الأثر على عوائد تلك الشركات المصدرة منه على أسعار أسهمها، أو اذا كانت الشركات المصدرة فسوف تؤثر على ميزان مدفوعاتها، وقد يؤثر على أسعار صرف العملات أيضا، أي الاتفاقيات التجارية وما قد ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.

قناة أسواق المال والبورصات خصوصا مع الاندماج المالي للأسواق أو ما يسمى بربط الأسواق ببعضها البعض من خلال الإدراج المزدوج أو المتعدد لأسهم الشركات في بورصات مختلفة،

إضافة إلى فتح الأسواق المالية أمام المستثمرين الأجانب وماله من بالغ الأثر على انتقال خوف والفرع ما بين الأسواق المالية المختلفة.

أي أن الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما، يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرون في هذه البلدان. كما يؤدي وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

وتعتبر القناة الثانية أكثر تأثيراً في انتقال الأزمات المالية نظراً لأهمية الاستثمار في النشاط الاقتصادي وتعاضم أسواق الأوراق المالية في الدول نظراً لتوجه الكثير من المستثمرين نحوها رغبة في تحقيق الأرباح استناداً على عمليات المضاربة التي تحصل في تلك الأسواق على الأدوات الاستثمارية المتاحة.¹ وبالتالي زيادة حدة الأزمات المالية نتيجة المضاربات.

الفرع الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمة المالية

توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية و ذلك الخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، و يترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية، وندرج هذه المؤشرات فيما يلي:

- الارتفاع في معدل البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية؛
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية؛

¹ انظر:

كمال رزيق، حسن توفيق، المرجع المذكور سابقاً ، ص 14
صلاح الدين محمد امين الامام، المرجع المذكور سابقاً ، ص 8-9.

- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة ؛
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي ، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي ؛
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي؛
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك؛
- غياب الشفافية و الإفصاح نتيجة عدم التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية ؛
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق على الأسواق المالية ، و ما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق¹.

ويمكن اجمال المؤشرات الدالة على الأزمة المالية في الجدول التالي:

¹ مراد ناصر ، الأزمة المالية العالمية :الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، جامعة فرحات عباس: المؤتمر الدولي الازمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص3.

الجدول رقم (01) : المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

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

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،

(2005) ، ص 39.

وبحسب الجدول أعلاه فإن كل مؤشر من هذه المؤشرات يضم مؤشرات تفصيلية، وذلك حسب ظروف كل دولة وطبيعة نظامها المصرفي، ومدى وفرة وجودة البيانات المنشورة عن الجهاز المصرفي.

المطلب الثالث: أنواع وخصائص الأزمات المالية

قدم الباحثون والمتخصصون مجموعة من التقسيمات والخصائص للأزمات المالية نورد أهم هذه التقسيمات فيما يلي:

الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية وفقا لتصنيف صندوق النقد الدولي

يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسية، وهي:

أولاً: أزمة العملات (أزمة النقد الأجنبي)

أزمة النقد الاجنبي هي الحالة التي تصبح فيها قيمة العملة غير مستقرة، مما يفقدها موثوقيتها عند استخدامها، والتي عادة ما تتواجد عندما تكون مضاربات على الصرف، أي عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى هبوط حاد في قيمتها، مما يرغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع حصص ضخمة من احتياطاته، الأمر الذي يؤدي إلى استنزاف قدر كبير من الاحتياطيات الأجنبية.¹

كما أن الأزمة في ميزان المدفوعات (انخفاض قيمة العملة، فقدان احتياطيات النقد الأجنبي، انهيار سعر الصرف) تنشأ عندما يتوسع البنك المركزي في منح الائتمان المحلي بطريقة غير متناسقة مع سعر الصرف، في كثير من الأحيان ينتج عن هذا التوسع استنزاف الاحتياطيات

¹ بول هيلبرز، راسل كروجر، مارينا موريتي، مؤشرات الحيلة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002 ، ص 06

المتبقية لدى البنك المركزي ويدفع الاقتصاد إلى معدل عائم.¹

يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات " الطابع القديم " أو " الحركة البطيئة وبين أزمات " الطابع الحديث ". إذ الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق ، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الأخيرة فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات بجزء مهم من الاقتصاد (سواءً كان عاماً أم خاصاً) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحرراً و تكاملاً إلى الضغط السريع على سعر الصرف.²

ثانياً: الأزمات المصرفية

هي نوع من الأزمات يتعرض فيها بنكا أو عددا من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب ويكون هذا التدافع نتيجة للديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنوك تفوق الأصول في نفس الآجال، أو عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الأزمات قصيرة الأجل أو عدم وجود مقرض نهائي...، المهم أن هذه الأزمة تحدث عندما يتوافر حجم كبير من الأصول غير الكفوءة.

وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار أشد على النشاط الاقتصادي، وقد كانت هذه الأزمات نادرة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينيات وتحدث بالتراصف

¹Steven Radelet, Jeffrey D. Sachs, The Onset of the East Asian Financial Crisis, University of Chicago Press, p108 <http://www.nber.org/chapters/c8691>

²مروان حمشة، المرجع المذكور سابقاً، ص15.

مع أزمات العملة¹، ويشير تعبير الأزمة المصرفية إلى موقفين هما:

أولا: الموقف الذي تضطر فيه البنوك نتيجة للمسارعة الفعلية أو المحتملة لسحب الأموال منها، أو نتيجة لاحتمال إخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب إلى وقف التحويل الداخلي للالتزاماتها.

ثانيا: الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات واسعة النطاق.²

أي أنها تعبر عن اختلالات النظام المصرفي وعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أمام مودعيه، مما يحتم تدخل الحكومة أو السلطة النقدية المسؤولة عن تقديم المساعدة للوحدات البنكية المتعثرة، وتقديم الحماية الكافية لبقية الجهاز بما يضمن عدم انهياره بشكل تام.³

فالأزمات المصرفية شائعة جدا ورغم ذلك قد تكون الأقل فهما من بين الأزمات، لأن البنوك هشة بطبيعتها، مما يجعلها عرضة لفقدان الثقة من قبل المودعين. وعلاوة على ذلك فالأزمة في أحد البنوك سرعان ما ينتشر في النظام المصرفي بأكمله. بينما شبكات السلامة العامة - بما في ذلك التأمين على الودائع - يمكن أن تحد من هذا المخطر، ودعم الجمهور يأتي مع التشوهات التي يمكن أن تزيد في الواقع من احتمال وقوع أزمة. كما أن الضعف المؤسسي أيضا يرفع خطر وقوع أزمة. فعلى سبيل المثال، البنوك تعتمد اعتمادا كبيرا على المعلومات القانونية والقضائية لاتخاذ قرارات استثمارية حصيفة وتحصيل القروض، ومع نقاط الضعف المؤسسية يمكن للمخاطر أن تكون أعلى.⁴

¹ كريستيان ملدر، عين العاصفة - يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002، ص 06.

² مروان حمشة، المرجع المذكور سابقا، ص 15.

³ بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، المرجع المذكور سابقا، ص 06 .

⁴ Stijn Claessens , M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper, Research Department, International Monetary Fund, p4-5. website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf (date of consultation 27/04/2013)

ثالثاً: أزمة الديون الخارجية :

نظرا لعدم وجود تعريف موحد وشامل للمديونية الخارجية ومتفق عليه، تكونت سنة 1984 مجموعة عمل تضم كل من صندوق النقد الدولي، والبنك العالمي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، وبنك التسويات الدولية، قامت بوضع تعريف موحد في تقريرها السنوي وهو التالي: "إن إجمالي الديون الخارجية في تاريخ معين يكون مساويا إلى مبلغ الالتزامات التعاقدية الجارية التي تؤدي إلى تسديدات مقيمي بلد ما، تجاه غير المقيمين به، ويشمل حتمية تسديد أصل الديون مرفوقا بالفوائد أو من دونها، أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد مبلغ الأصل"، سمي هذا التعريف بالمركزي لأنه يعرف العناصر الأساسية المكونة للمديونية الخارجية.¹

ولقد ظهرت أزمة الديون العالمية مع بداية الثمانيات من القرن العشرين، ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الاقراض لحكومات دول العالم الثالث، وقد اقترنت حركة التوسع في الاقراض بتعثر تلك الحكومات وعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها كما فعلت المكسيك في العام 1987 وتبعتها عدة دول.²

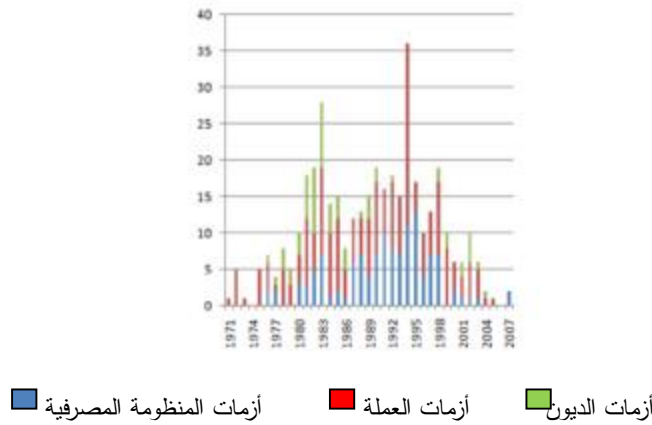
اذن تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، أو هي الحالة التي تعجز فيها الدولة عن خدمة ديونها الخارجية.³

¹فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المدنية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: علوم اقتصادية، فرع: التسيير، السنة الجامعية 2006-2005، ص 27.

²إبراهيم منير هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، الإسكندرية: منشأة المعارف، (1997) ص 602.

³بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيلة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002، ص 06.

بالإضافة إلى أزمة أسواق المال :تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع الأسعار ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble) ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل . وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى، سواء في نفس القطاع أو ربما تمتد أيضا إلى القطاعات الأخرى¹. وفيما يلي العدد السنوي للأزمات المالية مقسمة حسب أنواعها الثلاثة وفقا لصندوق النقد الدولي التي عرفها العالم خلال الفترة من 1970 الى 2007:



الشكل رقم (03): العدد السنوي للأزمات المالية خلال الفترة 1970-2007

Source : Jean Pisani, Ferry. Will the crisis trigger a revival of the IMF, Bruegel policy contribution , October 2008,p3.

<http://www.bruegel.org/download/parent/43-will-the-current-crisis-trigger-a-revival-of-the-imf/file/399-will-the-current-crisis-trigger-a-revival-of-the-imf-english>, date de consultation 02/05/2013.

ويتضح من الشكل السابق ارتفاع عدد أزمات العملة بعد 1970 مقارنة بباقي أنواع الأزمات

نتيجة تحرير أسعار الصرف أثر سقوط نظام بروتن وودز ، كما نلاحظ أيضا زيادة في عدد تكرار

¹عبد المطالب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية (2009)، ص 190.

أزمات المنظومة المصرفية بداية من 1980، مع تفاوت في عدد أزمات الديون من فترة إلى أخرى.

الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية

رغم تعدد أنواع الأزمات المالية إلا أنها تشترك في جملة من الخصائص نوردتها في ما يلي:

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها؛
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد؛
- وجود نقص واضح في البيانات والمعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة ، بما ينعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناع القرار ، مما يؤدي الى عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة؛
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة؛
- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها؛
- بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجبا مصيريا؛
- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة، نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها؛
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية؛

- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي، يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة ، التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة؛

- تشكل تهديدا للمبادئ الأساسية التي يقوم عليها النظام، وتؤدي إلى حالة من القلق والتوتر، الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار، ويجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة.¹

المطلب الرابع: أهم الأزمات المالية إلى ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية 2008 ليست الأولى ولن تكون الأخيرة التي عرفها وسيعرفها العالم، فمن سنة 1929 إلى 2007 وعلى مدار 80 سنة تقريبا عرف الاقتصاد العالمي الكثير من الأزمات المالية ، أشدها أزمة الكساد العظيم²، وسنتطرق في هذا المطلب إلى أهم الأزمات المالية إلى ما قبل الأزمة المالية العالمية 2008 من خلال الفروع التالية :

الفرع الأول: أزمة الكساد العظيم 1929

خلال 1929-1933 شهدت النظام المالي الأمريكي ظروفًا تعد من بين الظروف الأكثر صعوبة في تاريخها. من خلال العديد من الإخفاقات في قطاع البنوك وعدد من الوسطاء والأسواق الأخرى، وارتفاع معدلات التخلف عن السداد مسببة عدة حالات من افلاس³، لذا أصبحت أزمة

¹ انظر:

- يوسف احمد ابو فارة، المرجع المذكور سابقا ، ص27-28.

- كمال رزيق، حسن توفيق، المرجع المذكور سابقا ، ص 3-4.

- فاطمة الزهراء بلحسين، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، 15-16 ديسمبر 2010، ص6.

² mouhoubi ,Salah, La face cachée de la crise financière mondiale, édition L'harmattan, paris ,2009, p 12.

³ ben s. bernanke, non—monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, national bureau of economic research, january 1983,p3.

<http://www.nber.org/papers/w1054> (consultation date 29/08/2013).

1929 والتي تسمى بأزمة الكساد الكبير حالة نموذجية لدراسة الأزمات المالية ، إذ مهدت الطريق للعديد من البحوث النظرية وفي مجالات مختلفة، فقد كانت لها عواقب اقتصادية وسياسية واجتماعية (البطالة وتراجع الاعانات الممنوحة من الدولة) ، وهي لا زالت لحد الآن محط اهتمام الباحثين وتعد هذه الأزمة من أشهر الأزمات المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت آثارها إلى دول أوروبا الغربية على نحو هددار لان النظام الرأسمالي.

فقد أدت هذه الأزمة المالية إلى التشكيك في الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر "دعه يعمل، دعه يمر" ، لذا قام الاقتصاديون في الدول الغربية بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر، وفضلا عن ذلك ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة التدخل الحكومي وعدم الاعتماد على السوق في إصلاح المشاكل تلقائيا . وقد بدأت محاولات العديد من الدول لاحتواء الأزمة خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع هذه الأخيرة من الإفلاس وحماية جهازها المصرفي من الانهيار، واستمرت هذه الأزمة على مدار عقدين من القرن الماضي.¹

ولقد أدت أزمة الكساد العظيم إلى هبوط أسعار الأسهم في أسواق المال الأمريكية بنسبة 13 %، ثم تولت الانهيارات في أسواق المال على نحو ما لمبث أن امتدت لآثاره إلى الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي وما تبعه من انهيار في حركة المعاملات الاقتصادية التي تمثلت مظاهرها في: الانخفاض الشديد في الاستهلاك الكلي؛ انخفاض الاستثمارات من جانب القطاع الإنتاجي؛ ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل الأمريكية في عام 1932.²

وخلال الفترة من عام 1929 إلى عام 1933 أفلس العديد من الشركات، وانتشرت البطالة، فانخفض الطلب على السلع والخدمات وانخفضت معها أسعارها، كذلك فشل المدينون في الوفاء بما

¹ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة: علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، السنة الجامعية 2011-2012، ص 75.

² عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، ص1. متوفر على الموقع www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/.../zzzz.doc (تاريخ المعاينة 2012/08/16).

عليهم من التزامات، فأحجم المقرضون عن تقديم الائتمان وأنخفض بالتالي حجم الاستثمار، وواجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحقاتها، ففشلت في تلبية مسحوبات الزبائن، وأعلن إفلاس الكثير منها؛ ففي الولايات المتحدة وحدها أعلن إفلاس 5000 بنك، حيث بلغ عدد المصارف العاملة في نهاية عام 1933 أكثر قليلاً من نصف عدد البنوك التي كانت موجودة في 1929، وخسر المودعون ما يعادل 3 مليار دولار حتى اضطر الرئيس الأمريكي (روزفلت) إلى إعلان إغلاق جميع البنوك، وذلك اعتباراً من 6 مارس 1933م، ثم سمح للبنوك التي لديها قدرات السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ.¹

وقد تبين أن أزمة الكساد العظيم ترجع بصفة رئيسية إلى سعر الفائدة من خلال الاقتراض قصير الأجل، إضافة إلى حدوث انحرافات وممارسات غير أخلاقية في أسواق المال في مقدمتها المقامرة التي كان لها الدور الأكبر في انهيار الأسواق من خلال المضاربة اعتماداً على البيع الصوري، واتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية، والشراء بغرض الاحتكار.

أولاً: خصائص أزمة 1929

تميزت أزمة 1929 عن باقي الأزمات المالية التي سبقتها بجملة من الخصائص هي :

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً لأنها استغرقت مدة قاربت الأربع سنوات.
- اتسمت هذه الأزمة بالعمق والحدة بشكل لم يسبق له مثيل حيث انخفضت الودائع لدى البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 33%، كما تم إفلاس العديد من البنوك وخسارة العديد من المودعين لمذخراتهم. ولأن ظهور هذه الأزمة من خلال انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 90 % في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ Ben S. Bernanke, op.cit ,p7.

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر إعادة الخصم في حدود % 5.2 ليصل إلى حدود 2.6% في البنك الاحتياطي الفيدرالي، كما سجل نفس المعدل انخفاضا من % 5.5 ليستقر عند 3.1% في بنك إنجلترا.

- الاختلاف الكبير لأمد الأزمة ودرجة حدتها من دولة لأخرى، حيث انهارت أسعار الأوراق المالية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية في خريف 1929 تزامنا مع بداية انخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، مما أدى إلى ظهور عجز في موازين مدفوعات هذه البلدان .وامتدت هذه الأزمة في ربيع عام 1931 إلى البلدان الأوروبية.

- ترافقت الأزمة مع تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام القائم على قاعدة الذهب في معظم الدول . وبنفس الوقت كان تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن دفع قروضها الأجنبية من بينها النمسا وألمانيا.¹

ثانيا: أسباب أزمة سنة 1929

يرجع للباحثون المتخصصون أسباب هذه الأزمة أو الانهيار المالي إلى سببين رئيسيين مباشرين هما : خسارة الثقة في المؤسسات المالية والبنوك التجارية في المقام الأول، والإعسار على نطاق واسع وسط المدينين.²

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني (مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، (2000)، ص 100-103.

² Ben S. Bernanke, po-cit, p6.

كما تعود أسباب أزمة الكساد العظيم 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في الأسواق الدولية وتتلخص أساسا فيما يلي:

- ضالة نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي بنسبة 10 %، وباعتبار المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، مما أدى إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي؛

- البيع على المكشوف من طرف المضاربين في الأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أمل شرائها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش ربح؛

- الممارسات غير الأخلاقية واستغلال ثقة العملاء، والتلاعب بأسعار الأوراق المالية¹.

الفرع الثاني: أزمات البورصات في أكتوبر 1987

قدمت عدة تفسيرات مختلفة لأسباب أزمة 1987، وانهيال البورصات العالمية، وأهم هذه التفسيرات المقدمة ما يلي:

- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين، حيث أن أي موجة من أوامر الشراء تتبعها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن أي موجة من أوامر البيع عادة ما يصحبها موجات متتالية من أوامر البيع. وعليه فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات التي لا تتصف بالرشد في أوساط المتعاملين في السوق، حيث أن الموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد والمزيد من أوامر البيع، حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في أسعار الأوراق المالية.

- هناك من يرى بأن الانخفاض الكبير الذي شهدته أسعار الأسهم في معظم البورصات على المستوى العالمي خلال شهر أكتوبر، يعود بالدرجة الأولى إلى أن مستويات أسعار الأسهم في

¹فريد كورتل ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، جامعة الجنان : الملتقى الدولي: الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الاسلامي 13-14 مارس 2009، ص 4.

هذه الأسواق كانت أعلى مما كان ينبغي أن تكون عليه، وبالتالي فإن الانهيار الكبير لأسعار الأسهم قد حدث تصحيحاً للأوضاع السابقة غير العادية ليعيد الأسعار إلى مستواها الطبيعي.

– الأزمة هي انعكاس لمعلومات غير متفائلة وردت للسوق تخص الظروف الاقتصادية المستقبلية غير المستقرة في الولايات المتحدة الأمريكية أدت إلى نزول حاد في أسعار الأسهم. وفي مقدمة تلك الأوضاع توقع ارتفاع أسعار الفائدة، وما يتعلق بارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة وانخفاض قيمة الدولار نتيجة لارتفاع العجز في موازنتها العامة وتفاقم العجز التجاري وميزان المدفوعات.

– ساد الاعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر 1987 بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات، إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه عام 1972، هي التي تسببت في إحداث أزمة في العالم بأسره.

– من بين أسباب أزمة أكتوبر 1987، أنظمة العمل التقليدية في الأسواق الأمريكية، مثل انخفاض تكلفة المعاملات، وآليات إزالة الخلل بين العرض والطلب (إيقاف أو تأجيل التعامل لفترة من الزمن، وضع حدود للسعر الذي يمكن أن يتم عليه التعامل خلال اليوم)، وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي، ونظام المتخصصين ودورهم في إزالة الخلل في التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، والمزاد المستمر، واستخدام الحاسوب في تنفيذ الصفقات. وتشير العديد من الدراسات إلى عدم وجود دليل يؤكد مسؤولية تلك الأنظمة عن وقوع الأزمة.¹

– استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، وفي هذا الصدد لارت حكومة "ريغان"، بتخفيض العجز بـ 23 مليار دولار، وذلك بتخفيض النفقات وزيادة الضرائب، وبعد فشل الوعود بإصلاح الأوضاع، أدى ذلك إلى فقدان الثقة بالحكومة؛

¹ زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، (2009)، ص 169 - 170.

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

- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية، وذلك منذ سنة 1985 بنسب جد عالية، وقد لعبت تصريحات وزير الخزينة الأمريكي دورا هاما في إقبال قوي على بيع الأسهم، حيث أقر أنه يفضل انخفاض أسعار صرف الدولار على رفع أسعار الفائدة، مما أدى بالكثير من المستثمرين إلى التخلص من الأسهم التي بحوزتهم مقابل السندات والودائع ذات العائد الثابت؛

الفرع الثالث: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 1997/10/2 والذي أطلق عليه اسم "الاثنين المجنون"، إذ بدأت الأزمة من تايلند ثم انتشرت إلى بقية دول المنطقة، سنتناول هذه الأزمة من خلال بحث النقاط التالية:

أولا: ظروف تشكل الأزمة ونشئها

- إجراء عمليات تحرير مالي ونقدي واسعة شملت التخلص من القيود و الضوابط التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا ، مع السماح بعمليات الاقتراض بالعملة المحلية وفتح الأسواق المالية في هذه الدول أمام المستثمر الأجنبي.
- زيادة سعر الفائدة في الداخل بفارق كبير عن الخارج.
- ثبات أسعار الصرف في هذه الدول تجاه الدولار الأمريكي وهو الأمر الذي وفر ضمانا للمستثمر الأجنبي ضد مخاطر تقلبات هذه الأسعار، و بذلك أصبح بإمكان المستثمر أن يحسب و يقيم بدقة عملياته و أرباحه و تحويلاته نحو الخارج.

بالإضافة إلى هذه السياسات ظهر العجز في الميزان التجاري لهذه الدول، فقد أصبح الميزان التجاري في هذه الدول خلال الثمانية عشر شهرا السابقة للأزمة يعاني من العجز ويعود ذلك إلى التراجع الكبير الذي حدث في الصادرات والنمو الكبير الذي طرأ على الواردات. في ضوء السياسات السابقة أصبحت دول النمر الأسويية نقطة جذب جديدة لحركة رأس المال العالمي المضارب و بعد أن كانت هذه الدول مراكز جذب قوية للاستثمارات الأجنبية المباشرة في عقد السبعينات والثمانينات من القرن العشرين أصبحت منذ انتهاجها لهذه السياسات مركز جذب للاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية.¹

ثانيا: أسباب الأزمة

لقد برزت الأزمة المالية في 2 جويلية 1997 من خلال الانخفاض في قيمة البات التايلندي لتحدث بعد ذلك حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، فقد شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمر الأسويية) انهيارا كبيرا منذ الاثنين الموافق 02 أكتوبر 1997 والذي أطلق عليه الإثنين المجنون، والذي أدى إلى اهتزازات كبيرة في الاقتصاديات الأسويية انتهت بسيناريوهات درامية تمثلت في ضياع الكثير من المكاسب التي حققتها تلك الدول من التنمية السريعة التي تمت في البلاد التي يطلق عليها النمر الأسويية، ويرجع الباحثون هذه الأزمة المالية إلى الأسباب التالية:

- إتاحة موارد مالية أجنبية بأسعار فائدة منخفضة مع ارتفاع أسعار الأسهم والعقارات: فلقد قام المستثمرون الذين يبحثون عن فرص جديدة بنقل كمية كبيرة و ضخمة من رأس المال إلى البلدان الأسويية، و مثلما يحدث في دورات "الرواج" ارتفعت بسرعة مفاجئة أسعار الأسهم والعقارات في أول الأمر، و هذا ما ساعد المنطقة في جلب موارد مالية بمقادير كبيرة، لأن التخصيص المحلي لهذه الموارد الأجنبية المقترضة لم يتم بالشكل الذي يجب أن يتم به؛

¹مروان حمشة، المرجع المذكور سابقا ، ص74.

- نظم أسعار الصرف المثبتة أعطت عمليا للمقترضين إحساسا زائفا بالأمن مما شجعهم على ابرام عقود دين مقومة بالدولار؛
- تدفق رؤوس الأموال الضخمة إلى بلدان جنوب شرق آسيا، لان زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وانخفاض الصادرات ينعكس على هذه البلدان بحيث يؤدي إلى اتساع عجز الحساب الجاري. فقد شهدت منطقة جنوب شرق آسيا، ولعدة سنوات ماضية تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية أنحاء العالم، حيث جذبها انفتاح تلك الأسواق ومعدلات النمو الاقتصادي لدولها، ومما زاد من مخاطر تعرض تلك الدول لتحويلات معاكسة ومفاجئة في تلك التدفقات أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم والسندات المحلية، وهي تتصف بسهولة تسيلها عند الطلب بعكس الاستثمارات المباشرة طويلة الأجل؛¹
- الانخفاض الحاد في قيمة البات- العملة الوطنية التايلندية -بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام الصرف الثابت والتي حفزت الاقتراض الخارجي وعرضت قطاع الأعمال والمال إلى مخاطر؛
- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة بحالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال زيادة شكوك المستثمرين حول التزامات الحكومية ومدى مقدرتها على إجراء الإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة؛
- ضعف الإشراف والرقابة الحكومية وانخفاض قيمة الدولار الذي أدى بدوره إلى خلق منافسة بين العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر.²

¹ انظر : مروان حمشة، المرجع المذكور سابقا ، ص80-81.

² عرفات تقي الحسيني ، التمويل الدولي، عمان :دار مجدلاوي للنشر، الطبعة الأولى، (1999) ، ص 204-205.

ثالثاً: النتائج المترتبة

شهدت الدول الآسيوية أزمة مالية شديدة، بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذى اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها فى دعم عملتها فى مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها.

- أثر ذلك فوراً على دول أخرى مثل الفلبين، اندونيسيا ، كوريا الجنوبية وغيرها.
- تفاقمت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجى لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلى لها.

- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي فتم طرح حزمة السياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة.¹

الفرع الرابع: انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000

شهدت أسواق الأوراق المالية الأمريكية في أبريل من عام 2000 تدهوراً كبيراً لم تشهده من قبل منذ أزمة أكتوبر 1987 ، حيث تركز الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات المتطورة، أو ما يسمى الاقتصاد الجديد وعن بواذر وأسباب انهيار أسعار الأسهم الأمريكية وآثارها يمكن استعراضها في النقاط التالية:

أولاً: بواذر الأزمة وخسائر البورصات الأمريكية

بدأت بواذر الخلل تظهر في الولايات المتحدة منذ شهر مارس 2000 ، حيث شهدت أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية أو ما تسمى الاقتصاد الجديد موجة من البيع وبشكل لم يسبق له مثيل، بعدما كانت من أكثر الأسهم إقبالاً من قبل المستثمرين منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي

¹ عبد الله شحاتة، المرجع المذكور سابقاً، ص2.

نتيجة تسارع التقدم التكنولوجي وتحرير قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية . ومنذ مطلع القرن العشرين فقدت العديد من شركات التكنولوجيا والمعلوماتية الثقة نتيجة الأعمال والنتائج المخيبة للآمال واضطر الكثير من المستثمرين إلى بيع أسهم هذه الشركات، حيث شهد شهر مارس 2000 موجة بيع كبيرة ما أدى إلى هبوط حاد لأسعار أسهم شركات التكنولوجيا، قبل وقوع الأزمة في وول ستريت في أبريل من عام 2000 فإن العديد من المتعاملين وتحديدا كبار رجال المال والأعمال قد حذر من انفجار الفقاعة المالية* حيث أشاروا إلى أن أسعار الأسهم مبالغ فيها، كما كانت هناك بعض الإشارات التحذيرية لأزمة البورصات الأمريكية من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي منذ منتصف عام 1996 نتيجة المضاربة المفرطة من قبل المستثمرين والارتفاع المبالغ فيه لأسعار الأسهم وبخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية، وعزز ذلك في رفع أسعار الفائدة وفي كل مرة يعلن إشارات الإنذار¹.

ثانيا: أسباب الأزمة

تناول العديد من المحللين الماليين العوامل التي أدت إلى انهيار أسعار الأسهم الأمريكية وغيرها من الأسواق المالية العالمية في شهر أبريل 2000 ، وأهم هذه العوامل والأسباب ما يلي:

- المضاريات المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم، وخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية بهدف جني أكبر قدر من الأرباح السريعة.

*الفقاعة هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في تزايد سعرها، بطريقة تؤدي لتزايد المضاربة عليها. وقتها يبلغ سعر هذه السلعة مستويات خيالية، في تشبيه انتفاخ البالون، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى بانفجار الفقاعة أو البالون (الانهيار) وحدث هبوط حاد ومفاجئ في سعر هذه السلعة. كذلك يقصد بهذا التعبير وصف بعض الاقتصادات التي تشهد رواجاً اقتصادياً كبيراً لفترات زمنية محدودة، دون أن تستند إلى قاعدة إنتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم والاستمرار في الرفاهة والرواج على أسس دائمة ومتواصلة.

¹ محمد الهاشمي حجاج، المرجع المذكور سابقا ، ص 75.

- الأخبار غير المطمئنة عن نتائج أعمال بعض الشركات الكبيرة الرائدة بقطاع التكنولوجيا ،
التي تم الإعلان عنها في شهر مارس 2000 .
 - الاعتقاد الجازم الذي كان سائدا بين المستثمرين بأن شركات الانترنت هي صناعة المستقبل،
وأن هذه الشركات ستشكل الأركان الأساسية للاقتصاد الجديد، والذي يعد بتحقيق معدلات
نمو خيالية وعوائد لا حصر لها.
 - إدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة احتكارية، الأمر الذي فتح الباب أمام تعرضها
لعقوبات قد تؤثر على مستقبلها وهو ما انعكس بشكل عام على أسعار الأسهم التكنولوجية
في أسواق المال الأمريكية والأوروبية والآسيوية على حد سواء.
- كما أن الحكومة الأمريكية كانت تنتظر إلى ما يحدث في سوق أسهم شركات الانترنت، على
أنه يمثل هيكلا جديدا للثروة في الاقتصاد الأمريكي، وأنه يحمل أخبارا سعيدة بالنسبة للميزانية
الأمريكية ولإدارة الضرائب. وقد استمر الارتفاع المتواصل على مدار سنوات، ما أدى إلى تكوين
فقاعة ضخمة جدا لأسعار أسهم شركات الدوت كوم، حتى بلغ الضغط مستواه الحرج في مارس
2000، عندما بلغت قيمة مؤشر ناسداك 5132.52 وهي أقصى قيمة بلغها المؤشر خلال الأزمة.
- وقد خسر المتعاملون في السوق نحو تريليون دولار، ثم تم مسح هذا الرقم من ثروة
المستثمرين ومن القيمة الرأسمالية للأسهم المتداولة في سوق ناسداك وهي خسارة ضخمة جدا. فقبيل
حدوث الانهيار كانت القيمة السوقية لأسهم شركات التكنولوجيا تتجاوز 1.4 تريليون دولار، وعند
انتهاء الانهيار كانت مؤشرات القيمة السوقية تشير إلى انخفاض هذه القيمة الرأسمالية إلى نحو 400
مليار دولار فقط.

ولم يقتصر أثر الانخفاض في أسعار الأسهم على شركات دوت كوم، وإنما انتقل إلى قطاعات أخرى في البورصة "غير تكنولوجية"، وانهار عدد كبير من الشركات في قطاعات مختلفة، ولكن الشركات المرتبطة بالإنترنت كانت الأكثر تأثراً بالأزمة.

المبحث الثاني: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008

في سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ الكساد الكبير سنة 1929، هذه الأزمة بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية التي ترتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وسنتناول في هذا المبحث ماهية هذه الأزمة المالية العالمية وجورها والأسباب التي أدت إلى اندلاعها مع الإشارة إلى دورو [اللات التصنيف الائتماني في حدوث الأزمة المالية العالمية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: جذور وبداية الأزمة المالية العالمية

حتى نتمكن من فهم هذه الأزمة ومعرفة أسبابها، يتعين علينا بحث جذورها فيما يلي:

الفرع الأول: جذور الأزمة المالية العالمية

زادت حدة تعاقب الأزمات المالية في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرون، حيث عانت الكثير من الدول سواء المتقدمة منها أو الناشئة من أثر هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، فمثلاً خلال الفترة 1975-1986 ظهرت بكثرة الأزمات المصرفية بسبب سياسات التحرير المالي الذي

انتشر خلال تلك الفترة، هذه الأزمات فرضت على بعض الدول إعادة هيكلة نظامها المصرفي في الثمانينيات والتسعينات.¹

كما أنه نتيجة لأزمة الكساد العظيم التي سادت في ثلاثينات القرن السابق، بدأت نتائج الحروب العالمية الأولى والثانية تلعب دورا في التأثير على مسار الأحداث الدولية في مرحلة ما بعد تلك الحروب، مما أوجد معه إرهابات لإمكانية ولادة نظام اقتصادي دولي جديد، ظهرت معالمه قبل نهاية الحرب العالمية الثانية في مؤتمر بريتون وودز عام 1944، والذي أسفر عن ولادة نظام مالي دولي متمثلا بإنشاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير ، ثم إنشاء اتفاقية الجات عام 1947 والتي كانت تشكل الإطار العملي والقانوني لمنظمة التجارة العالمية التي ظهرت عام 1995 في اتفاقية مراكش، فقد نشأت المؤسسات الاقتصادية العالمية من أجل قيادة نظام اقتصادي عالمي في إطاره المالي والتجاري ويتأثر من الفاعلين الدوليين (الولايات المتحدة الأمريكية وحلفائها). وقد شكلت المنافسة الدولية بين المنظومة الاشتراكية والمنظومة الرأسمالية الليبرالية معالم وخصائص النظام الاقتصادي العالمي وتبعاته، مما أوجد في مرحلة من المراحل سيطرة كاملة للمنظومة الرأسمالية المتمثلة بالمؤسسات الدولية والتي شكلت مصادر للإقراض الدولي والتي كانت الدول النامية بحاجة لها للنهوض باقتصادياتها، وشكلت أزمة النفط والتي ظهرت في مرحلة السبعينات من القرن الماضي كسادا كبيرا في الاقتصاد العالمي أضر باقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء بسبب ارتفاع أسعار النفط وزيادة التضخم، فبدأت تظهر كمثال لتأثر اقتصاديات العالم بأزمة الديون العالمية المتمثلة (بأزمة المكسيك عام 1982) بأزمة القروض الخارجية وبداية سيطرة النظام الرأسمالي على سياسات العالم من خلال الجانب الاقتصادي، وشكل

¹ جمال عبد المنعم البست ، دور البنك المركزي الاردني في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية على البنوك العاملة في الأردن، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط: قسم المحاسبة، كلية الأعمال، 2012، ص16-17.

انهيار الاتحاد السوفييتي فرصة لنهوض النظام الرأسمالي، مما دفع معظم الدول النامية إلى الأخذ بالطريق الثاني المتبقي كي لا تعيش في حالة من التهميش، وهو الخيار الرأسمالي الذي ظهر بقوة في فترة التسعينات من القرن العشرين بظهور الحديث عن العولمة بجوانبها المختلفة والتأثيرات السياسية والاقتصادية والثقافية المختلفة، والتي أظهرت زيادة أكثر في الفجوة بين الدول المتقدمة والنامية، وبدأ انصياح الدول النامية لما يسمى (بالمشروطة السياسية) للمؤسسات المالية الدولية. وبدأ سيطرة الولايات المتحدة الأمريكية على العالم إقتصاديا من خلال هذه المؤسسات الدولية، وبروز التكتلات الاقتصادية العملاقة وسيطرة الشركات متعددة الجنسيات على اقتصاديات وسياسات دول العالم الثالث، وامتدت السيطرة الأمريكية لتأخذ منحى التصاعد بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 والحملة الأمريكية على الإرهاب.¹

وعودة إلى حقبة العولمة النيو - ليبرالية التي بدأت في سبعينات القرن العشرين، مرت المراكز الرأسمالية الكبرى خاصة الولايات المتحدة بعملية نزح التصنيع، حيث انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية الوطنية إلى الشكل العالمي الحالي عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة إلى الصين والهند وغيرهما. وترافق ذلك مع تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى هجرة جماعية لرأس المال إلى "الجنات الآسيوية".

هذا التطور أدى إلى توسع هائل للأسواق المالية التي تعولمت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال، مسؤولا عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي (العقاري) في أمريكا حتى عام 2006 ، وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس

¹ انظر :

علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة. "الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها .. تداعياتها .. وسبل العلاج، جامعة الزرقاء الخاصة :كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، 2009، ص7-9. الشيخ، سعيد .الأزمة المالية :المفهوم والأسباب، متوفر على

الموقع: <http://vb.arabsgate.com/showthread.php?t=502773> (تاريخ المعاينة 2012/08/19).

على الاقتصاد الحقيقي. ويجمع الباحثون والمتخصصون والمتابعون وكذلك الهيئات المالية المحلية والإقليمية والعالمية على أن الأزمة المالية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي وانتقلت منه لتعم العالم بأكمله لم تكن وليدة اللحظة وإنما لها جذور تاريخية يتمثل أهمها فيما يلي:

أولاً: التأثير السلبي لأزمتي، أسواق المال الآسيوية في عام 1997 والتي عرفت تاريخياً باسم (أزمة النمر الآسيوية) [ذلك انهيار قطاع التكنولوجيا وشركات الإنترنت أو ما عرف تاريخياً بـ"أزمة الدوت كوم" في عامي 2000-2001 على الاقتصاد الأمريكي و الذي تمثل دوره فيما يلي:

- خفض الفوائد على القروض السكنية سنة 2000 في الولايات المتحدة، وبشكل مبالغ فيه، مما رفع سقف الاقتراض إلى أربعة أضعاف، وذلك بهدف تحسين أداء الاقتصاد وامتصاص النمو العمراني وتوسع شركات الاستثمار والتطوير العقاري في بناء المجمعات السكنية وتشجيع الأفراد لشراء وحدات سكنية في هذه المجمعات.

- تأثير الأزمات المشار إليها بالتضايف مع خفض الفوائد على القروض السكنية أحدث حالة من عدم التوازن أدت إلى تزايد قروض الأفراد والشركات وزادت أعباء ديونهم وارتفعت معدلات الديون المعدومة منها، مما دفع البنوك للتخوف من الإقراض والحد منه. حيث ارتفعت ديون الأسر الأمريكية إلى 98 % من إجمالي الدخل السنوي سنة 2000 مقابل 80 % في 1999.¹

الفرع الثاني: بداية الأزمة المالية العالمية

تعود بداية الأزمة المالية العالمية إلى فقاعة الإسكان التي انفجرت في عام 2006، وتسارع

¹ حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، جامعة فرحات عباس: المؤتمر الدولي الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص6.

الانخفاض في عام 2007 و 2008 ليصل الى 15%¹، نتيجة لتوسع المؤسسات المالية الأمريكية في منح قروض عقارية لعدد كبير من الأفراد لتمويل شراء عقارات، بحيث ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69,2% سنة 2004، والذي ساعد على هذا الارتفاع وجود القانون الصادر سنة 1977، والذي ينص على إمكانية أن تحصل أي مؤسسة مالية على ضمانات لودائعها المالية من الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية من ذوي الدخل المتواضع، ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في نسب التمويل العقاري دون وجود لضمانات كافية فقد أثر ذلك سلبا على قدرتها المالية، ورغم تدخل البنوك المركزية في تقديم مليارات الدولارات لقروض للبنوك إلا أن ارتفاع عدد البنوك التي تعاني من عجز شديد في السيولة النقدية. أدى في مرحلة مواءمة إلى ظهور العديد من حالات الإفلاس التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي والعالمي، حيث بلغ عدد المؤسسات الأمريكية التي أفلست أو هي قريبة من الإفلاس حوالي 120 مؤسسة مالية، منها إفلاس مؤسستي "Lyman" و "Merrill Lynch" ووصول أكبر مؤسسة تأمين أمريكية إلى حافة الإفلاس "AIG American International Group"، لو لا تدخل الخزانة الأمريكية والاحتياطي الأمريكي الفيدرالي لإنقاذها.

وبكفي أن نشير إلى أن الأزمة المالية الحالية ألقت بالاقتصاد الأمريكي حوالي 1000 مليار دولار عام 2008 مما استدعى تدخلا مباشرا من الإدارة الاقتصادية لإيجاد حل لهذه الأزمة. حيث خصصت مبالغ ضخمة قدرت بحوالي 800 مليار دولار لتجاوز تلك الأزمة، كما قامت الخزانة الأمريكية بطرح سندات خزانة وشراء القروض المتعثرة لإنقاذ البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية،

¹ Moseley, F. The US Economic Crisis: Causes and Solution. Mount Holyoke College.

Article presented in I International Congress of Research and Political Debate, October 30th to November 1st, 2008, Buenos Aires, Argentina ,p 4.

Retrieved from <http://ceics.org.ar/english/mosley20081.pdf> (consultation date 14/08/2013)

ولكن ساهمت عدة عوامل في سرعة نمو الائتمان العقاري منها: تحرير أسواق التمويل العقاري بإلغاء الحد الأقصى للإقراض، وأسعار الفائدة على الودائع، وإلغاء القيود على الائتمان مما فتح المجال لزيادة المنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية في مجال الائتمان العقاري.¹

ومع منتصف شهر أكتوبر 2008 أخذت عدوى الأزمة تنتقل بسرعة إلى القطاعات الاقتصادية الحقيقية مما جعل أسعار الأصول المالية لبعض كبريات المؤسسات الاقتصادية تنهار، إن التدهور لم يقتصر على الجانب المالي من الأنشطة الاقتصادية بل امتد إلى الطاقات الإنتاجية الحقيقية التي أخذت تتعطل جزئياً لتدخل بذلك في ركود اقتصادي لكبريات الاقتصاديات الرأسمالية المتطورة وعلى رأسها اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، إسبانيا، إنجلترا، وأخيراً كل بلدان الاتحاد الأوروبي.²

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية 2008 هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهن العقاري التي بدأت في عام 2007 لتتفجر فقاعته الكبرى في النصف الثاني من 2008 نتيجة فشل ملايين المقترضين عن تسديد ديونهم للبنوك الخاصة بشراء المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية، مما أحدث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي وصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا، متسببة في إفلاس عدد كبير من

¹ محمد أحمد معيط، اثر الازمة المالية العالمية الراهنة على خلق فرص عمل جديدة، المنتدى العربي حول التدريب التقني والمهني واحتياجات سوق العمل، الرياض، 16 - 18 / يناير / 2010، ص10.

http://www.alolabor.org/final/images/stories/ALO/Forums_and_conferences_Arabic_and_16_18_01_10/Work_paper/02.doc_International/F_Reyad_ (تاريخ المعاينة: 2013-04-28)

² شريف غياط، سهام بوفلفل. التداعيات الناجمة عن عالمية أزمة الرهن العقاري (أزمة منطقة اليورو نموذجاً)، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013، ص10.

البنوك والمؤسسات المالية العالمية¹، وبالإضافة إلى الأسباب العامة لظهور الأزمات المالية - المذكورة سابقاً- يرجع الباحثون والمختصون أسباب الأزمة المالية العالمية إلى ما يلي:

الفرع الأول: أزمة الرهن العقاري

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري منذ الثمانينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا والعديد من الدول الأوروبية، بإلغاء القواعد التنظيمية التي وضعت في الحقبة الكنزية حدوداً قصوى لقيمة القروض العقارية ولأسعار الفائدة وفترات السداد، كما وضعت أيضاً قواعد ملزمة لترشيده استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري²، ويعتمد نظام الرهن العقاري في الولايات المتحدة على تملك عقارات للأمريكيين مقابل أقساط طويلة الأجل ويحرر المدين للبنك مقابل هذا الدين سندات للوفاء بهذه الديون ثم يقوم البنك بطرح هذه السندات في بورصة الأوراق المالية للحصول على ثمن بيعها وإعادة طرح قروض عقارية جديدة والتوسع فيها، وهكذا حيث أن هذه السندات مضمونة برهن العقار وأمنة إلى حد ما.³

وفي ظل الخسائر التي شهدتها قطاع تكنولوجيا المعلومات (الانترنت بشكل خاص Dot - Com Bubble) في عام 2000، والتخوف من تعرض الأنشطة الاقتصادية الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة للخسائر، شهدت قيم العقارات ارتفاعاً وبصورة مستمرة منذ تخفيض سعر الفائدة الأساسي من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي في العام 2001 كمحاولة لتشجيع المستثمرين على الاقتراض من الجهاز المصرفي لتمويل مشاريعهم، الأمر الذي انعكس في ارتفاع أسهم شركات العقارات المسجلة

¹جمال عبد المنعم البست ، المرجع المذكور سابقاً ، ص9.

²صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 - 2 أبريل 2009 ، ص4.

³حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب والأثار والحلول المقترحة لمعالجتها، المؤتمر الدولي للأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس، ص6.

في البورصات، مما أدى إلى إقبال الأفراد والشركات على شراء العقارات سواء للسكن أو للاستثمار طويل الأجل أو للمضاربة، فبين عامي 2000 و 2007 وكنتيجة للزيادة المستمرة في أسعار العقارات والتراخي في شروط منح القروض، شهدت سوق الرهن العقاري زيادة كبيرة من 640 مليار دولار إلى أكثر من 2000 مليار دولار. كما زادت حصة القروض العقارية عالية المخاطر خلال نفس الفترة من 8% إلى أكثر من 20%.¹

هذا الازدهار في سوق العقارات المتزامن مع وجود فائض سيولة لدى المؤسسات المالية مطلع هذا القرن، وعدم وجود فرص استثمارية متاحة ذات عائد اقتصادي أمام هذه المؤسسات، شجع المصارف وشركات الاستثمار على اللجوء إلى الإقراض العقاري كملاذ آمن للاستثمار، إلى درجة منح قروضا عقارية عالية المخاطر (أو رديئة) بصرف النظر عن المركز المالي للزائين - أي منح قروض ضخمة لمقترضين كثر لديهم سجل ائتماني ضعيف أو يفتقدونه أصلا - ولكن بفوائد متغيرة، وذلك بهدف تحقيق مكاسب عالية وقصيرة الأجل، فازداد بذلك حجم تلك الديون العقارية (الرديئة بالذات) بشكل بدأت معه المصارف تشعر أنه لا بد من حل بدلا من إبقائها في سجلاتها. ولعبت مصارف الاستثمار (التي كانت أول المنهاريين في الأزمة) دورا مهما في استفحال الأزمة من خلال تجميع تلك الديون وتوريقها عبر سندات دين بضمان القروض العقارية تلك، وبمهاره كبار مسؤولي الاستثمار (حيل محاسبية) في تلك البنوك، وبغية تحقيق أرباح سريعة، تم إصدار سندات تصنف وفقا للفئات التالية:

- الفئة الأولى: تمثل القروض التي يكون ثمة أمل أكبر في تحصيلها؛

- الفئة الثانية: تمثل القروض التي يكون ثمة أمل أقل في تحصيلها؛

¹ René Ricol, Rapport sur la crise financière, l'Union européenne , septembre 2008 ,p26.

<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000587/0000.pdf> (date de consultation 21-07-2013).

- الفئة الثالثة: تمثل القروض المشكوك في تحصيلها (الديون المعدومة).

حيث تعطى هذه السندات بعد أن يتم تصنيفها كما تبين أعلاه، أسماء جديدة كي يتم تسويقها من خلال الأسواق المالية، ولضمان تسويق تلك السندات للمستثمرين (أفراد كانوا أو شركات) الراغبين في عائد كبير، تقوم المصارف الاستثمارية بشراء سندات خزنة مقابل سندات الفئة الأولى والثانية أو يتم التأمين عليها، وبعد تهيئة سندات الفئة الأولى والثانية على أنها جيدة، تقوم وكالات التصنيف الائتماني بإعطائها تصنيفا جيدا فيسهل بيعها.¹

ومن خلال ما سبق يتضح أن السبب الرئيسي لهذه الأزمة يتمثل في التأثير غير العادي لتقلبات السياسة النقدية الأمريكية في السنوات الأخيرة، الناتجة عن التدخل الواضح من جانب السلطات العامة وليس من قبل السوق. فقد نقل الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة من 6.5% في 2000 إلى معدل 1.75% في أواخر عام 2001 و 1% في عام 2003. ثم بدأت في الارتفاع في عام 2004 ليصل إلى 4.5% في عام 2006. وطوال فترة انخفاض أسعار الفائدة والائتمان السهل، أغرق العالم بالنقدية للاستفادة من هذه الفرصة لتحقيق الأرباح السهلة، فأقدمت المؤسسات المالية - كما ذكرنا - على منح قروض لمقترضين أقل موثوقية، كما يتضح من أزمة الرهن العقاري. وعندما عدنا إلى معدل الفائدة أكثر طبيعية انفجرت الفقاعة المالية.²

لقد أدت الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي إلى زيادة أعباء القروض العقارية، وعدم قدرة معظم المقترضين على السداد، أو التأخر في السداد، مما فرض عليهم أسعار فائدة أعلى ومن ثم أعباء إضافية فوق أعبائهم... إلى أن توقف أغلبهم عن السداد

¹ زابري بلقاسم، مهدي ميلود، المرجع المذكور سابقا، ص 7.

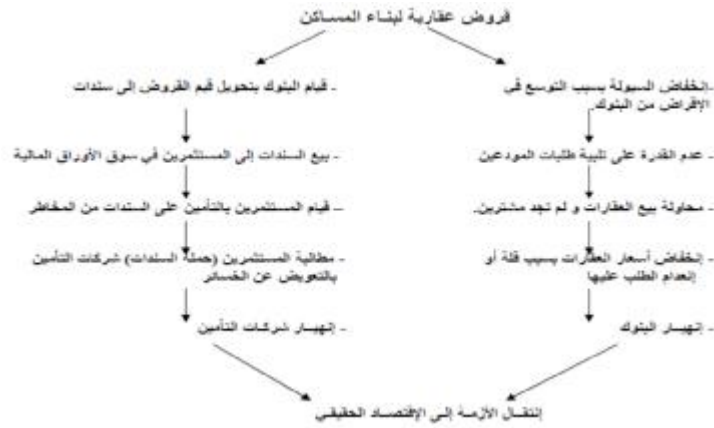
² Pascal, Salin. La crise financière : causes ,conséquences, solutions, l'Institut Constant de Rebecque, 2009, p1-2. http://www.bulletin-numismatique.fr/bn/bn068/images/ic_salin_crise_financiere_1.pdf (20/08/2012)

بالكامل نتيجة عدم قدرتهم على دفع ما يستحق عليهم¹، كما انخفضت أسعار العقارات بشكل مستمر نتيجة لتزايد عروض بيع العقارات إثر عمليات الحجز التي قامت بها المصارف على منازل وعقارات عدد كبير من المقترضين الذين توقفوا عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وكان من نتيجة ذلك أن تكبدت أكبر مؤسستين للرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية (Freddie Mac and Fannie Mae) خسائر بالغة أدت إلى التدخل الحكومي لإنقاذهما مالياً، وتوالت بعد ذلك خسائر المؤسسات المالية الواحدة تلو الأخرى، فأنكشفت بذلك كل الحيل الاستثمارية لإخفاء القروض العقارية الرديئة، الأمر الذي أدى إلى فقدان الثقة فيما بين المؤسسات المالية، ولم يعد أي منها يثق فيما يعلنه الآخر عن وضعه المالي ، فأصبح الشك دائماً في أن هناك ديونا هائلة معدومة، فتوقفت البنوك عن منح القروض لبعضها البعض نتيجة انعدام الثقة فيما بينها، كما أصبح الاقتراض من الأسواق الثانوية في غاية الصعوبة خشية الانكشاف على مخاطر غير متوقعة²، فانفجار فقاعة الإسكان في الولايات المتحدة زعزع الاستقرار في كامل النظام المالي من خلال هز الثقة في الأسواق والتسبب في دوامة تعديل انخفاض الأصول المورقة³. والشكل الموالي يبين كيفية تسبب الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية:

¹ ولد محمد عيسى، آثار وانعكاسات الأزمة المالية والاقتصادية على الاقتصاديات العربية، المؤتمر الدولي للامزة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس، ص3.

² زائري بلقاسم، مهدي ميلود، مرجع سابق، ص 7.

³ René Ricol, opcit, p27.



الشكل رقم(04) : طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

المصدر: بوعشة، مبارك. الأزمة المالية الجذور الأسباب والأفاق، جامعة فرحات عباس سطيف: المؤتمر الدولي الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص6.

وقد تزامنت زيادة القروض العقارية للعائلات الأمريكية مع انخفاض معدلات الادخار بشكل واضح، حتى بلغت صفراً تقريباً خلال الفترة 2005-2007، في الوقت الذي واجهت فيه الحكومة الأمريكية عجزاً كبيراً في ميزانياتها وهو ما أدى إلى تخفيض الادخار القومي من خلال انخفاض ادخار الحكومة، الأمر الذي انعكس سلباً على مستويات الاستثمار الكلي¹. والشكل الموالي يبين مقارنة بين اقتراض العائلات وادخارها في الولايات المتحدة الأمريكية.



الشكل رقم (05): مقارنة بين اقتراض العائلات وادخارها في الولايات المتحدة

Source : Jacques Sapir, Les racines sociales de la crise financière Implications pour l'Europe, p4
<http://www.m-pep.org/spip.php?article1041> date de consultation 24-07-2013.

¹ Jeffrey Frankel ,a return to Saving, Views on the Economy and the World,
http://content.ksg.harvard.edu/blog/jeff_frankels_weblog/2009/07/13/a-return-to-saving/
 (consultation date 26-07-2013).

وقد ظلت ديون الأسر الأمريكية ثابتة بين 40% و 45% من الناتج المحلي الإجمالي خلال 1960 و 1970. ثم بدأت في الزيادة نتيجة سياسة "العرض" التي أجريت في عهد الرئيس رونالد ريغان بداية من عام 1984. وتم تسريعها في عام 1998 في ظل إدارة كلينتون، قبل أن تنفجر أزمة الديون في ظل إدارة الرئيس جورج بوش الابن بداية من عام 2001. متزامنة مع معدل ادخار الأسر منخفض وصل إلى 0.3% من الناتج المحلي الإجمالي.¹

إن سياسة المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أعطت الأولوية للإسكان عن طريق توفير المزيد من التمويل وتقديم الحوافز الضريبية للمقرضين والمقترضين ، وتشير بعض الدراسات إلى أن الزيادة في ملكية المنازل التي حصلت خلال فترة 2001 - 2006 يمكن أن تعزى إلى قبول دفعات مالية مقدمة صغيرة، ومن المنافع التي يحصل عليها الشخص الذي يحصل على قرض إسكان من أجل شراء منزل ليطملكه، اقتطاع الفوائد المدفوعة على قرض الإسكان من الدخل الخاضع للضريبة، واقتطاع ضريبة العقار المحلية من ضريبة الدخل الفيدرالية، ومنذ عام 2006 بدأت الحكومة تقطع مبلغ رسم التأمين المدفوع لشركات التأمين على القروض العقارية من الدخل الخاضع للضريبة أيضاً²، الأمر الذي أدى إلى زيادة اقتراض العائلات كما هو موضح في الشكل السابق.

الفرع الثاني: التقلبات في معدلات الفائدة

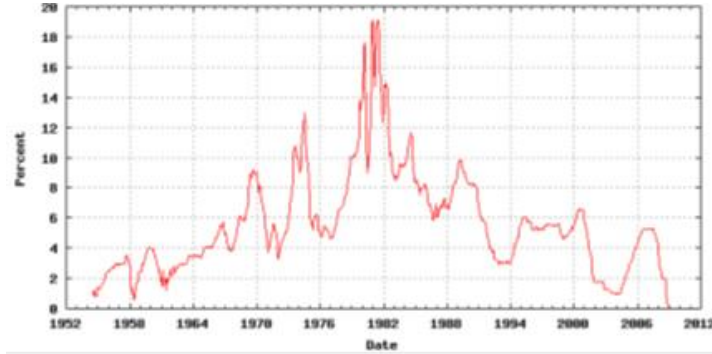
لقد ارتبطت بؤادر الأزمة بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من طرف بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سنة 2004 (كما تم بيانه سابقا) ، مما ترتب عنه الزيادة في أعباء القروض العقارية بزيادة خدمات الديون و تسديد الأقساط، واستفحلت الأزمة بحلول النصف الثاني من سنة

¹ Jacques Sapir, opcit, p4.

² علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، المرجع المذكور سابقا، ص14.

2007 بتوقف عدد كبير من المدينين عن تسديد التزاماتهم المالية. ويمكن توضيح التغير في أسعار

الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك من خلال الشكل الموالي:



الشكل (06): تطور أسعار الفائدة للاحتياطي الفدرالي للإقراض ما بين البنوك 2008-1954

Source : [http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/e2/Federal_Funds_Rate_\(effective\).png](http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/e2/Federal_Funds_Rate_(effective).png)
(consultation date 24-07-2013)

يبين الشكل أعلاه تذبذب سعر الفائدة ارتفاعا وانخفاضا خلال الفترة 2008-1954 ، لكن ما

يهما بشكل أكبر في التحليل هو قيام بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار فائدة

الإقراض بين البنوك استجابة لتوقعات الاقتصاديين باحتمال وقوع للود اقتصادي عام 2001، وذلك

من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% في شهر ديسمبر من نفس السنة، ليسجل أدنى مستوى

له منذ عام 1961 .

الفرع الثالث: العجز المتواصل للميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية

حيث وصل العجز في الميزان المدفوعات التجاري للولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2005

إلى 800 مليار دولار ، أي ما يعادل 6.4 % من الناتج الإجمالي المحلي للولايات المتحدة

الأمريكية، وما يعادل 1.5 % من الناتج الإجمالي المحلي العالمي، ويرجع الاقتصاديين ذلك إلى

الزيادة الكبيرة في حجم النفقات العمومية الأمريكية بسبب تكلفة حربها على الإرهاب وغزوها للعراق

وأفغانستان، زيادة وتيرة الاستهلاك مقارنة بالإنتاج وزيادة وتيرة الاستثمارات خاصة في قطاع السكن

والعقار مقارنة بالادخار.

كما يعد العجز في الميزان التجاري والميزانية العامة من أسباب الأزمة المالية، حيث تلازم عجز الميزان التجاري الأمريكي المزمّن بسبب تزايد الاستيراد من الصين والهند والدول الآسيوية الأخرى وازدياد حركة السياحة إلى خارج الولايات المتحدة والذي ناهز 758 مليار دولار عام 2006 مع عجز متصاعد في الموازنة العامة بلغت عام 2008 حوالي 410 مليار دولار وهو ما يشكل حوالي 3 % من الناتج المحلي الاجمالي الأمريكي¹.

الفرع الرابع: تداول الرهن

الممارسات غير المنضبطة في الأسواق المالية الدولية، والتي تمثلت في التوسع المفرط للمصارف الأمريكية المختصة في مجال العقار في منح القروض السكنية عالية المخاطر SubPrimes لأعداد متزايدة من ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة، دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل ماليًا قويًا ودون ضمانات بقصد الحصول على الأرباح والمضاربة في الأسواق المالية².

عندما تتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهون العقارية، يقوم باستخدام هذه "المحفظة من الرهون العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة يقتض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمن هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق ، حيث أن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمن هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمن هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من الرهون العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهذه هي المشتقات المالية، وتستمر العملية في موجة بعد موجة، بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، هكذا أدي

¹ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، المرجع المذكور سابقا ، ص 12.

² المرجع نفسه ، ص 13.

تركز الإقراض في قطاع واحد "العقارات" علي زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة "المشتقات" علي تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلو الموجة.¹

بذلك خرج الرهن عن هدفه، وأصبح وسيلة للريح بدلا من كونه وثيقة ضمان، فبدأت المؤسسات والشركات والمصارف بالحصول على مزيد من القروض، وسندات الديون بفضل تداول رهون ببيعها وشرائها، والاقتراض عليها، وهذا الأمر أدى إلى التوسع بالديون وبيعها، وزيادة حجم سوق التوريق في العالم، حيث بلغ 500 بليون دولار عام 1994 في الولايات المتحدة، وبلغت القروض المورقة بسندات أوربية مبلغا مماثلا.²

أي أن المؤسسات المالية تشتري سندات مالية بضمان الديون العقارية، وهذه السندات المالية يتم إعادة إنتاجها وإعادة بيعها في السوق الثانوية عدة مرات طالما ان هناك من يشتريها، بمعنى آخر يتم تداول القروض العقارية في الأسواق دون رقابة ودون ضوابط.

الفرع الخامس: ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات

تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية ومؤسسات الرقابة ، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تتعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة رهون العقارية فضلا عن نقص الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية والتي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.³

¹ الجوزي، وسيلة. أسباب الأزمة المالية وجذورها ، جامعة الجنان: مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، 13-14 مارس 2009 ، ص9.

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf> (تاريخ الاطلاع 2013-07-23).

² ولد محمد عيسى، المرجع المذكور سابقا، ص3.

³ حسين بورغدة، مريم قطوش، المرجع المذكور سابقا، ص10.

كما أن السياسة النقدية المتساهلة للاحتياطي الفدرالي الأمريكي وضعف رقابته على المؤسسات المالية أدى الى عدم احترام الكثير من البنوك للاحتياط الائتماني الأدنى، وزيادة على ذلك ادخال ما يعرف بالقيود خارج الميزانية لتسجيل عمليات شراء الاصول المرتبطة بالتمويل العقاري.

فرغم أن العناصر الثلاثة المشار إليها زيادة الاقتراض، وتركيز المخاطر، ونقص الرقابة والإشراف كافية لإحداث أزمة عميقة في الأسواق المالية، فإن الأمور تصبح أكثر خطورة إذا فقدت "الثقة" أو ضعفت في النظام المالي الذي يقوم على ثقة الأفراد.

وبالإضافة إلى ما سبق هناك أسباب أخرى لاندلاع الأزمة المالية العالمية نوردتها فيما يلي:

- بروز عدد متزايد من الأدوات المالية مشتقة من السندات، التي هي عبارة عن خليط من الديون المختلفة الأغراض والجودة وتاريخ الوفاء، بهدف بيعها للمؤسسات أو لرهنها للحصول على قروض.¹

- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل: الاستغلال والـ[اذب والشائعات والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية.²

- الإفراط في تطبيق نظام البطاقات الائتمانية: يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصد السحب على المكشوف والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، زيد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم حجز عليه أو رهن سيارته أو متزله، وهذا ما حدث فعلا للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة في بعض البنوك التجارية.³

¹ علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، المرجع المذكور سابقا، ص 14.

² عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج، متوفر على الموقع الالكتروني:

<http://iefpedia.com/arab/> (تاريخ الاطلاع 25-07-2013).

³ حسين بورغدة، المرجع المذكور سابقا، ص 10.

- السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي: المتمثلة في الطمع والممارسات غير الاخلاقية التي انتشرت في المؤسسات و الاسواق المالية من فساد ومعلومات مضللة والشائعات لأن الدافع الرئيسي لهم هو المضاربة، كما ورد في عدد مجلة التايمز الأمريكية الصادر بتاريخ التاسع والعشرين من سبتمبر عام 2008 كتب على غلاف المجلة عنوان "ثمن الجشع" (The Price of greed) بعد التطورات التي شهدتها الأزمة عقب انهيار الليمان براذرز وما تبعه من هلع وارتباك في أسواق المال، وهذا الفشل ليس قاصرا على فئة دون أخرى، بل هو شامل للمجتمع بكل فئاته، وان كانت درجة تحميل المسؤولية تختلف باختلاف المكانة والدور؛ فهيئات الإشراف الحكومية، ووكالات التصنيف، والأفراد الذين انساقوا وراء "وهم" الرفاه من خلال الاستهلاك الباذخ بالاستغراق المفرط في المديونية، والمؤسسات المالية يتحمل كل منهم نصيبه من المسؤولية في المساهمة في تكوين أشد فقاعة مالية شهدها التاريخ المعاصر؛ بل ربما التاريخ الإنساني.¹

المطلب الثالث وـ الآلات التصنيف الائتماني ومساهمتها في ظل الأزمة المالية

العالمية

تعرفو الآلات التنقيط على أنها مؤسسات مالية، تتولى انطلاقا من جملة إجراءات وأساليب وضع تنقيط لمختلف المؤسسات المالية والشركات، يوضح مدى ملاءمتها وقدرتها المالية والائتمانية. كما يمكن أن تعرف على أنها مؤسسات تتولى تقييم وتنقيط خطر مؤسسة ما قصد إعلام المؤسسة المعنية نفسها الخاضعة للتنقيط إذا مختلف المتعاملين والمستثمرين الراغبين في شراء أو تملك

¹ احمد مهدي بلوافي، الابعاد الفكرية والاخلاقية للآزمة المالية العالمية، جامعة الملك عبد العزيز: ورقة عمل ضمن ندوة الآزمة المالية و الاقتصاديات الوطنية في اطار المهرجان الوطني الثالث للتراث والثقافة، بتاريخ 21 مارس 2010.

الأوراق المالية التي تطرحها المؤسسة المعنية، بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية في الآجال المحددة.¹

يعتبر التصنيف الائتماني عملية في غاية الأهمية حيث تقوم بدور مهم في تعزيز الثقة بالملاءة المالية للبنوك والمؤسسات المالية، وتزايدت أهمية التصنيف الائتماني بعد الإعلان عن مستويات التصنيف التي تبادر بها المؤسسات الائتمانية العالمية حتى أصبحت من المعايير المعتمدة لدى البنوك المركزية ولها انعكاسات على علاقات البنوك في الأوساط التجارية المحلية والدولية، ومع الأهمية المتزايدة للتصنيف الائتماني أصبحت البنوك تضعه في قمة اعتباراتها وتسعى إلى أن يعكس التصنيف سلامة أوضاعها المالية.

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدراتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.²

الفرع الأول: دور وكالات التصنيف الائتماني في المساعدة المتعاملين على الاستثمار

في السوق المالي

تعنى هيئات التصنيف الائتماني، التي ترجع أصول بعضها إلى القرن التاسع عشر، بتقييم المخاطر الائتمانية المحيطة بسندات الدين الصادرة عن الشركات والحكومات وتقييم المنتجات الاستثمارية مثل التزامات الدين المضمونة بأصول. وتمنح هذه الهيئات عموما درجة تسمى مرتبة

¹ رحمة كراش ، كريم بودخدخ، دور وكالات التقييم العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها، جامعة تبسة: الملتقى الدولي الثاني حول :الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، 19-20 جوان 2013، ص7.

² محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة : علوم التسيير، السنة الجامعية 2011-2012، ص 121.

ائتمانية، تتراوح بين أعلى مستويات الجودة حيث لا توجد مخاطر تذكر، إلى أدنى مستويات الجودة حينما تنخفض احتمالات السداد أو تزول. وتسيطر على أعمال التصنيف ثلاث شركات وهي موديز وستاندرد آند بوورز وفيتش. وتتخذ كل من موديز و ستاندرد آند بوورز من نيويورك مقرا لهما، وتبلغ حصة كل منها حوالي 40 % من أعمال التصنيف الائتماني على مستوى العالم، أما فيتش ولها مقران في نيويورك ولندن، فتبلغ حصتها حوالي 10 %. وتنتشر هيئات تصنيف أصغر في أنحاء العالم ومعظمها في مراكز قطرية وإنتاجية محددة.¹

إن أهم قضية مؤثرة على مستوى المعاملات المالية هي حالة الشك وعدم الثقة بين كل من المقرض والمقرض سواء على مستوى البنوك أو أسواق رؤوس الأموال، وعلى هذا الأساس فإن ولاءات التنقيط العالمية تساهم من خلال التنقيط الممنوح للمؤسسات والموضح لقدرتها المالية والائتمانية في إعطاء رؤية وتصور لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم المالية المتعلقة بالديون سواء في شكل قروض أو سندات. فالتنقيط الجيد يثبت أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة، ومن ثم فإنه يمكنها الاستدانة سواء بطلب قروض أو بطرح سندات وفق شروط ميسرة وفي صالحها دون أية ضغوط، حيث يزيد إقبال المتعاملين على تمويلها سواء عن طريق منحها قروضا أو بشراء سندات، في حين إن إيمان تنقيطها سيئا فإن ذلك يعني أنها في وضعية مالية سيئة، ومن ثم فإنها ستجد لا محالة صعوبة في الحصول على التمويل سواء عن طريق القروض أو طرح السندات، حيث أن ذلك يفرض عليها القبول بالشروط الصعبة التي يفرضها أصحاب الفائض خصوصا الفائدة المرتفعة، زيادة على تعرض أوراقها المالية المطروحة مسبقا إلى موجات كبيرة من البيع نتيجة تخوف المستثمرين من صعوبة تحصيل حقوقهم المرتبطة بها مستقبلا،

¹ بانايوتيس، غافراس. لعبة التصنيف، صندوق النقد الدولي: مجلة التمويل والتنمية، مارس 2012، ص 35.

وهو ما يزيد من حدة الأثر السلبي على المؤسسة التي تحصل على تنقيط سيء، نظرا لدلالاتها السلبية في نظر المتعاملين.¹

الفرع الثاني: وكالات التصنيف الائتماني والأزمة المالية العالمية

إن ما تقوم به وكالات التنقيط العالمية من وضع تنقيط خاص بكل مؤسسة، يساعد على اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية، والمبنية بناء على معايير دقيقة وواقعية، يساهم في الحد من المخاطر والأزمات المالية باعتبار أنها توفر البيانات والمعلومات الضرورية والفاعلة في اتخاذ القرارات الرشيدة والعقلانية.

حيث أن غياب وكالات التنقيط العالمية يؤدي إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل الشك واللايقين ونقص البيانات الضرورية مما يؤدي إلى زيادة احتمال التعرض لمخاطر مالية ذات آثار سلبية كبيرة خصوصا مع تطور ظاهرة العولمة المالية وترابط الأسواق المالية فيما بينها. فالتنقيط يؤدي إلى القضاء على الشك الذي يتسرب إلى نفسية المتعاملين نتيجة نقص معرفتهم بالطرف الآخر ومدى قدرته على الوفاء بالتزاماته، وبالتالي فوكالات التنقيط العالمية تساهم في توجيه قرارات المتعاملين بما يتضمن تجنبها لعنصر المخاطرة بشكل كبير، فإذا كان التنقيط سيئا فإن المتعاملين لن يغامروا بإقراض أموالهم لهذه المؤسسة أو الدخول معها في عملية شراء سندات دين لأن الواقع يشير من خلال التنقيط الممنوح للمؤسسة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وهذا ما يعني في حد ذاته مساهمة في الحد من المخاطر المالية، وذلك إذا ما اعتبرنا من جهة عدد المتعاملين المتواجدين في السوق، ومن جهة أخرى طبيعة ما كان سيحدث في حالة عدم وجود وكالات التنقيط وبالتالي تعامل مختلف المستثمرين في الأسواق المالية في محيط يتميز بالشك ونقص البيانات، وهي الحالة التي

¹رحمة كرايش ، كريم بودخدخ، المرجع المذكور سابقا ، ص7.

تنتج عنها اختلالات مالية بلا شك.¹

ولقد دار جدل بعد الأزمة حول دور هيئات التصنيف الائتماني في التنظيم المالي، وانصب تركيزه على قضايا مثل تضارب المصالح وكفاءة الأداء. ومن التساؤلات المطروحة كيفية تحديد هذه الهيئات للمراتب الائتمانية، وما هي الجوانب التي يتم تقييمها، وما إذا كانت المراتب الائتمانية قد تسببت في نوبة الرواج الائتماني وفقاعات الأصول التي نتجت عنها قبل الأزمة، وأفرزت أثرا مضادا وضارا بعد الأزمة، وكل هذه شواغل مشروعة، لكنها تؤكد أيضا كيف أصبحت هيئات التصنيف الائتماني جزءا لا يتجزأ من النظام المالي أي أنها «في رباط لا ينفصم» مع هذا النظام، إن صح التعبير، حتى أنها تأخذ مكان إجراءات العناية الواجبة بدلا من أن تكون عنصرا مكملا لعملية صنع القرار على أساس مستتير.

ويرجع هذا الرابط إلى الاستراتيجيات الاستثمارية التي تطبقها البنوك وصناديق الاستثمار وغيرها من الكيانات الخاصة. غير أنه يرجع في المقام الأول أيضا إلى الدور ذي الطبيعة المؤسسية الذي تؤديه هيئات التصنيف الائتماني في أنشطة السياسة العامة وأهمها التنظيم المصرفي، وإن كانت تشمل أيضا تحديد أهلية الضمانات المقدمة في عمليات البنوك المركزية وقرارات الاستثمار التي تتخذها الصناديق التي يسيطر عليها القطاع العام أو يتولى تشغيلها مثل صناديق التقاعد. ونجد أن الاعتماد في التنظيم المالي على المراتب التي تحددها هيئات التصنيف الائتماني هو عمل يضاهي خصصة العملية التنظيمية التي تدخل ضمن مسؤوليات الحكومة في الأساس وتتنازلا من الحكومة عن واحد من واجباتها الأساسية للحصول على منافع - من وجهة نظرها - مثل خفض

تكاليف التنظيم ورفع درجة الكفاءة والدقة.²

¹ رحمة كرايش ، كريم بودخدخ، المرجع المذكور سابقا ، ص9.

² غافراس بانايوتيس، المرجع المذكور سابقا ، ص35.

يمكن ارجاع مساهمة وكالات التصنيف الائتماني في اندلاع الأزمة المالية العالمية حسب

المحللين إلى ما يلي:

- عدم استقلاليّة وكالات التّقييط: حيث احتلت قضية استقلاليّة وكالات التّقييط العالميّة مكانا بارزا ضمن اهتمامات المحللين ورجال السياسة بموضوع مساهمة هؤلاء وكالات في التسبب في الأزمة الماليّة العالميّة، حيث يرى الكثيرون أن هؤلاء وكالات تتميّز بعدم الاستقلاليّة مما أدى إلى عدم حيادها ومصادقيتها فيما تمنحه من تقييط.
- وجود علاقات ومصالح مشتركة بين وكالات التّقييط والمؤسسات الخاضعة للتّقييط: يدعم المشككون في مصداقيّة وكالات التّقييط وجهة نظرهم بحجّة أن وكالات التّقييط وعن طريق المساهمين في رأسمالها تمتلك مصالح مشتركة مع مؤسسات أخرى تخضع لتّقيطها، حيث أن هناك من المساهمين في رأس مال وكالات التّقييط من يمتلك أسهما في مؤسسات أخرى خصوصا الكبرى منها، وبالتالي فإن ذلك يجعل من تّقيطو وكالات لهذه المؤسسات محل شك وبعيد عن المصداقية.
- عدم تحديث النماذج والأساليب المتبعة في تقييم الخطر: تشير العديد من آراء الخبراء والمختصين والمحللين إلى أن الزمن قد تجاوز ما تستند إليه وكالات التّقييط من طرق وأساليب رياضية في تقييم الخطر المرتبط بأصول الدين المتداولة في الأسواق الماليّة، والتي يعود بناؤها إلى حوالي 30 سنة خلت من قبل¹، فترخيص وتنظيم هيئات التصنيف الائتماني محدودا إلى درجة لافتة للانتباه، ويستند اختيار هيئة التصنيف في الأساس إلى وضعها المعروف في السوق وليس إلى شروط تنظيمية أو إجراءات ترخيص مقننة . وكان الضعف

¹رحمة كرايش ، كريم بودخدخ، المرجع المذكور سابقا ، ص12.

يشوب نظم تقييم و إقرار المنهجيات التي تستخدمها هذه الهيئات، وعمليات ترخيصها ونظم

المراقبة لضمان مساءلتها أو كانت تتسم بالسطحية في أفضل الأحوال.¹

إن فقيام الآلات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا نظرا لأنها

صادرة عن بنوك كبيرة وقوية، مثل مورغان ستانلي، وليمان براذرز . فقامت بمنح السندات التي تضم

حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آما (AAA) وبذلك تحملت جزءا من

مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر

الذي تتعرض له أو على الأقل كانت غير مدركة له آنذاك.²

الفرع الثالث: إصلاحات هيئات التصنيف الائتماني ما بعد الأزمة

ركزت الإصلاحات في أعقاب أزمة 2008 على هيئات التصنيف الائتماني، لا سيما في

الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي. ففي الولايات المتحدة، نص «قانون دود-فرانك» على تعزيز

الإشراف على هيئات التصنيف الائتماني، لتشديد شروط الإفصاح عن المعلومات ومعالجة تضارب

المصالح المرتبط بنموذج «المستعمل يدفع». وينص القانون أيضا على ضرورة بحث الأجهزة

التنظيمية عن مناهج تقلل الاعتماد على هيئات التصنيف الائتماني والإعداد لإجراء مراجعات

منتظمة.

ولا يعتزم الاتحاد الأوروبي الحد من الاعتماد على هذه الهيئات، وإنما يسعى بدلا من ذلك إلى

توسيع نطاق تنظيم الهيئات وتغيير نموذج عملها. واقترح الاتحاد تشديد القواعد التي تؤثر على

عمليات الاعتماد وشروط الإفصاح وتضارب المصالح، بما في ذلك اقتراح إلزام مصدري سندات

الدين بتغيير هيئات التصنيف الائتماني بالتناوب كل ثلاث سنوات أو على أساس سنوي، إذا أجرت

هيئة ما أكثر من عشرة تقديرات متتابعة لأدوات الدين الصادرة عنها. وتشمل الاقتراحات الأخرى

¹ بانايوتيس، غافراس .مرجع سابق، ص35.

² علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، المرجع المذكور سابقا ، ص 14.

السماح للجهاز التنظيمي في الاتحاد الأوروبي بحظر نشر تقديرات الائتمان السيادي تحت «ظروف استثنائية» وإنشاء هيئة تصنيف عامة على مستوى الاتحاد الأوروبي.¹

من خلال ما سبق يتضح أن وكالات التصنيف الائتماني تعنى بتقييم المخاطر الائتمانية المحيطة بسندات الدين الصادرة عن الشركات والحكومات وتقييم المنتجات الاستثمارية والمساهمة في تعزيز الثقة بالملاءة المالية للبنوك والمؤسسات المالية من خلال التنقيط الممنوح لهم، بهدف إعطاء رؤية وتصور لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم المالية. ولقد ثر جدل واسع بعد الأزمة المالية العالمية 2008 حول عمل هذه الهيئات وكيفية منحها للدرجات الائتمانية، وهل هي المتسبب في فقاعة الاسعار التي عادة ما تسبق الازمات المالية، مع المنادة بضرورة تعزيز الاشراف عليها .

المبحث الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصادات العالمية

واجراءات احتوائها

الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت تأثيراتها إلى مختلف أنحاء العالم والتي تحولت من أزمة سيولة إلى أزمة ائتمان، مست جميع الاقتصاديات وزادت من حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي، وتعتبر هذه الازمة أسوأ أزمة مالية اقتصادية يشهدها الاقتصاد العالمي منذ الكساد العظيم في الثلاثينات من القرن الماضي، مما دفع حكومات الدول لاتخاذ جملة من الاجراءات لاحتواها والتقليل من حدة هذه الأثر ، وسيتم التطرق إلى آثار هذه الأزمة واجراءات احتوائها من خلال المطالب التالية:

¹ غافراس بانايوتيس ، المرجع المذكور سابقا ،ص37.

المطلب الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي وخطط

الانقاذ المعتمدة لاحتوائها

تحولت الأزمة التي بدأت ملامحها تتضح في صيف 2007 كأزمة تمويل عقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى أزمة اقتصادية أثرت في الإنتاج والتشغيل، ولقد أطاحت الأزمة بمجموعة من البنوك وانخفضت البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية بمعدلات غير مسبقة منذ أيام الكساد العالمي الكبير، بعدها انتقلت الأزمة من الاقتصاد المالي إلى الاقتصاد الحقيقي مع تأثر حجم الطلب العالمي الكلي، وانخفاض حجم الصادرات وبالتالي انخفاض غير مسبوق في أسعار المواد الخام والسلع الصناعية ¹، لقد فاقمت الأزمة المالية العالمية من تدهور الاقتصاد الأمريكي والذي كان في الأساس يعاني من عديد المشاكل التي مست معظم مؤشرات الأداء الاقتصادي ونذكر منها ما يلي:

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على المؤشرات الاقتصادية الأمريكية

يمكن اختصار أثر الأزمة المالية العالمية على المؤشرات الاقتصادية فيما يلي:

- تفاقم العجز في الميزانية الفدرالية الأمريكية: حيث أصبح يمثل 2,5 % من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2007 .
- بداية من سنة 2008 شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع والتجزئة ضعفا في أنشطتها نتيجة ارتفاع أسعار المواد الأولية ¹ ذلك أسعار الطاقة، مما زاد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي.
- انخفاض مؤشري ثقة المستهلكين والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤشر الطلب على السلع لاستهلاكية إلى أدنى المستويات.

¹ الغرفة التجارية الصناعية، المرجع المذكور سابقا.

- تفاقم عجز الميزان التجاري الأمريكي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2008 ليصل إلى 4,3% ، بالإضافة إلى تراجع تحويل الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة انخفاض تقدر بـ 50% ، واستمر هذا العجز في السنوات التي تلت الأزمة.
- ارتفاع معدلات البطالة إلى حدود 6,5 % في شهر أكتوبر 2008 حيث تم تسريح أكثر من نصف مليون عامل من وظائفهم، وارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها، وهذا ألقى المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول وأوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة.
- انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى وخاصة اليورو والين.
- إفلاس بعض الشركات والتي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية ، كما بدأت بعض البنوك بتنفيذ الرهونات والضمانات التي معها وهذا سبب خلا في التدفقات النقدية له.
- فقدان المقترضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض، وأصبحوا في عداد المشردين واللاجئين والمهجرين والفقراء والمساكين.¹

الفرع الثاني: أزمة الدين الأمريكي كنتيجة للأزمة المالية العالمية

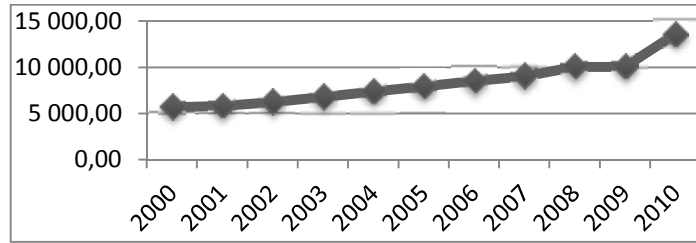
يتمثل سقف الدين في الحد الأقصى للمبلغ الإجمالي للسندات التي تصدرها الدولة، وطبقاً للمادة (1) بالقسم الثامن من دستور الولايات المتحدة الأمريكية، فإن الكونجرس الأمريكي صاحب السلطة الوحيدة في تحديد حد الاقتراض بموجب السندات التي يقوم بإصدارها لحساب الولايات

¹ خالد عبد السلام البسام، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، جدة: الغرفة الصناعية والتجارية ، المملكة العربية السعودية، ص4.

المتحدة الأمريكية، وفقا لمكتب محاسبة الحكومة (GAO)، فقد تم رفع سقف الديون 74 مرات منذ عام 1962، بما في ذلك 10 زيادات في العقد الماضي.¹

ومن هنا فإن رفع سقف الدين يعني زيادة إصدار الحكومة الفيدرالية للسندات وطرحها للبيع، لإنعاش حركة الاقتصاد الأمريكي، وسد العجز في الميزانية، فضلا عن تمكين الولايات المتحدة من سداد ديونها المستحقة.

يرجع تاريخ الدين الأمريكي إلى عام 1917، أي قبل الحرب العالمية الأولى، عندما قلّمت الحكومة الفيدرالية بوضع قانون للحد أو السقف لقيمة سندات الحرية، والتي قلّمت بإصدارها لتمويل الولايات المتحدة للدخول في الحرب العالمية الأولى. وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية زادت نسبة الدين الأمريكي لتصل إلى 121.7% في عام 1946، ولكن استطاعت الولايات المتحدة التعامل مع هذا الدين وتخفيضه تدريجيا، حتى وصل إلى نسبة 32.5% في نهاية عام 1981.² والشكل الموالي يبين تطور الدين الأمريكي بين عامي 2000-2010 بمليار دولار.



الشكل رقم (07) :تطور الدين الأمريكي بين عامي 2000-2010 "مليار دولار"

Source : treasury direct ,Historical Debt Outstanding - Annual 2000 – 2012 .

[http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm\(consultation](http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm(consultation) date 15/08 /2013)

¹ Government Accountability Office, The Debt Limit: History and Recent Increases, September 8, 2010 .

http://www.pewtrusts.org/uploadedFiles/wwwpewtrustsorg/Reports/State_policy/How_Debt_Debate_Affects_Cities_States.pdf (consultation date 15/08 /2013)

² The PEW center on the states, The Debt Ceiling Debate: How a federal could impact states and cities, July, 2011.

يرجع هذا النمو الكبير في حجم الدين خلال تلك الفترة إلى أحداث 11 سبتمبر والسياسات التي اتخذتها الولايات المتحدة بعدها، سواء سياستها الداخلية أو سياستها الخارجية. فقد كان للسياسة الأمريكية في عصر الرئيس بوش، وشن الحرب على العراق وأفغانستان أثر بالغ في توليد العجز في الميزانية نظرا لتزايد الانفاق على ميزانية الحرب، وزيادة حجم الانفاق العسكري. كذلك للسياسة التي انتهجتها الولايات المتحدة للخروج من الأزمة المالية العالمية، وضخها للمزيد من الأموال وبرامج التحفيز المالية والنقدية التي اتخذتها للخروج من الأزمة، مما ضاعف من عجز ميزانيتها. أيضا كان لزلزال اليابان، والربيع العربي أثر في اتخاذ الحكومة لإجراءات لوضع ميزانية لمواجهة الكوارث، وهو يعد إجراء لا مفر منه. كما أن تحمل الحكومة الأمريكية لتسديد تكاليف الرعاية الطبية الكاملة، وتخفيض الضرائب، والإجراءات التي اتخذتها لمكافحة التضخم أثر بالغ الأهمية في زيادة العجز في ميزانيتها وتزايد حجم الدين.¹

الفرع الثاني: الإجراءات الحكومية الأمريكية لمواجهة الأزمة المالية العالمية

لمواجهة الأزمة المالية عمدت السلطات الأمريكية إلى جملة من الإجراءات نوردتها فيما يلي:

أولاً: خفض سعر الفائدة على القروض العقارية

حذر خبراء أسواق الصرف في سياق أزمة الرهن العقاري وأزمة السيولة المترتبة عليها، أنه من الممكن استمرار تدهور الدولار الأمريكي وانعكاسات ذلك على أسعار البترول ومنتجاته، إلا أن أهم ما توجه إليه مجلس الاحتياط الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية ضمن سلسلة إجراءات جريئة بتاريخ سبتمبر 2008 ، أنه تم عن طريق المصرف المركزي خفض سعر الفائدة بمعدل 2.25 %، يعتبر هذا النهج أحد أهم الإجراءات المتخذة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية في مرحلة أولى، حيث يمكن لخفض سعر الفائدة أن يحمي قطاع المال الأمريكي من الانهيار ويكبح وقوع الركود

¹ الغرفة التجارية الصناعية، مركز البحوث والدراسات، المرجع المذكور سابقا ، ص11.

الاقتصادي العالمي، وذلك من خلال محاولة رفع المكاسب الفورية في مؤشرات الأسهم وتقليص خسائر الدولار الأمريكي أمام كل من اليورو والجنيه الإسترليني.

تعرض النشاط الاقتصادي الأمريكي إلى المزيد من الضعف، مع تباطؤ الإنفاق الاستهلاكي وتراخي أسواق العمل، وبدا النمو الاقتصادي متأثراً نتيجة تعاضد الضغوط على أسواق المال، وتفاقم الانكماش في حركتي النشاط الائتماني وقطاع السكن، والتوجه نحو الانكماش الاقتصادي، وعلى أية حال، اعتقد الكثير من المحليين للوضع أن خفض سعر الفائدة لمعدل 3 % تحديداً من شأنه أن يقلل احتمالات انخفاض الطلب على الطاقة والمواد الأولية والغذائية، وكان فعليا ارتفاعاً مفاجئاً في أسعار غالبية السلع والمنتجات في البورصات الأمريكية (بورصة شيكاغو تحديداً).¹

ثانياً: دعم السيولة في قطاع المال الأمريكي

يعتقد الخبراء أنه كان يجب على الولايات المتحدة الأمريكية أن تتجه نحو مواجهة الأزمة المالية مبكراً، وذلك وقت بدء ظهور المؤشرات الدالة على قرب اكتمال أزمة مالية دورية، وتستدعي المواجهة تسوية وإعادة جدولة ديون المقترضين المتعثرين، الذين اقترضوا من أجل تمويل شراء مساكن ثم فشلوا في سداد الأقساط المترتبة عليهم، وبالتالي كان واجبا على الجهات المختصة في الولايات المتحدة الأمريكية أن تتدخل بمنع شركات الرهن العقاري الأمريكية من انتزاع المنازل من المقترضين المتعثرين عن السداد، بغية كبح ضياع الأقساط المدفوعة من قبلهم، وذلك لأن الخسائر المترتبة على مجموع المقترضين تسهم في تفاقم الأزمة المالية الأمريكية بشكل أكبر تأثيراً من الخسائر المترتبة على شركات الرهن العقاري ذاتها، وبذلك فإنه كان ممكناً على الولايات المتحدة الأمريكية العمل على تمكين المقترضين المتعثرين من الاستمرار في سداد ما عليهم من أقساط، وذلك

¹ Moseley, F. The US Economic Crisis: Causes and Solution. mount holyoke college.

Article presented in I International Congress of Research and Political Debate, October 30th to November 1st, 2008, Buenos Aires, Argentina ,p 4.

<http://ceics.org.ar/english/mosley20081.pdf> (consultation date 14/08/2013)

من خلال إجبار شركات الرهن العقاري الأمريكية المعنية على تخفيض سعر الفائدة على القروض المعنية واسقاط جزء من تلك الفوائد في مرحلة لاحقة ومنح فترات سماح معقولة للمقترضين المعنيين، وعلى أية حال، كان من الممكن من خلال هذا التدخل، وفي مرحلة سابقة لتفاقم الأزمة المالية الأمريكية، أن يتم تأجيل حدوث الأزمة المالية الأمريكية وحتى عدم حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية من الأصل.¹

وأهم النقاط البارزة في خطة الإنقاذ الأمريكي نوردتها فيما يلي:

- تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل، ويتم السماح للخرينة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في المرحلة الأولى، مع إمكانية زيادة هذا المبلغ ليصل إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس الأمريكي ؛
- يمتلك الكونغرس الأمريكي حق النقض الفيتو على عمليات شراء الأصول الهالكة التي تتجاوز المبالغ المحددة، وفي كل الأحوال لا يجوز أن يزيد السقف لعمليات الشراء عن 700 مليار دولار؛
- تحصل الدولة على حصتها في رؤوس أموال وأرباح الشركات التي تستفيد من خطة الإنقاذ، وهذا معناه أن الدولة ستحصل على أرباح مجزية إذا تم تجاوز هذه الأزمة المالية وانتعشت الأسواق ؛
- تم تكليف وزير الخزانة الأمريكية بالعمل والتنسيق مع المصارف المركزية والسلطات في الدول الأخرى من أجل وضع خطط إنقاذ من الأزمة المالية العالمية على نمط خطة الإنقاذ الأمريكية ؛

¹ عقبة بلخضر، محمد بن بوزيان ، إجراءات حكومية مثلى ينادي بها الخبراء لكبح توسع أي أزمة مالية جديدة: الولايات المتحدة الأمريكية نموذجا، جامعة تبسة: الملتقى الدولي الثاني حول :الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، ، 19-20 جوان 2013، ص7.

- أقرت الخطة رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار أميركي إلى 250 ألف دولار أميركي لمدة عام واحد ، وإعفاءات ضريبية بقيمة تصل إلى 100 مليار دولار للشركات وللطبقة الوسطى ؛

- نصت الخطة على إجراءات لحماية المالكين المهددين بمصادرة عقاراتهم (بيوتهم) ، علماً أنه كان من المقرر تنفيذ حوالي مليوني إجراء يتعلق بمصادرة العقارات (البيوت) في العام 2009. أدت الخطة على منع دفع التعويضات الكبيرة جداً لصالح مديري الشركات والمسؤولين فيها والذين يتم تسريحهم أو يستقيلون من الشركات التي باعت أصولاً لوزارة الخزانة الأميركية ؛

- أدت الخطة على ضرورة منع دفع التعويضات التي تشجع مديري ومسؤولي الشركات على مخاطر ومغامرات ومجازفات غير آمنة العواقب ولا جدوى منها؛

- حددت خطة الإنقاذ المكافآت المالية لمديري ومسؤولي الشركات (الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بقيمة 500 ألف دولار) ، وعلى ضرورة استرجاع العلاوات التي تم دفعها لمديري ومسؤولي الشركات عن أرباح متوقعة لم تتحقق بعد؛

- نصت الخطة على تكليف مجلس رقابة يشرف على تنفيذ خطة الإنقاذ، وهذا المجلس يضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة الأميركية ورئيسها يراقب مكتب المحاسبة العامة (التابع للكونغرس) على عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات، ويحافظ هذا المكتب على حضوره في وزارة الخزانة الأميركية؛

- نصت الخطة على تعيين مفتش عام مستقل يراقب قرارات وزير الخزانة، كما أن القضاء يدرس القرارات التي يصدرها وزير الخزانة ؛

- نصت الخطة على إجراءات محددة ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات و السماح للدولة بتدقيق ومراجعة شروط منح القروض العقارية لمقترضين يواجهون صعوبات في السداد، مع ضرورة مساعدة واعانة المصارف المحلية الصغيرة التي طالها الضرر بفعل أزمة الرهن العقاري؛¹

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الاتحاد الأوروبي

تعاني الاقتصاديات الأوروبية من وطأة الركود الكبير الناتج أساسا عن تزايد الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية التي تحولت إلى أزمة اقتصادية. والواقع أن تعارض السياسات الوطنية لمعظم الدول الأوروبية مع سياسة الاتحاد الأوروبي المتناقضة في أغلب الأحيان مع توجهات الاقتصاد العالمي الجديدة، قد ساهمت في انتشار أزمة الديون التي قد تستمر لسنوات طويلة قادمة. إذ بعد الأزمة المالية العالمية عام 2008 قامت الدول الأوروبية كما معظم الدول المتقدمة بنقل المديونية والمخاطر من القطاع الخاص إلى الحكومات التي أصبحت هي المدين من دون القدرة على مواجهة سلسلة الأزمات التي بدأت تهز منطقة اليورو التي تشهد حاليا خطرا يهدد بقاءها موحدة.² يمكن دراسة آثار الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول الاتحاد الأوروبي من خلال ما يلي:

الفرع الأول: الأثر على النمو الاقتصادي

لقد عانت دول الاتحاد الأوروبي من آثار الأزمة المالية العالمية على كل القطاعات الاقتصادية حيث تشير الاحصائيات إلى أن تباطؤ النمو الاقتصادي لدول الاتحاد الأوروبي بدأ منذ منتصف سنة 2008، واستمر بشكل ملحوظ خلال سنة 2009 ، والجدول التالي يوضح الانكماش في

¹ يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008 ، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، بدون سنة نشر ، ص11-12.

² صباح حصيد ، حنان قسوم ، أثر الأزمة الاقتصادية العالمية على اقتصاد الألماني، الملتقى الدولي الثاني حول : الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013، ص4.

المعدلات السنوية للنمو الاقتصادي لمجموعة من الدول الاعضاء بالاتحاد الأوروبي خلال الفترة

2010-2007

الجدول رقم (02) : معدلات النمو الاقتصادي السنوية لبعض دول أعضاء الاتحاد الأوروبي خلال

الفترة 2010-2007 (الوحدة: %)

الدول	2007	2008	2009	2010
بلجيكا	2.9	1.0	3.1-	1.3
ألمانيا	1.7	0.9-	4.9-	1.6
فرنسا	2.3	0.4	2.2-	1.3
إيطاليا	1.5	1.3-	5.0-	0.8
إسبانيا	3.6	0.9	3.6-	0.4-
اليونان	4.5	2.0	2.0-	3.0-
هولندا	3.6	2.0	4.0-	1.3
أيرلندا	6.0	3.0-	7.1-	0.9-
النمسا	3.9	2.0	3.6-	1.3
البرتغال	1.9	0.0	2.7-	0.5
دنمارك	1.7	0.9	4.9-	1.6
رومانيا	6.3	7.3	7.1-	0.8
السويد	2.5	0.2-	4.9-	1.8
المجر	1.0	0.6	6.3-	0.0
ليتوانيا	9.8	2.8	15.0-	0.6-
لاتفيا	10	4.6-	18-	3.5-
فنلندا	4.9	1.2	7.8-	1.4

المصدر: عائشة خلوفي، تأثير التكتلات الاقتصادية الإقليمية على حركة التجارة الدولية-دراسة حالة الاتحاد

الأوروبي-، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، غير منشورة،(2012) ، ص 139.

يتضح من الجدول أعلاه التراجع في معدلات النمو الاقتصادي لدول الاتحاد الأوروبي المختارة،

والذي يمكن إرجاعه إلى إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات الانتاجية لهذه الدول التي مستها

الأزمة المالية العالمية، وكنتيجة لتحملها للكثير من الالتزامات التي أدت إلى انخفاض أرباحها

وبالتالي افلاسها، وهذا ما أدى إلى انعكاسات سلبية على ناتجها المحلي وأسواق العمل في هذه الدول

وباقى دول الاتحاد الأوروبي.

الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على سوق العمل للاتحاد الأوروبي

واحدة من النتائج الرئيسية للتراجع الاقتصادي نتيجة للأزمة الاقتصادية العالمية، هو

الانخفاض في العمالة بسبب تسريح ملايين العمال من وظائفهم حيث تشير التقديرات إلى أن 21.8 مليون شخص فقدوا وظائفهم خلال عام 2010 من بينهم 20% من الأوروبيين الذين أعمارهم أقل من 25 سنة، وفي المتوسط فقد ارتفع معدل البطالة* في الاتحاد الأوروبي بين عامي 2000 و2011. بعد تراجع الذي شهده خلال السنوات الانتعاش من 2003 الي 2007 ،حيث كان معدل البطالة في حدود 7.1% في عام 2008 و زاد بشكل ملحوظ في عام 2009 وظلت منذ ذلك الحين عند هذا المستوى .

كما تباين معدل البطالة بشكل كبير من بلد إلى آخر. فقد لوحظت أعلى معدلات البطالة في اسبانيا (21.7%)، اليونان (17.7%)، ولاتفيا (16.2%)، ليتوانيا (15.3%) وإيرلندا (14.7%). النرويج، والنمسا، وهولندا، ولوكسمبورج لديها أدنى معدلات تتراوح بين 3.3% و 4.8%. اما فرنسا هي من بين البلدان ذات البطالة المرتفعة (9.6%) أعلى من معدل البطالة بألمانيا (5.9%) والإيطالية (8.4%) والمملكة المتحدة (8.0%)¹.

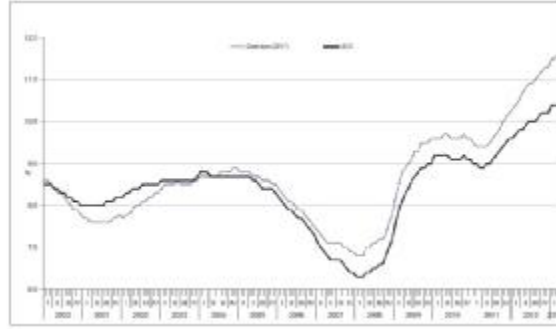
وقد وصلت معدلات البطالة ارتفاعها حيث بلغت في سبتمبر 2012 بمنطقة اليورو نحو 11.6%، وهذا بزيادة قدرها 1.3 نقطة مئوية مقارنة بالعام السابق. وذلك بتسجيل كل من إسبانيا واليونان أعلى معدلات بطالة بما يفوق 25 %، والبرتغال بـ 15.7 %، علما ان هذه البلدان ثلاثة طبقت برامج للنقش صارمة. وعلى الطرف الآخر نجد ان ألمانيا، النمسا، لوكسمبورغ وهولندا

*معدل البطالة وفقا لمكتب العمل الدولي (ILO) هي نسبة العاطلين عن العمل الي القوة العاملة، و يمكن حساب معدل البطالة حسب العمر عن طريق ربط العاطلين عن العمل من الفئة العمرية مع أصول هذه الفئة العمرية. وبالمثل لحساب معدلات البطالة حسب الجنس، حسب المنطقة والجنسية والمستوى التعليمي ... اما معدل البطالة على المدى الطويل هي نسبة العاطلين عن العمل على المدى الطويل من إجمالي القوة العاملة.

¹ Insee, taux de chômage,

http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?reg_id=98&ref_id=CMPDD004

سجلت معدلات بطالة في حدود 5%¹. وفيما يلي بيان تطور معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الاوروبي طبقا لبيانات الأوروسات للفترة 2000 إلى 2013 :



الشكل رقم (08): معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي للفترة 2000 إلى 2013

Source : Eurostat, Le taux de chômage à 12,1% dans la zone euro à 10,9% dans l'UE27, communiqué de presse, 70/2013 - 30 avril 2013.

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-30042013-BP/FR/3-30042013-BP-FR.PDF

حيث نلاحظ بداية تراجع معدل البطالة في منطقة اليورو والاتحاد الأوروبي بداية من سنة

2005 إلى غاية 2008 ولتعاود الارتفاع مجددة في أعقاب بداية الأزمة المالية العالمية 2008

مسجلة أعلى معدل في نهاية فترة الدراسة.

الفرع الثالث: أزمة الديون السيادية كنتيجة للأزمة المالية العالمية

عندما تقوم حكومات دول العالم بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير

عملتها المحلية، والتي غالبا ما تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو، يطلق على الدين الناجم عن

هذه العملية عبارة "الدين السيادي". وتعتبر أزمة الديون السيادية الأوروبية عميقة ومتشابهة مع

الأزمة المصرفية والاختلالات التي تصيب الاقتصاد الكلي لمنطقة اليورو.²

¹ Département de l'information des Nations Unies, En Europe, les effets de la crise de la dette continuent de déprimer l'économie régionale, Situation et perspectives de l'économie mondiale 2013, 17 janvier 2013.

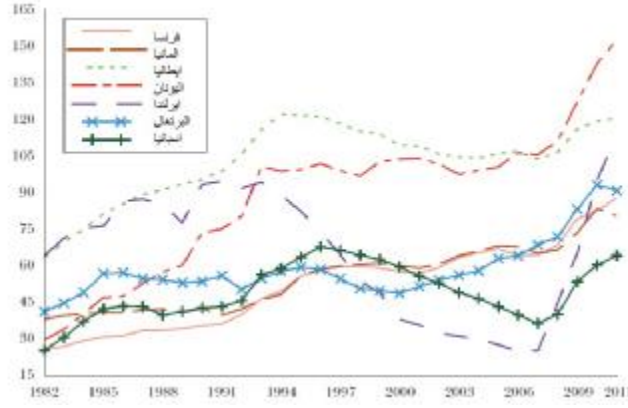
² Philip R. Lane, The European Sovereign Debt Crisis, Journal of Economic Perspectives, Volume 26, Number 3, Summer 2012, p2.

ولقد بدأت أزمة الديون السيادية كنتيجة للأزمة المالية باندلاع أزمة اليونان في ديسمبر 2009 ، بعد أن خفضت وكالة "ستاندار أند بورز" التصنيف الائتماني طويل الأجل بثلاث درجات واطعة إياها في فئة الاستثمارات التي تمثل خطراً مرتفعاً في عدم التسديد، مما أثار موجة ذعر في الأسواق المالية، فارتفعت أسعار فائدة سندات الخزينة متجاوزة عتبة 10%. لتبدأ بذلك عملياً المضاربة في الأسواق المالية متبوعة بتداعيات كبيرة على عملة الأوروبية (أورو). لتزداد الوضعية تآزماً باكتشاف تقارير مالية واحصائية خاطئة مقدمة من طرف رئيس الحكومة اليونانية للانضمام لمنطقة الأورو في سنة 2001 تخالف قواعد ميثاق الاستقرار والنمو. مما أدى إلى خسارة الأورو 12% من قيمته منذ بداية السنة، وأحداث هزة في أسواق الأسهم الأمريكية، حيث انخفض مؤشر دوانجونز حوالي 6 % وذلك خلال الأسبوع الأول من شهر ماي 2010 . إضافة إلى تزايد مخاوف تسرب العدوى لأوروبا خاصة في البرتغال، إيرلندا، إسبانيا، و إيطاليا.¹

لقد تفاقمت حدة أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة وأوروبا وأصبحت تهدد اقتصادات هذه الدول، خاصة بعد تخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة بدرجة واحدة للمرة الأولى منذ عام 1941، من قبل مؤسسة "ستاندرد اندبوردز" والذي تسبب في اضطرابات الأسواق المالية العالمية وسط مخاوف من تفشي الكساد. فعند ظهور الأزمة المالية والاقتصادية العالمية عام 2008، اتفقت دول مجموعة العشرين على مواجهة تلك الأزمة بخطط إنقاذ ضخمة بلغت قيمتها الإجمالية تريليونات الدولارات، إضافة إلى خطط الزيادة بالإنفاق الحكومي الهادفة لضخ أموال جديدة باقتصادياتها وأسواقها المالية لتستعيد عافيتها. ونجم عن ذلك تفاقم ديون الحكومات أو ما يسمى الديون السيادية خصوصاً في دول منطقة اليورو بمستويات مختلفة لأن هذه الدول لم تمول خطط إنقاذ اقتصادياتها

¹ فضيلة بوطورة ، نوفل سمايلي، دور البنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية اليونانية والأوروبية، جامعة تبسة : الملتقى الدولي الثاني حول : الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، 19-20 جوان 2013، ص4.

بواسطة احتياطات كانت تحتفظ بها، بل أنت من خلال الاقتراض. وهو ما دفع هذه الدول إلى إقرار خطط مالية تقشفية للتخفيض من النفقات وزيادة الإيرادات، بهدف إرجاع عجز موازنتها إلى مستويات مقبولة ومتحكم بها.



الشكل رقم (09) : تطور الدين العام لبعض دول الاتحاد الأوروبي للفترة من 1982-2011(الدين

العام نسبة إلى الناتج المحلي الخام)

Source : Philip R. Lane, op.cit ,p3.

لقد تفاقمت حدة أزمة الديون السيادية في الولايات المتحدة وأوروبا وأصبحت تهدد اقتصادات هذه الدول، خاصة بعد تخفيض التصنيف الائتماني للولايات المتحدة بدرجة واحدة للمرة الأولى منذ عام 1941، من قبل مؤسسة "ستاندرد اندبوردز" والذي تسبب في اضطرابات الأسواق المالية العالمية وسط مخاوف من تفشي الكساد. فعند ظهور الأزمة المالية والاقتصادية العالمية عام 2008، اتفقت دول مجموعة العشرين على مواجهة تلك الأزمة بخطط إنقاذ ضخمة بلغت قيمتها الإجمالية تريليونات الدولارات، إضافة إلى خطط الزيادة بالإنفاق الحكومي الهادفة لضخ أموال جديدة باقتصادياتها وأسواقها المالية لتستعيد عافيتها. ونجم عن ذلك تفاقم ديون الحكومات أو ما يسمى الديون السيادية خصوصا في دول منطقة اليورو بمستويات مختلفة لأن هذه الدول لم تمول خطط إنقاذ اقتصادياتها بواسطة احتياطات كانت تحتفظ بها، بل أنت من خلال الاقتراض. وهو ما دفع هذه الدول إلى إقرار

خطط مالية تقشفية للتخفيض من النفقات وزيادة الإيرادات، بهدف إرجاع عجز موازنتها إلى مستويات مقبولة ومتحكم بها.

الفرع الرابع: الاجراءات الأوروبية لمواجهة الأزمة المالية العالمية

يمكن تقسيم خطة الإنقاذ للدول الأوروبية كالتالي:

أولاً: خطة الإنقاذ في منطقة اليورو

تقضي الخطة بضمان القروض بين المصارف، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويل هذه المصارف مع استعداد الحكومات تملك حصص في البنوك ، التعهد بتوفير رأس المال ، وضمان أدوات الدين الجديدة أو شرائها مباشرة ، التعهد بالمساعدة أو الاكتتاب بشكل مباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام، في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك أما عن المبالغ التي قامت بضخها للقطاع المالي فكانت كالتالي: ألمانيا 500 مليار يورو، فرنسا 350 مليار يورو، هولندا 200 مليار يورو، إسبانيا 100 مليار يورو، النمسا 85 مليار يورو.

ففي فرنسا اعتمد البرلمان خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ المصارف بمبلغ 360 مليار أورو، بهدف إنهاء أزمة الثقة في الأسواق، وضمان إعادة تمويل المصارف في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين المصارف، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال المتعثرة منها وقد حرص الرئيس "نيكولا ساركوزي" على التأكيد أن ما ستقدمه الدولة من مساعدات لن يكون هدية للبنوك، وقال أن المبلغ المرصود في الخطة هو المبلغ الأقصى، وأنه ربما لا يضخ كاملاً في حالة عودة الأسواق إلى العمل بشكل اعتيادي مجدداً، وأضاف إلى أن الدولة ستشكل هيئة مالية

لمراقبة البنوك، ولن يسمح بإعلان إفلاس أي مؤسسات مالية وسيتم محاسبة المسؤولين عن أي تجاوزات.¹

ثانياً: خطة الإنقاذ البريطانية

تقتضي الخطة إمداد أربعة بنوك وهي إتش بي أو إس، ورويال بنك "أوف سكوتلند" و "لويبرز تي إس بي" و "باركليز" بنحو 37 مليار جنيه إسترليني. ويعد هذا التدخل الأكبر على مدار تاريخ بريطانيا ونظراً لأن بريطانيا هي أكبر الدول الأوروبية تأثراً بالأزمة المالية، فقد قامت بضخ أكبر مبلغ من بين جميع الدول الأوروبية الذي بلغ حوالي 500 مليار جنيه إسترليني.

المطلب الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربية

قبل نتطرق إلى أثر وتداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية العربية، نشير بإيجاز إلى أثر هذه الأزمة على الاقتصاديات العربية ككل، لأن هذه التداعيات ستؤثر بدورها على هذه الأسواق في إطار تأثير أوضاع الاقتصادية المحلية وأوضاع الصناعة على أسواق الأوراق المالية.

فقد حاول العديد من الباحثين والخبراء الاقتصاديين بيان تداعيات هذه الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، وفي هذا الإطار تم تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة المجموعة الأولى² وهي دول مجلس التعاون الخليجي، التي تنتم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية، فإن ارتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العالمي وبالأسواق العالمية للسلع وفي مقدمتها النفط والغاز والبتروكيماويات كانت القنوات الرئيسية لامتداد الأزمة العالمية إلى اقتصاداتها .

¹ عبد المطلب عبد الحميد، المرجع المذكور سابقاً ، ص282 .

² الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر والكويت.

أما المجموعة الثانية¹ فتعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية، وبالتالي فإن الطلب العالمي والأسعار العالمية للنفط تؤثر كثيراً على السياسة المالية المتبعة في هذه الدول والمسايرة للدورة الاقتصادية العالمية، أي أن النفقات الحكومية ترتفع مع ارتفاع إيرادات النفط وتخفض مع انخفاض تلك الإيرادات وذلك في معظم تلك الدول².

أما المجموعة الثالثة³ فهي دول يعتمد القطاع المصرفي والمالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية. غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصاداتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية، ففي جانب المعاملات السلعية، تعتمد صادرات هذه الدول على أسواق الدول المتقدمة بالدرجة الأولى، وكذلك الأمر في جانب معاملات الخدمات كإيرادات السياحة، وتحويلات العاملين بالخارج وتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وتؤدي تقلبات الدورة الاقتصادية ومعدلات النمو في الدول المتقدمة، في ضوء الازدحام الناتج عن الأزمة إلى مخاطر تباطؤ النمو في دول المجموعة الثالثة، وذلك من خلال تراجع أداء قطاعاتها التصديرية عالية الانكشاف على أسواق الدول المتقدمة، وتراجع التدفقات المالية إليها من خلال تراجع إيرادات وحجم السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمار الأجنبي المباشر⁴.

وبالتالي فإن تداعيات الأزمة المالية على المنطقة العربية مرتبط بمجموعة من العوامل:

¹ الجزائر، السودان، ليبيا واليمن.

² جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي، سبتمبر 2010، ص 5-6.

³ الأردن، تونس، سورية، لبنان، مصر، المغرب وموريتانيا.

⁴ جمال الدين زروق، المرجع المذكور سابقاً، ص 6-7.

-درجة انفتاح المنطقة على الأسواق المالية العالمية؛

-التغيرات في أسعار النفط؛

-درجة الترابط الاقتصادي بين الدول العربية النفطية وغير النفطية؛

-فعالية السياسة المالية والنقدية في مواجهة الأزمة.

أي أن المؤسسات المالية والاقتصادات في الدول العربية (وعلى الأخص في دول مجلس التعاون الخليجي) تأثرت بالأزمة عن طريق عدد من القنوات هي:

- التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة القروض الإسكانية في الولايات المتحدة؛

- التعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة "القروض الإسكانية"؛

- تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية العربية.¹

ولقد كانت دول مجلس التعاون الخليجي من كبار المتضررين من الأزمة من عدة نواحي أهمها:

- هبوط حاد في أسعار النفط بنسبة تصل إلى 67% تقريبا.

- لقد تكبدت الصناديق السيادية لتلك الدول خسائر كبيرة يقدرها الخبراء بحوالي 50% من قيمة استثماراتها فيها في الولايات المتحدة وأوروبا وشرق آسيا والتي تقدر بحوالي 3 تريليون دولار.

- هبوط حاد في أسواق الأسهم تراوح من 52% في السعودية وحوالي 72% في دبي.²

¹موسى عماد ، اثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، الملتقى الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: التقييم والاستشراف، 23-25 ماس 2009، بيروت، ص 6، متوفر على الموقع الالكتروني: www.arab-api.org/conf_0309/p34.pdf (تاريخ المعاينة 2012/08/25).

² احمد، مطر. وآخرون، العلاقة المتبادلة بين معايير القيمة العادلة والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الثالث "الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول " للتحديات والأفاق المستقبلية" ، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن 28-29-4-2009، ص: 9، متوفر على الموقع الالكتروني: www.philadelphia.edu.jo/courses/.../E226.pdf

من خلال ما سبق يتبين أن القطاع المالي العالمي شهد في 2008 جل السمات التي ذكرناها عند تقديم مفهوم الأزمة المالية، إلا أن الأزمة المالية الحالية أكثر تعقيدا من الأزمات السابقة لأن الابتكار المالي (عن طريق التوريق) أدى إلى ظهور أصول مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تحديد مستوى المخاطر فيها، الميزة الأخرى للأزمة الحالية هي سرعة انتشارها من الولايات المتحدة إلى الدول الأخرى¹، رغم أنها لم تكن بنفس الحدة في جميع الدول، ففي بداية الأزمة كان التأثير واضحا في الولايات المتحدة، حيث عانى عدد كبير من البنوك من نقص السيولة، ولم تتمكن كثير من شركات التأمين من دفع ما يستحق عليها، وتوقف عدد كبير من شركات التمويل العقاري عن العمل، أما أسرع وأخطر التداعيات فكان من نصيب البورصات التي انهارت في كافة دول العالم. تبعت الأزمة المالية أزمة اقتصادية، حيث بدأ الاقتصاد الحقيقي في التأثر كنتيجة حتمية لما حدث في القطاع المالي، إذ الاقتصاد العالمي دخل بالفعل في مرحلة من الركود، حيث انخفضت معدلات النمو في مختلف دول العالم وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة من دولة لأخرى، ولقد أدى هذا الركود الاقتصادي الكبير إلى حدوث الظواهر التالية:

1. عجز الاقتصاد في سائر الدول عن التعامل مع الأزمة من خلال قوى السوق، مما

استدعى تدخل الحكومات؛

2. تخفيض أسعار الفائدة وارتباك سياسات الائتمان في المصارف خشية إفلاس المقترضين؛

3. انتقال الأزمة من دولة إلى أخرى، وأيضاً في داخل كل دولة من قطاع إلى آخر بصورة

تلقائية؛

4. تراجع أسعار النفط إلى مستويات متدنية جداً؛ فبعد أن وصلت الأسعار إلى مستويات

قياسية في جويلية عام 2008 (ما يزيد عن 140 دولار أمريكي للبرميل) انخفضت

¹ عماد موسى، المرجع المذكور سابقا، ص 2.

الأسعار بحوالي 66% بنهاية العام مما استدعى خفض إنتاجه بنسبة (5%) حسب اتفاق الأوبك لوقف تدهور الأسعار.

5. فقدان عام للوظائف وانتشار ظاهرة البطالة بصورة عامة في كثير من الدول ليصل العالم

إلى وجود (210) مليون شخص عاطل عن العمل خلال عام 2009.¹

وقد اهتمت عدة دراسات برصد ومتابعة الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على

اقتصاديات العالم ، ورسمت لنا المشهد العالمي للأزمة فيما يلي:

- انهيار وافلاس عدد من الشركات العالمية الكبرى، ودمج بعضها، بالإضافة إلى إفلاس كثير من البنوك العالمية في أمريكا وأوروبا.

- إن الدروس المستفادة من انهيار "بنك ليمان برادرز" وما تبعة من أزمة مالية، لم تستوعب على نحو ملائم، ويتضح ذلك من أنه سرعان ما عادت ثقافة المكافآت والعلاوات للعاملين في قطاع المال والأعمال والبورصة، مما تطلب وضع مقاييس مختلفة ، ووضع قيود على الحوافز التي تقدمها البنوك والمؤسسات المالية للعاملين بها، حيث كانت أحد أسباب اندفاع مديري البنوك لقبول عمليات عالية المخاطر طمعا في أرباحها، وبالتالي زيادة المكافآت التي ستعود عليهم.

- التذبذب الكبير في أسعار النفط ، وعدم الاستجابة لقرارات تخفيض الإنتاج.

- خسائر فاقت ترليونات الدولارات في بورصات العالم ومنها البورصات العربية.

كل هذه المؤشرات تفيد أن الاقتصاد العالمي تحول من الأزمة المالية إلى أزمة في الاقتصاد

¹ لطفي، علي. الأزمة المالية العالمية ، الأسباب - التداعيات - المواجهة ، جامعة عين شمس: كلية التجارة ،وحدة إدارة الأزمات ، المؤتمر السنوي الرابع عشر، ديسمبر 2009، ص7.

الحقيقي¹، حيث تعرضت بعض الصناعات القيادية (الصناعات القاطرة) لهزات اقتصادية، وضعف في الطلب على منتجاتها يختلف من دولة إلى أخرى (في أمريكا مثلاً تعثر شركات كريسز، وجنرال موتورز المنتجة للسيارات، وهى من الصناعات القاطرة التي تدعم صناعات ووكالات كثيرة)، وتباطؤ معدلات النمو وتدهور أوضاع التمويل إذا اقترنت بتشديد السياسات النقدية التي قد تؤدي إلى توقف بعض الشركات الكبرى عن العمل مما يؤثر بالتبعية على الدول النامية. أدى ذلك إلى ارتفاع نسبة البطالة عالمياً نتيجة حالات تسريح الموظفين، بسبب انكماش الأعمال وافلاس المشاريع والشركات، كما أظهرت هذه الأزمة المالية آثار سلبية أخرى أثرت على الاقتصاديات العالمية ومنها:

- عدم فاعلية بعض القوانين والسياسات والإجراءات السابق وضعها لتحقيق انضباط في الأعمال، إضافة إلى سهولة الالتفاف عليها واستخدامها في العديد من حالات الفساد والاختلاس، مما أدى إلى إعادة هيكلة نظم الرقابة على المصارف والشركات، وتفعيل تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.
- إعادة النظر في الثقافة السائدة بين العاملين في القطاع المالي ومفادها " إن السوق دائماً على حق"، أو أن " السوق عادة ما يتوازن تلقائياً" بدون أي تدخل من الحكومات وهذه الثقافة جارية العمل على تغييرها.
- شهد العالم المزيد من التعاون الدولي، وهو أمر تم بالفعل تحقيقه، من خلال إعادة النظر في المجموعات الاقتصادية العالمية، والتي كان من آثارها تكوين مجموعة العشرين "G 20"، والتي ضم إليها عدد من الدول الناشئة، أو ذات الاقتصاديات الفاعلة والمؤثرة ومنها المملكة العربية السعودية.

¹ Pascal, salin. La crise financière : causes, conséquences, solutions, Institut Constant de Rebecque, p11, institutconstant.ch/pdf/IC-Salin-crise-financiere.pdf (consulter le 13/10/2001)

- جارى بحث وضع قواعد ومبادئ يتفق عليها دوليا تحكم وتضبط العمل المصرفي، وتؤدي فيما بعد إلى ظهور نظام مالي عالمي يعمل في إطار مصلحة الاقتصاد العالمي برمته.¹

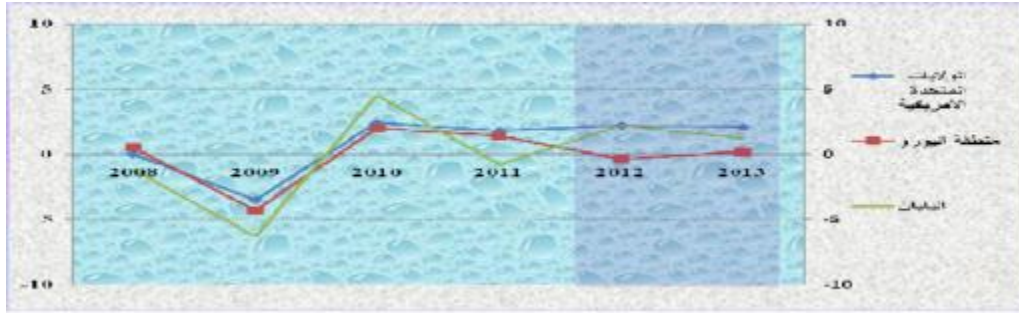
كما واصل الاقتصاد العالمي تأثره بالأزمة المالية ، حيث واجهت الدول المتقدمة ضغوطات الأسواق المالية في ادارة ديونها السيادية ، بعدما كانت تركز على استعادة الملاءة المالية للنظام المصرفي والنهوض بالنشاط الاقتصادي، مما وجه هذه الدول إلى نهج سياسات مالية عمومية تقشفية أدت إلى تراجع نموها الاقتصادي وتدهور أوضاعها الاجتماعية، حيث عرف الاقتصاد العالمي خلال سنة 2012 نموا بوتيرة 3.3% عوض 3.8 % سنة 2011 بعدما شهد نموا كبيرا عام 2010 ، كما سجلت التجارة العالمية تباطؤا في وتيرة نموها لتنتقل من 5.8 % سنة 2011 الى 3.2 % سنة 2012.²

والشكل الموالي يبين واقع النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة خلال الفترة 2008-2013.

¹ احسنى الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي التداعيات وسبل المواجهة مع الإشارة إلى المصارف السعودية، اللقاء العلمي " انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها " ديسمبر 2009، ص 6-7، متوفر على الموقع الالكتروني

www.iifef.com/files/%2020%20حسنى%20الخولي.doc.

² الغرفة التجارية الصناعية، مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية-، الرياض، المملكة العربية السعودية، جانفي 2012 .



الشكل رقم (10) :النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة 2008- 2013 (%)

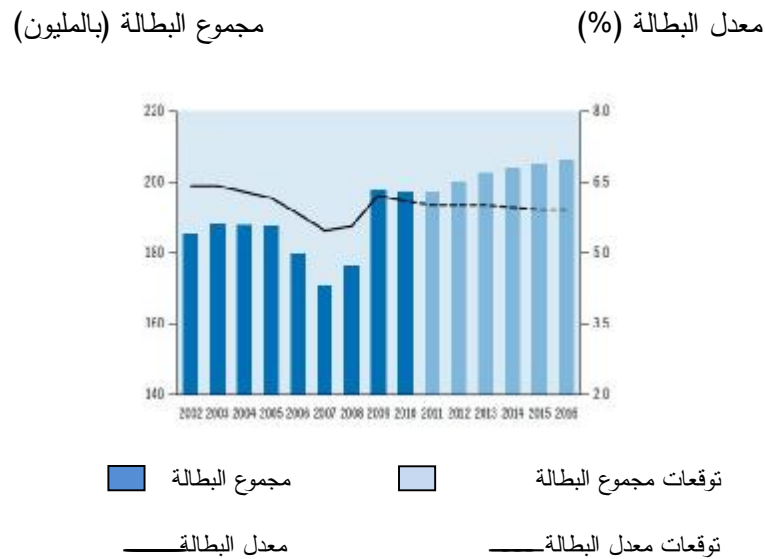
المصدر: صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي ، أكتوبر 2013.

والملاحظ من الشكل السابق ضعف انتعاش اقتصاديات الدول المتقدمة، رغم التدابير المتخذة منذ الأزمة المالية 2008، حيث واصل معدل البطالة بمنطقة اليورو منحاه التصاعدي ليبلغ 12 % في الربع الأول من سنة 2013 في حين سجل هذا المعدل في الولايات المتحدة الأمريكية تراجعاً ليصل إلى 7.9 % سنة 2013 عوض 8.2 % سنة 2012 ويستقر في اليابان في حدود 4.7 % سنة 2013 .

أما بخصوص سوق العمل العالمي فقد وصل عدد الشباب العاطلين عن العمل في العالم حسب دراسة لمنظمة العمل الدولية إلى 73.4 مليون في 2013، بزيادة تبلغ نحو 3.5 ملايين منذ 2007، و0.8 مليون منذ 2011. وسيزيد عدد الشباب العاطلين بين 2012 و2018 بأكثر من مليونين، لتصل النسبة إلى نحو 25%. كما أشارت الدراسة إلى أنه من غير المتوقع تحسن سوق العمل للشباب على المدى المتوسط في العالم، حيث قدرت وصول معدل البطالة في الفئة العمرية من 15 إلى 24 سنة بـ12.8% في 2018، مقابل 12.3% في 2013. ويعتبر الاقتصاديون أن الاقتصادات المتقدمة ستسجل "نقاط تحسن" سيقابلها تدهور الوضع في مناطق أخرى، خصوصاً في آسيا. واعتبرت أن أحد أكثر العناصر إثارة للخوف هو ريبة الأجيال الشابة الحالية من الأنظمة السياسية والاجتماعية والاقتصادية. وقالت إن جزءاً من هذه الريبة جرى التعبير عنه عبر مظاهرات

سياسية مثل التحركات المناهضة للتقشف في اليونان واسبانيا، حيث يمثل الشباب العاطلون عن العمل أكثر من نصف الشباب الفاعلين.¹

وبناء على الأوضاع الاقتصادية قدرت منظمة العمل الدولية أن معدل البطالة في صفوف الشباب سيبلغ 30% في الشرق الأوسط في سنة 2018 مقابل 28.3% في 2012، و23.9% في شمال أفريقيا مقابل 23.7% في 2012. وفي آسيا، فإن الوضع أفضل بكثير حالياً لكنه سيتدهور وسيسجل في 2018 معدلات بطالة بين الشباب تصل إلى 10.5% في شرق آسيا مقابل 9.5% في 2012، و14.3% في جنوب شرق آسيا والمحيط الهادي مقابل 13.1% في 2012، و9.8% في جنوب آسيا مقابل 9.3% في 2012²، والشكل التالي يوضح معدل ومجموع البطالة في العالم بناء على بيانات منظمة العمل الدولية:



الشكل رقم (11): معدل ومجموع البطالة في العالم

Source : Bureau international du Travail, op.cit,p113.

¹ Bureau international du Travail, Tendances mondiales de l'emploi 2012 Prévenir une aggravation de la crise de l'emploi, 2012,p113.

² ibid,p113.

وتشير الاحصائيات والدراسات إلى أن الأسواق المالية أكبر المتضررين من الأزمة المالية العالمية، فلقد شهدت أسواق الاوراق المالية العربية -خصوصا الخليجية منها- خسائر كبيرة، أفقدتها حوالي نصف ترليون دولار من قيمتها السوقية منذ سبتمبر 2008 وحتى جوان 2009 ، ونظرا لارتباط هذه النقطة مباشرة بموضوع البحث سيتم التطرق لها بالتفصيل في الفصل المقبل.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل الموسوم بأثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي تم التطرق إلى ماهية الأزمات المالية وأنواعها، وأسباب ظهورها المتكرر خاصة في القرن العشرين وبداية القرن الواحد من عشرين، وقد خلصنا إلى أن الأزمة المالية هي حدث أو حالة يتعرض لها النظام المالي لدولة ما أو مجموعة من الدول تحول دون تمكينه من أداء مهامه جزئيا أو كليا، وتقترن حالة التدهور هذه بانتشار حالات الذعر المالي، الذي يسبب تدهور أسعار الأصول المالية خاصة الأسهم وانتشار الذعر المصرفي الذي يسبب سحب الودائع من البنوك على نطاق واسع وإفلاس كثير من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة، مما يؤدي إلى انحسار الاقراض والسيولة وانخفاض الاستثمار، مما ينعكس سلبا على الأوضاع الاقتصادية في شكل انهيار أسواق الأوراق المالية وزيادة عدد حالات الإفلاس وارتفاع معدلات البطالة وتراجع الانتاج وتدهور قيمة العملة، ويتم تصنيف الأزمات المالية إلى أزمة عملات أزمة مصرفية وأزمة دين خارجي.

هذا، وقد أرجع الباحثون المتخصصون أسباب الأزمات المالية إلى الزيادة في معادلات الفائدة وحالة عدم التأكد، مع عدم التحضير الكافي للتحرير المالي والتعثرات وال فشل المالي في قطاع البنوك ، كذلك عدم استقرار الاقتصاد الكلي واضطرابات القطاع المالي وضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية، وبالإضافة إلى هذه الأسباب فقد ساهمت أسباب أخرى في الأزمة المالية العالمية 2008 هي أزمة الرهن العقاري؛ التقلبات في معدلات الفائدة ؛ العجز المتواصل للميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية ؛ تداول الرهون العقارية، ضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات.

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 تأثيرا كبيرا على الأداء الاقتصادي العالمي، نتيجة لتحولها إلى أزمة اقتصادية ، ترتب عليها إفلاس الكثير من البنوك العالمية في أمريكا وأوروبا،

بالإضافة إلى انهيار وافلاس عدد من الشركات العالمية الكبرى ، ومن ثم تراجع معدلات النمو الاقتصادي وحجم الطلب العالمي وانخفاض الاستثمارات وتسجيل انخفاض في العملة بسبب تسريح ملايين العمال من وظائفهم حيث تشير التقديرات إلى أن 21.8 مليون شخص فقدوا وظائفهم خلال عام 2010، كما تسببت هذه الأزمة المالية في ارتفاع الديون وتخفيض التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور أزمة الديون السيادية.

الفصل الثالث

إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية ومتطلبات حماية المستثمرين أثناء الأزمات

المالية

تمهيد:

تخضع أسواق الأوراق المالية لمجموعة من القوانين التنظيمية والرقابية من جانب سلطات الدولة، ضمانا لتحقيق المصلحة العامة وتنظيم سير العمل بما يضمن العدالة بين جميع المتدخلين فيها، فتضع لها السلطات التشريعية ما يناسبها من قوانين وأنظمة واجبة التطبيق، في حين تتولى الهيئات الإدارية مهمة التأكد من احترام هذه القوانين والأنظمة واتخاذ الإجراءات اللازمة قانونا في حالة مخالفتها.

أيضا في إطار تحقيق المصلحة العامة تتولى الهيئات المنظمة قانونا المسؤولية التنظيمية لأسواق الأوراق المالية من خلال التحديد الدقيق لمتطلبات إدراج الأوراق المالية وشروط الترخيص للوسطاء وأنواعهم ومهامهم وإجراءات التعامل وتسوية الصفقات المبرمة...، بهدف تحديد مهام كل الأطراف لتسهيل عملية الرقابة الضرورية لضمان أداء أسواق الأوراق المالية لوظائفها المحددة مسبقا.

وتعد مهمة حماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية من أهم صلاحيات ومهام الهيئات المنظمة لهذه الأسواق بغية التحسين المستمر لرشادتهم الاستثمارية وتعزيز ثقتهم فيها، خاصة في ظل الأزمات المالية المتعقبة. ولتوضيح كل ذلك سنتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

- متطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية؛
- إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية؛
- المتعاملون في أسواق الأوراق المالية والآليات المعتمدة لحماية المستثمرين في ظل الأزمة المالية.

المبحث الأول: متطلبات إنشاء أسواق الأوراق المالية

لإقامة أسواق كفوءة للأوراق المالية يتعين على الجهات المسؤولة تحقيق مجموعة من المتطلبات لدعم هذه الأسواق في أداء مهامها وتمكينها من ممارسة أنشطتها بفاعلية وكفاءة، وتتمثل هذه المتطلبات فيما يلي:

المطلب الأول: متطلبات المناخ الاستثماري

يعتبر توفر مناخ استثماري ملائم أحد متطلبات إنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى المناخ الاستثماري من خلال تحديد مفهومه ومكوناته وعلاقته بأسواق الأوراق المالية فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم ومكونات المناخ الاستثماري

يقصد بمناخ الاستثمار مجمل الأوضاع والظروف المؤثرة في اتجاهات تدفق رأس المال وتوظيفه، فالوضع السياسي للدول ومدى استقرار تنظيماتها الإدارية، وما يتميز به من فاعلية وكفاءة، ونظامها القانوني ومدى وضوحه وثباته وتوازن ما ينطوي عليه من حقوق وواجبات، وسياسات الدول الاقتصادية وإجراءاتها وطبيعة السوق، وما تتميز به الدول من خصائص جغرافية وديموغرافية.¹

كما يقصد بالمناخ الاستثماري مجمل الأوضاع والظروف المؤثرة في اتجاه تدفق رأس المال وتوظيفه، وتشمل هذه الظروف الأبعاد السياسية، والاقتصادية وكفاءة وفعالية التنظيمات الإدارية، التي يجب أن تكون ملائمة ومناسبة لجذب وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية.²

¹ حربي محمد موسى عريقات، المرجع المذكور سابقا، ص8.

² الزين منصور، المرجع المذكور سابقا، ص83.

فالوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من وضعية اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم، تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية، و ذلك توافر التنظيمات الإدارية التي تتسم بالكفاءة والفعالية، مما يسهم في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا عن كونه عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

كما ينصرف مناخ الاستثمار إلى مجموعة سياسات الاستثمار، فهو الذي يعكس سياسات الاستثمار بالمعنى الواسع، حيث يتضمن كل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على القرارات الاستثمارية، بما في ذلك السياسات الاقتصادية الكلية *، بالإضافة إلى الأنظمة الاقتصادية والبيئية والقانونية التي تؤثر على توجهات القرارات الاستثمارية في أي اقتصاد وطني.

وبالتالي فإن مناخ الاستثمار ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات التي تحدد ما إذا كان هناك تشجيع لجذب الاستثمار من عدمه، وهذه المكونات والمقومات تتفاعل مع بعضها البعض خلال مرحلة أو فترة معينة لتهيئة وتكوين بيئة مشجعة ومواتية.

وتأسيسا على ما تقدم يمكن تقسيم مكونات المناخ الاستثماري إلى:

أ- الإطار الاقتصادي

يتمثل هذا الإطار بالبنية والأوضاع الاقتصادية السائدة في البلد وآفاق تطوره، فتوفر البنية التحتية الأساسية كالطرق ووسائل الاتصال المتطورة والخدمات الصحية والتعليمية وشبكات الماء والكهرباء لا بد أن تلعب دورا مهما ومؤثرا ليس فقط في تحديد حجم الاستثمارات المستقطبة بل وتوزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة. كما يتأثر المناخ الاستثماري باختلالات مؤشرات الاقتصاد الكلي في البلد المعني، خاصة فيما يتعلق بمعدل التضخم؛ تقلبات سعر الصرف؛ مدى تطور الجهاز

المصرفي؛ حجم السوق وامكانات نموها المتوقعة؛ مدى توفر المواد الأولية والعمالة المحلية الماهرة وغير الماهرة.

ب- الإطار السياسي

تعتبر العوامل السياسية واحدة من أهم العوامل في اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية، فالمستثمرين يأخذون بالحسبان جميع المخاطر الاقتصادية وغير الاقتصادية، مثل طبيعة النظام السياسي، احتمالات التأميم ومصادرة الملكيات الخاصة، مدى التدخل الحكومي في النشاطات الاقتصادية، الاستقرار السياسي في البلد، قوة المعارضة وطبيعة التغيرات السياسية المحتملة، وغير ذلك من الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية في البلد المعني.

ج- الإطار القانوني

لابد من وجود إطار قانوني يرسى الأسس التشريعية والقانونية المنظمة للنشاط الاقتصادي عامة والحركة الاستثمارية خاصة، بشكل ينسجم مع أهداف التنمية والرخاء في شتى الميادين والقطاعات الاقتصادية، كما لابد أن تميز القوانين بعدم التعقيد والتناقض خاصة فيما يخص الإجراءات العملية لتلك القوانين على أرض الواقع، كما لابد أن يتسم الإطار القانوني بالتطور والمرونة التامة بهدف جذب الاستثمارات، ويأخذ الظروف المستجدة والاحتياجات المتنامية للأفراد والمؤسسات الوطنية، فضلا عن الشفافية ووضوح الرؤيا وعدم اللجوء إلى التحايل والرشوة واستغلال النفوذ.¹

من خلال ما سبق، نستنتج أن المناخ الاستثماري يعبر عن مفهوم شامل للأوضاع والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والأمنية والقانونية والتنظيمات الإدارية التي يجب أن تكون ملائمة ومناسبة لجذب وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية.

¹ محمد خالد المهاني ، أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، القاهرة: المؤتمر المصرفي العربي، 2008، ص10.

الفرع الثاني: علاقة المناخ الاستثماري بإنشاء أسواق الأوراق المالية

القوانين والتشريعات الخاصة بأسواق الأوراق المالية ليست هي وحدها التي تعمل على تنميتها وازدهارها ، بل هناك منظومة متكاملة من التشريعات (قانون الاستثمار، قانون البنك المركزي، قانون المناطق الحرة، قانون الشركات التجارية، قانون الدين العام...) التي تؤثر على تدفق رأس المال وتعمل على تعزيز مناخ الاستثمار وتشجيع المستثمرين الجدد على مواجهة المخاطرة، وهنا يجب الربط بين السياسات الائتمانية والمالية، وبين السياسات الاستثمارية في القطاعين العام والخاص، مثل توفير الأموال اللازمة لتأسيس الشركات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو القنوات الاستثمارية المختلفة ذات العوائد المجزية.

كما أن وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية، يساعد في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية ، وتوفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى، كما أن التوعية بمنظومة التشريعات والقوانين ذات العلاقة بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية سوف تساهم في توضيح المناخ الاستثماري وتسهيل الإجراءات للمستثمرين الحاليين الذي سيكون حافز للمستثمرين المحتملين .بالإضافة إلى تطوير القوانين الخاصة بالتقاضي لتتلاءم مع حركة الاستثمار من خلال ضمان سرعة البت في القضايا التجارية.

وعليه فإن إنشاء أسواق الأوراق المالية وتنشيطها، لا يمكن أن يتحقق إلا إذا تم تشجيع الاستثمار وتوفير العوامل المشجعة والمحفزة لاستقطاب جمهور المدخرين والمستثمرين أفراداً ومؤسسات.

المطلب الثاني: المتطلبات القانونية

من بين المقومات الرئيسية الفعالة لإنشاء أسواق الأوراق المالية نجد الجانب التشريعي الذي

ينظم ويحكم هذا السوق، سيتم يتناول هذا القوانين المرتبطة بأسواق الأوراق المالية في هذا المطلب من خلال ما يلي:

الفرع الأول: قانون التعامل بالأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها

يمثل قانون الأوراق المالية الخطوة الرئيسية الأولى في إنشاء وتنظيم أسواق لتداول الأوراق المالية، حيث تنظم مراحل تأسيس السوق والشكل القانوني لها وأهدافها وإدارتها وتنظيمها، كما تنظم العلاقات الناشئة بين جميع الأطراف ذات العلاقة بها وتحدد أعضاء السوق والالتزامات المترتبة عليهم ، وعموما فإن قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها يتضمن العناصر الآتية:

أ- نوعية وطبيعة الأوراق المالية

وهي تعليمات إدراج وشطب الأوراق المالية فهي تعليمات تنظم عملية إدراج الأوراق المالية للتداول في السوق وإيقافها أو شطبها، وذلك بما يحقق المحافظة على سلامة التداول بالأوراق المالية وحماية حقوق المتعاملين بهذه الأوراق.¹

ب- الإفصاح المالي واشهار المعلومات:

أصبح الإفصاح المالي مسألة قانونية تلتزم به شركات الأموال المدرجة بأسواق الأوراق المالية من خلال نشر البيانات المالية المتعلقة بها والإفصاح عنها في أوقات محددة ،مما يؤدي إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق وتنشيطها وتحقيق العدالة والشفافية . (وسيتم التطرق إلى الإفصاح المالي بالتفصيل في الفصول المقبلة)

ج- الأحكام المتعلقة بالوسطاء

يحدد قانون أسواق الأوراق المالية ترخيص الوسطاء وشكلهم القانوني ونوعية أعمالهم وطبيعة

¹ أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد العربي، جانفي 2002، ص 3.

الرقابة عليهم، كما يحدد القانون التزامات الوسطاء اتجاه السوق والحدود الدنيا لرؤوس أموالهم، والعقوبات والإجراءات التي تفرض عليهم في حالة مخالفتهم للقوانين، وتخضع الوسطاء لرقابة السوق المستمرة المحافظة على ملاعتهم المالية، باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي أحد أهم مقومات سلامة التداول في أسواق الأوراق المالية، كذلك تنظم هذه الأحكام نوعية وطبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء، وتحدد المؤهلات الأشخاص العاملين وسلوكياتهم.

د- تعليمات تداول الأوراق المالية: وهي التعليمات التي يتم من خلالها تنظيم وتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق تحديث عملية التداول ومكثنتها.

هـ - تعليمات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها: تنظم هذه التعليمات إجراءات تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسوية أثمانها، فهي تحدد إجراءات التسوية والتقاضي بين الوسطاء، وعمليات التسوية والتقاضي بين الوسطاء وعملائهم، وإجراءات التسوية والتقاضي بين الزبائن والسوق من حيث احتساب وتسديد عمولات السوق، ومواكبتها للمعايير الدولية

و- المخالفات والعقوبات: تحدد هذه الأحكام طبيعة المخالفات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن أهمها استغلال المعلومات الداخلية أو ترويج الشائعات أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية أو على سمعة أي جهة مصدرة.

الفرع الثاني: القوانين المرتبطة بأسواق الأوراق المالية

تتمثل أهم القوانين المرتبطة بأسواق الأوراق المالية ما يلي:

أولاً- قانون الشركات

يعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، فهو القانون الذي يتم بموجبه تحديد الإجراءات الواجب اتخاذها لتأسيس شركات المساهمة العامة وتسجيلها، كما يحدد هذا

القانون أنواع الأدوات المالية التي يمكن للشركات المساهمة العامة إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار واجراءات التخصيص، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها من الأمور التي تتضمن شؤون الشركات، كما يتضمن أحكاما تساعد على توفير الحماية وضمان حقوق المساهمين والمستثمرين ، ومن أهمها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها.¹

ثانيا- قوانين الأنظمة الضريبية

تعتبر القوانين الضريبية من القوانين الهامة ذات العلاقة بأسواق الأوراق المالية، حيث يمكن استخدام الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها في هذه القوانين كحافز على الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل الحوافز من جانب الإعفاءات الضريبية لشركات المساهمة العامة، بحيث تكون أقل من العبء الضريبي على الشركات العائلية، بهدف تشجيع تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة عامة، ويرجع ذلك إلى أن طغيان الطابع المغلق لمثل هذه الشركات يعتبر عاملا محددا لنمو الأسواق بالنظر لقدرتها المحدودة نسبيا على التوسع في استثماراتها، وبالتالي في النمو والاستمرار، مقارنة مع الشركات المساهمة العامة التي تملك نوافذ متعددة للتوسع، كما تشمل الحوافز من جانب آخر الإعفاءات أو تخفيضات الضرائب على أرباح الشركات الناجمة عن التعامل في الأوراق المالية.

ثالثا- التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي

تتضمن هذه التشريعات الأسس والقواعد التي تنظم الاستثمارات الأجنبية ومساهمة المستثمرين الأجانب في المشروعات الوطنية، بما فيها الاستثمارات الأجنبية في أسهم الشركات المساهمة العامة، وتهدف هذه التشريعات بما توفره من مزايا وتسهيلات للمستثمرين إلى جذب الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها .

¹ أحمد البيطار، المرجع المذكور سابقا، ص 3 .

رابعاً- قانون الخصخصة

تعني الخصخصة القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسات عمومية، أو جزء منها، أو كل رأسمالها، أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين للقطاع الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه¹، وعمليات الخصخصة تشكل أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول في الأوراق المالية في البلدان النامية، وذلك للحجم النسبي الكبير لشركات ومؤسسات القطاع العام في الاقتصاد المحلي في أغلب هذه الدول النامية، وتمثل أسواق الأوراق المالية إحدى آليات تنفيذ عمليات البيع لهذه الشركات والمؤسسات (البيع عبر الاكتتاب العام) إضافة للبيع المباشر لمستثمرين إستراتيجيين أو لشركات وصناديق استثمار أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

المطلب الثالث: متطلبات الاقتصاد الكلي

إضافة المناخ الاستثماري والمتطلبات التشريعية اللازمة لإنشاء أسواق الأوراق المالية، لا بد أيضاً من توفر متطلبات على مستوى الاقتصاد الكلي تعد ضرورية لإنشاء وتنشيط هذه الأسواق، سيتم تناولها فيما يلي:

الفرع الأول: النمو الاقتصادي

تتغير البنية التمويلية للمؤسسات بتطور البلد، ويتضح هذا بمقارنة البنية التمويلية للبلدان في مستويات مختلفة من النمو، أو مقارنة نفس البلد لأزمنة مختلفة، فكلما انتقلنا من الدول ذات الدخل الضعيف إلى الدول ذات الدخل المرتفع، نلاحظ أن دور المصارف التجارية والمؤسسات المالية غير المصرفية في تزايد، بينما ينخفض دور المصرف المركزي، كما يلاحظ أن القروض الممنوحة للقطاع

¹ الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26/08/1995 والمعدل بالأمر رقم 97-11 المؤرخ في 19/03/1997، العدد 48، ص 95.

الخاص نسبة للناتج المحلي الخام في الدول الغنية تكون أكبر مما هو عليه في الدول الفقيرة، فنسبة مساهمة النظام المالي ككل وسوق الأوراق المالية للناتج المحلي الخام تكون أكبر في الدول الغنية، إذ تعتمد الدول في المراحل الأولى من تطورها أساساً في التمويل على المصارف التجارية، ثم بتزايد النمو تصبح تلجأ شيئاً فشيئاً للوسطاء الماليين المختصين، وأسواق الأسهم التي تبدأ بالنمو والازدهار، لكن قد تكون الدول في نفس المستوى من النمو لكنها تختلف في بنيتها التمويلية.

بالرغم من اعتبار أن تطور سوق الأوراق المالية ميزة مشتركة للتطور المالي والاقتصادي، فإن الكثير من المحللين يرون أن هذه السوق في الدول النامية ما هو إلا مكان تأثيره الإيجابي في النمو الاقتصادي ضعيف، بينما أثاره السلبية المكبوتة كبيرة، ويرى محللون آخرون أنه طالما أن لجوء الشركات إلى التمويل عن طريق إصدار الأسهم ضعيف، فسوق الأوراق المالية غير مهم في النمو الاقتصادي، وقد لاحظ "مايير MAYER" عام 1988، بأن حتى الأسواق الكبيرة لا تمثل مصادر هامة لتمويل الشركات.¹

فالانتعاش الاقتصادي عموماً يسهم في زيادة النشاط المالي حيث يزداد الإنتاج تبعاً لتزايد الطلب على المنتجات، ويعود هذا النشاط بالنفع على لفة مناحي الاقتصاد حيث يرتفع مستوى التوظيف وتزداد للدخل وترتفع العوائد الناتجة عن أرباح الشركات، وبشكل عام يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة مستوى الدخل للمجتمع الأمر الذي يرفع من مستوى المدخرات والتي تجد طريقها نحو المزيد من الاستثمارات.²

¹ سامية زيطاري، ديناميكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، 2004، ص 74-75.

² عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز لفاءة سوق الأوراق المالية، لبوظبي: هيئة الأوراق المالية و السلع، مارس 2006، ص 10، متوفر على الموقع الإلكتروني:

www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf (تاريخ المعاينة 2011/03/03).

الفرع الثاني: الادخار

تجمع الدراسات والأبحاث الاقتصادية على أن غالبية الأفراد الطبيعيين والاعتباريين يقومون بعد حد معين من الدخل بعدم إنفاقه كلية على الاستهلاك أي يقومون بإنفاق جزء واستبعاد جزء آخر لا ينفقونه وهو ما يعرف بالادخار. فالادخار هو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية والخدمات ولا يخصص للاكتناز ، وبعبارة أخرى هو الفرق بين الدخل والانفاق الجاري كما يراه البعض بأنه إحجام عن الانفاق. والادخار ميزة فطرية في حياة البشر منذ القدم ، دفعتهم إليها طبيعة الحياة وظروفها وتقلباتها ومسؤولياتها ، وجاءت الشرائع السماوية بتعاليمها تحث على هذه الفضيلة وترسي جذورها في نفوسهم من خلال الدعوة الى الاعتدال والاقتصاد في الانفاق .¹

فقدت شهدت مؤسسات الادخار التعاقدية (صناديق التقاعد وشركات التأمين على الحياة) والأسواق المالية نمو بمعدلات سريعة في العديد من دول منظمة التعاون الاقتصادي OECD (كما هو الحال في فرنسا، والمملكة المتحدة والولايات المتحدة) وغير دول خارج منظمة التعاون الاقتصادي (مثل شيلي وجنوب أفريقيا) خلال العشرية الأخيرة من القرن العشرين، لإضفاء الطابع المؤسسي على الاموال الناتجة عن اشتراكات التقاعد .²

الفرع الثالث: أثر سعر الفائدة

يعتبر سعر الفائدة بأنه المتغير الاقتصادي الذي يوفق ويربط بين المقرضين والمقترضين

¹ علي بطلهر، اصلاحات النظام المصرفي الجزائري و اثارها على تعبئة المدخرات و تمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة ، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، فرع تحليل اقتصادي، السنة الجامعية 2005 - 2006 ، ص 174.

² Impavido, Gregorio. and others. The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets, policy research working paper, The World Bank, January 2003, p2, website:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636310 (consultation date 02/11/2012).

في علاقات تمويلية، حيث يدفعه المقترض كتكلفة نظير استخدام الأموال المقرضة لفترة زمنية محددة، ويأخذه المقترض كإيراد من القروض التي تمنحها، بحيث إذا احتفظ بها يكون قد ضحى بالعائد الذي يمكن أن يحصل عليه من عملية الإقراض ولذلك يسمى تكلفة الفرصة البديلة¹، ويعرف سعر الفائدة أيضا على أنه أجر النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى المقرض مقابل التنازل مؤقتا له عن السيولة.²

أي أن سعر الفائدة هو الثمن الذي يدفع مقابل استخدام رأس المال، وتمثل الفائدة المدفوعة تكاليف بالنسبة للمستثمرين، وفي نفس الوقت دخلا للمدخرين. إذا كانت الأموال المستعملة في الاستثمار مصدرها القروض، فإن الفائدة تأخذ الشكل التعاقدي، أما إذا كان مصدرها الأموال الخاصة لأصحاب المشاريع الاستثمارية بصورة مباشرة أو عن طريق ما يقتطع من الإنتاج الكلي في صورة أرباح غير موزعة، فإن الفائدة تأخذ الشكل الضمني.³

بالنسبة للاقتصاديين أول دور لسعر الفائدة الحقيقي هو تمكين الأعوان الاقتصاديين من المراجعة عبر الزمن⁴، حيث تؤثر البنوك المركزية بصورة مباشرة في أسواق الأسهم والسندات وذلك من خلال قدرتها على رفع وخفض أسعار الفائدة، فعندما يقوم البنك المركزي برفع أسعار الفائدة بغرض تشجيع الأعوان الاقتصاديين على الادخار، هذا الاجراء يحفز المستثمرين في أسواق الأسهم والسندات على سحب استثماراتهم في هذه الأسواق وادخارها (بايداعها بالبنوك على سبيل المثال) سعياً وراء العائد المرتفع وبالعكس إذا قامت البنوك المركزية بخفض أسعار الفائدة، فإن ذلك

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، عمان: دار الحامد، الطبعة الأولى، (2004)، ص298.

² لطرش، الطاهر. تقنيات البنوك، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، (2001)، ص 70.

³ بن علي بلعزوز، أثر تغير سعر الفائدة على الاقتصاديات النامية حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2005-2006، ص29.

⁴ Chardoillet,Éric. , autres. L'essentiel des marchés financiers front office ,post-marché ,et gestion des risques , paris :eyrolles, (2010),p41.

قد يدفع المدخرين إلى سحب أموالهم المدخرة واستثمارها حيثما وجد العائد المرتفع نسبيا كما هو الحال في أسواق الأسهم والسندات. وفي ضوء ذلك، عندما تنخفض أسعار الفائدة فغالبا يرتفع سوق الأسهم، والعكس عندما ما ترتفع أسعار الفائدة يميل سوق الأسهم إلى الانخفاض.

أي ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه المستثمرين نحو الإيداع في المصارف، والقيام ببيع أسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض أسعارها في حين تتجه الأموال نحو السوق المالية في حالة هبوط أسعار الفائدة في المصارف أو تحويلها إلى سوق السندات. كما أن زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبعبارة أخرى انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف يعمل على انخفاض أسعار الأسهم، وعليه فإن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد أو تقليصه ينعكس على تحول أسعار الفائدة نحو الارتفاع أو الانخفاض ومن ثم التأثير على اتجاهات الأسعار في السوق المالية تبعاً لذلك.¹

هناك الكثير من العوامل الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية إلا أن هذه العوامل التي سبق ذكرها تمتاز بشموليتها وتأثيرها المباشر والواضح في السوق، وعلى المستثمر أن يفهم كيفية تأثير هذه العوامل على نشاط سوق الأوراق المالية. كما على المستثمر أن يفهم تأثير العوامل السياسية في سوق الأوراق المالية، فأي اضطراب سياسي من شأنه أن يؤثر سلبيًا على سوق الأوراق المالية كما أن أي تطور إيجابي في الوضع السياسي من شأنه أن ينعكس بشكل جيد على أسعار الأوراق المالية، لذا على المستثمر أن يكون متابعًا جيدًا للأحداث السياسية بشكل عام.

¹ عبد الرسول عبد جاسم، سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار، مركز المستقبل للدراسات والبحوث، 2006، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://mcsr.net/activities/018.html> (تاريخ المعاينة 2013/03/23).

كما أن للمشاركة الاجتماعية دورا ايجابيا في انشاء وتنشيط أسواق الأوراق المالية، لأنه بدون التنمية البشرية لا يمكن أن تتحقق مخططات الدولة الاقتصادية والتنموية، ويمكن اختصار المشاركة الاجتماعية فيما يلي:

- المستوى التعليمي: في هذا المجال ينصب اهتمام الدول على وضع خطوط عامة طويلة الأجل، لتأهيل أفراد المجتمع لاكتساب العلوم والخبرات الفنية، وتكوينها بصورة فعالة يسهل معها التعامل مع المستجدات والتطورات في عالم المعرفة والجانب الاقتصادي جزء من هذه المعارف. وهكذا تتكون إطارات مؤهلة ذات خبرة وكفاءة فعالة للتعامل مع التشريعات المنظمة للسوق المالية ككل، وتنفيذ الإجراءات الخاصة بأسواق الأوراق المالية، لأن عدم وجود تلك الإطارات سيؤدي إلى آثار سلبية على أداء السوق وعدم تنشيطها، مما ينعكس على النشاط الاقتصادي ككل.

- الثقافة البورصية: التعامل في البورصة من طرف الجمهور ضروري ومهم لما يمثل من رافد مهم للاستثمارات في الأوراق المالية، ومن العوامل المهمة التي تسعى الدولة إلى تكريسها في ثقافة المجتمع عن طريق وسائل الإعلام المختلفة، للتعريف بالبورصة واطهارها كمصدر مهم لتمويل التنمية الاقتصادية لجميع الأعوان الاقتصاديين من مؤسسات وأفراد، وتسعى لإيجاد مؤسسات وساطة مالية بهدف نشر المزيد من الوعي البورصي، كما تشجع الدولة التعامل في البورصة عن طريق تخفيض الضرائب المقررة على العوائد الناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية، والغاء رسوم التعامل في البورصة وتنشيطها، وتشجيع صغار المدخرين على استثمار أموالهم فيها.

- العامل الديني: لهذا العامل أهمية كبيرة في توجيه المدخرات وخاصة في المجتمعات الإسلامية التي تنظر إلى أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية على أنها محرمة شرعا، وبالتالي يكون الاستثمار فيها محرما، ولكن يمكن فتح المجال للبنوك وبيوت المال الإسلامية لإصدار أوراق مالية تسمى شهادات الإيداع الإسلامية وهي قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات

الاستثمار الإسلامية المخصصة لتمويل مشروع معين أو نشاط معين، والسماح للقيام بعمليات التأجير التمويلي وإنشاء صناديق الاستثمار.¹

من خلال ما سبق يتضح ضرورة تضافر هذه المتطلبات لإنشاء أسواق الأوراق المالية و ثم تطويرها، حتى تتمكن هذه السوق والجهات المشرفة عليها من أداء المهام المنوطة بها، والتي في مقدمتها إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية وحماية للمستثمرين بالدرجة الأولى.

المبحث الثاني: إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية

حتى تتمكن أسواق الأوراق المالية من أداء وظائفها بكفاءة، لا بد لها من نظام يكفل حسن الإدارة والتنظيم، من أجل توضيح ذلك سيتم البحث في المطالب التالية:

المطلب الأول: مهام الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية

يتعين تعريف الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية قبل التطرق إلى مهامها من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية

لا يوجد تعريف واحد وشمال للهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية ، فكل دولة تعرفها وفقا لقوانينها والأهداف والتطلعات المرجوة منها، لذا سنقدم تعاريف لعدة هيئات محاولة منا لاستنتاج تعريف شامل على النحو التالي:

تعرف الهيئة المنظمة لأسواق الأوراق وفقا لقانون الولايات المتحدة الامريكية - ممثلة في لجنة الاوراق المالية والبورصات (SEC) - بأنها لجنة حكومية أنشأها الكونغرس الأمريكي ، لتحقيق أهداف حماية المستثمرين من الممارسات الاحتيالية والتلاعب في سوق الأوراق المالية ؛ الحفاظ

¹ شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، عديد: مؤسسة طابا للنشر، (2002)، ص

على السير العادل والمنظم لهذه السوق وتسهيل تكوين رأس المال.¹

كما عرفت هذه الهيئة وفقا للتشريع الأوروبي - ممثلة بهيئة الأوراق والأسواق الأوروبية (ESMA) - بأنها هيئة مستقلة للاتحاد الأوروبي تساهم في الحفاظ على استقرار النظام المالي في الاتحاد الأوروبي من خلال تعزيز حماية المستثمر وضمان النزاهة والشفافية والكفاءة والأداء المنظم للأسواق الأوراق المالية، بما يعزز التقارب الرقابي بينها وبين السلطات الأخرى الأوروبية الاشرافية المختصة في مجال الأعمال المصرفية (EBA)، والتأمين والمعاشات المهنية (EIOPA).²

كما عرفت أيضا في القانون الأردني بأنها مؤسسات حكومية رقابية هدفها تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية ومراقبة التعامل في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، وذلك تعزيزا لاستقلالها وحتى تعمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها.³

أما في قانون الامارات العربية المتحدة فقد عرفت الهيئة بأنها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، تتمتع بكافة الصلاحيات الرقابية والإشرافية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقا لأحكام القانون والأنظمة الصادرة تنفيذا له، بهدف إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار وحماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم العادل بين مختلف المستثمرين بالإضافة إلى تنمية الوعي الاستثماري عن طريق

¹ U.S. Securities and Exchange Commission , What We Do, web site:

<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (consultation date 08/11/2012)

²European Union, European Securities and Markets Authority, WHO WE ARE , web site:

<http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>(consultation date 08/11/2012)

³ الأردن ،هيئة الأوراق المالية، متوفر على الموقع الالكتروني:

http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=158&Menu_ID=156&site_id

=2(تاريخ المعاينة 2012/11/09).

إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي¹.

في الجزائر تعرف الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية - لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة بالدرجة الأولى - بأنها هيئة تتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية وتتكون اللجنة من رئيس وستة أعضاء يمارسون مهامهم بصفة دائمة لمدة أربع سنوات يعينون عن طريق التنظيم، ويتوزع هؤلاء الأعضاء على النحو الموالي: قاض يقترحه وزير العدل؛ عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛ عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛ أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي؛ عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة؛ عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين².

من التعاريف السابقة المقدمة لمجموعة من الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية في مجموعة من الدول نخلص إلى التعريف التالي: الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية هي هيئة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري والأهلية القانونية لمباشرة كافة الأعمال والتصرفات بكفاءة، والتي تكفل لها تحقيق الأهداف المنوطة بها، في مقدمتها حماية المستثمر وباقي المتدخلين صمانا للسير العادل والمنظم لهذه السوق، بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي.

الفرع الثاني: مهام الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية

تعمل الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على تأمين الحماية للمستثمرين وتطوير السوق وتطبيق تعليمات الإفصاح ونشر ثقافة الاستثمار، والارتقاء بأداء أسواق الأوراق المالية لتحقيق بيئة داعمة للدخار والاستثمار تتمتع بالشفافية والكفاءة وسيادة القانون وذلك من خلال العمل على عدة

¹ الامارات العربية المتحدة، هيئة الأوراق المالية والسلع، تعريف بالهيئة ، متوفر على الموقع الالكتروني:

<http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/default.aspx>

² Loi N° 03-04 du 16 Dhou El Hidja 1423 correspondant au 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la Bourse des valeurs mobilières

<http://www.cosob.org/reglementation-lois.htm> (date de consultation :25/08/2012).

محاوَر أهمها:

- إصدار التشريعات التي تساهم في تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية، وتساعد في توفير المناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية؛
- توفير الشفافية والإفصاح اللازمين في سوق الأوراق المالية، وتزويد المستثمر بكافة المعلومات الضرورية التي يحتاجها عند اتخاذ قراره الاستثماري، سواء كانت تتعلق بأداء الشركات المصدرة للأوراق أو بعملية التداول أو بالجهات الخاضعة لرقابة الهيئة؛
- العمل على تطوير الخدمات المالية الضرورية في السوق والنهوض بمستوى الخدمات الموجودة، ووضع الشروط اللازمة لتقديمها؛
- تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار المشترك ووضع التشريعات المناسبة لها، مما يساهم في توفير الفرص الاستثمارية لصغار المستثمرين والإدارة الكفؤة للاستثمار، إضافة لمرونتها الكبيرة ومقدرتها على تنويع استثماراتها مما يقلل تعرضها للمخاطر بشكل عام؛
- تطبيق المعايير الدولية في سوق الأوراق المالية ومؤسساته، سواء المعايير المتعلقة بالإفصاح أو التداول الإلكتروني، أو بحفظ وتسوية أثمان الأوراق المالية إلكترونياً، والمعايير المحاسبية أو معايير التدقيق الدولية على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة؛
- فرض العقوبات الرادعة بحق المخالفين ومرتكبي الأعمال المحظورة؛
- تعريف المستثمرين والجمهور بشكل عام بسوق رأس المال ومؤسساته، وتوعيتهم بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية؛
- تلقي الشكاوي من الجمهور والمستثمرين والتحقيق فيه واتخاذ الإجراءات المناسبة، بما في ذلك إيقاع العقوبات على من يخالف أحكام القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه؛
- تعزيز الأجهزة الرقابية على الجهات الخاضعة والرقابة اليومية على التداول في أسواق الأوراق

المالية؛

- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب، أو التداول بناء على معلومات داخلية .

- تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق

المالية؛

- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛

- توفير التدريب المستمر لإطارات الهيئة والعاملين في اسواق الأوراق المالية، والارتقاء بمستواهم

العلمي والمهني، إضافة إلى الاهتمام بتدريب العاملين في شركات الخدمات المالية المرخص لهم

والمعتمدين الماليين والتركيز على رفع كفاءتهم العلمية والمهنية؛

- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية؛

- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية؛

- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.¹

وتجدر الإشارة إلى أنه لا توجد تطابق تام في هذه المهام بين الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق

المالية، لكن ما هو مشترك بين مهام هذه الهيئات هو حماية المستثمرين من التلاعبات والعمليات

¹ أنظر:

U.S. Securities and Exchange Commission , What We Do, web site:

<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (consultation date 27/08 /2012)

European Union, European Securities and Markets Authority, WHO WE ARE , web site:

<http://www.esma.europa.eu/page/esma-short>(consultation date 27/08 /2012)

الامارات العربية المتحدة، هيئة الأوراق المالية والسلع، تعريف بالهيئة ، متوفر على الموقع الالكتروني:

<http://www.sca.gov.ae/Arabic/sca/Pages/default.aspx> (تاريخ المعاينة 2012/08/26)

الأردن، هيئة الأوراق المالية، الاستثمار والتوعية، حماية المستثمر، متوفر على الموقع الالكتروني:

(تاريخ المعاينة 2012/08/26)

http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=1085&expandable=4

المملكة العربية السعودية، هيئة السوق المالية، صلاحيات الهيئة ، متوفر على الموقع الالكتروني:

<http://cma.org.sa/Ar/AboutCMA/Pages/default.aspx> (تاريخ المعاينة 2012/08/26)

الاحتياطية وتزويدهم بالمعلومات الضرورية بشكل دوري لإدارة استثماراتهم تحقيقا لكفاءة واستقرار هذه الأسواق.

المطلب الثاني: آلية التعامل في أسواق الأوراق المالية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبل لإبرام صفقات ناجحة، ويمكن إبراز آليات التعامل من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: تعريف الأوامر في أسواق الأوراق المالية

يعرف أمر السوق بأنه: "الأمر الذي يصدره وسطاء البورصة الذين يباشرون أعمالهم كوكلاء عن زبائنهم، هذا الأمر قد يكون للبيع أو للشراء، وهو بنوعيه ملزم للوسيط الذي لا يجوز له رفض الوساطة أو الرجوع عن تنفيذ الأمر¹، كما يعرف أيضا بأنه: "الأمر الذي يطلب فيه المستثمرون من الوسيط في سوق رأس المال أن يقوم ببيع وشراء عدد من الأوراق المالية وفقا لأحسن سعر متاح"². وتجدر الإشارة إلى أنه يجب تحديد أمر السوق بكل وضوح من خلال تبيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة وكمية وسعر الأوراق المالية، إضافة إلى ذكر الفائدة وسنة الإصدار إذا كانت سندات، وباعتبار الوسيط مسئولا عن تنفيذ العملية فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، حيث تكون هذه الضمانات في حالة البيع عبارة عن الأوراق المالية موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء فإن التغطية تكون عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى الوسيط.

¹ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا ، ص 281-282.

² عبد الغفار حنفي، قرياقص رسمية ، أسواق المال، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002) ، ص 298.

الفرع الثاني: أنواع الأوامر

توجد أربعة أنواع من الأوامر هي:¹

أولاً- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يكون فيها السعر الذي يحدده الزبون هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، و ينقسم إلى نوعين:

- أوامر السوق: وهي من أكثر الأوامر شيوعاً والأسرع والأسهل للتنفيذ مقارنة مع الأوامر الأخرى وطبقاً لهذا الأمر الزبون

يعطي أوامره للسماح لشراء أو بيع أسهم معينة عند أفضل سعر ممكن وبأسرع ما يمكن، و تنفيذ هذه الأوامر عادة من قبل السماسر يكون في الحال.

- الأوامر المحددة: يضع الزبون سعراً محدداً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السماسر إلا الانتظار لاغتنام الفرصة.

ثانياً- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

- أوامر محددة بيوم: أي أن الأمر يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم، فإذا ما تسلم السماسر الأمر في الساعة العاشرة صباحاً مثلاً فإنه يظل ساري المفعول إلى أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم.

- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: ينتهي الأمر بنهاية المدة التي صدر من أجلها، سواء كانت أسبوعاً أو شهراً.

- الأمر المفتوح: أي ذلك الأمر الذي يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه.

¹ إبراهيم منير هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، جامعة الإسكندرية، (1997)، ص 125-131.

ثالثا - أوامر تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: أي يحدد الأمر سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.
- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.
- رابعا-الأوامر الخاصة: وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، حيث الأوامر المرتبطة تكون بطلب المستثمر لوسيطه بشراء كمية معينة من الأوراق المالية وبيع كمية أخرى، على أن تتم العمليتين في نفس البورصة، أما الأوامر المرجحة فتتطلب تنفيذ عمليتين مرتبطتين ببعضها البعض من أبرز أنواع الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة:¹
- أوامر الإيقاف: يقصد بها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معيناً أو تعداه ويكون سعر البيع في أوامر الإيقاف أقل من سعر السوق، وسعر الشراء أعلى من سعر السوق.
- أوامر الإيقاف المحددة: تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.²
- خامسا الأوامر بشرط: إضافة إلى ما سبق من الأوامر، فإنه يمكن إصدار عدد من الأوامر مرفقة ببعض الشروط والتي من بينها ما يلي:
- شرط الكل أو لا شيء: يشترط المستثمر بموجب هذا الأمر من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في الصفقة، في هذه الحالة لا يمكن تلبية طلب المستثمر إلا إذا كانت كمية الأوراق المطلوبة أو العروض متوفرة في سوق الأوراق المالية.

¹ G. Defosse. P. Balley, La bourse des valeurs, Alger: Edition Bouchène, 16^{ème} édition, (1993), P 28.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، عمان: دار الحامد، (2008)، ص129.

- شرط العاجل أو الآجل: بموجب هذا الأمر يطلب المستثمر من الوسيط أن ينفذ أمره سواء آجلا أو عاجلا حسب تسعيرة السوق، وبموجب هذا الشرط يمكن الاستفادة من أحسن الأسعار السائدة، حسب أهمية الفرص المتاحة في السوق العاجلة أو الآجلة.
- شرط تعيين المبلغ : يقوم المستثمر في هذه الحالة بتعيين مبلغ من المال لشراء أوراق مالية معينة دون تحديد لكمية الأوراق المطلوب شراؤها. وعلى الوسيط شراء هذه الأوراق على ألا تتجاوز الصفقة المعقودة المبلغ المعين - مسبقا - من طرف المستثمر.
- شرط الأوامر المرتبطة: بموجبه يطلب المستثمر من وسيطه أن يشتري له أوراقا مالية من نوع معين إذا استطاع أن يبيع له أوراقا مالية من نوع آخر، وأحيانا يحدد المستثمر الفرق بين سعر الشراء والبيع.
- شرط الاهتمام: بناء على هذا الشرط، فإن المستثمر يترك للوسيط تأمين مصالحه، وذلك بتنفيذ الأمر حسب التقدير الشخصي للوسيط، والذي ينبغي أن يكون محل ثقة كبيرة لدى المستثمر.

المطلب الثالث: شروط الإدراج في أسواق الأوراق المالية

تتطلب عملية إدراج المؤسسات الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف بعض الشيء من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة. ويمكن تلخيص أهم هذه الشروط في النقاط التالية:

- يشترط في المؤسسة التي ترغب في دخول البورصة أن يكون شكلها القانوني من شركات الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20%

إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات. وأن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين (أو أكثر حسب قوانين سوق الأوراق المالية المعني) عند طلب الإدراج مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وأفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

وتعد قواعد التسجيل واجراءاتها في السوق المنظمة (البورصة) أساسية لقبول الورقة المالية وسنأخذ كنموذج قواعد التسجيل في كل من سوق نيويورك للأوراق المالية و السوق الفرنسية وبورصة عمان.

الفرع الأول: قواعد التسجيل للأسهم في سوق نيويورك للأوراق المالية NYSE

أولاً-الشروط العامة

- مكانة مناسبة للمؤسسة التي أصدرت الورقة المالية على مستوى الاقتصاد؛
- تسجيل أداء مستقر في الصناعة التي تنتمي إليها؛
- انتمائها إلى صناعة تتميز بالنمو.

ثانياً-الشروط الخاصة

- تحقيق صافي الربح قبل الضريبة للمؤسسة مصدرة الورقة لا يقل عن 2.5 مليون دولار للعام

السابق للتسجيل ولا يقل عن 2 مليون دولار للعامين السابقين

- القيمة الرأسمالية للأصول الملموسة 18 مليوناً أو أكثر. ولا يقل عدد الأسهم المتداولة عن 1.1 مليون سهم وبحد أدنى 18 مليون دولار قيمة الأسهم.

- وجود 1200 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل.

الفرع الثاني: قواعد التسجيل للأسهم في السوق الفرنسية

أولاً- السوق الأول: مخصصة للمؤسسات الوطنية الفرنسية والأجنبية برسلة بورصية أقل من

مليار أورو، وشروط الإدراج في هذا السوق هي:

- الطرح للاكتتاب العام على الأقل 25 % من رأس المال المملوك.
- تقديم القوائم المالية السنوية لثلاث سنوات مصادقا عليها من طرف مراقب حسابات.
- إشراف ومصادقة لجنة السوق المالية AMF.

ثانياً- السوق الجديدة: أنشئ سنة 1996 مخصص للتداول على أسهم المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة حديثة النشأة وذات التكنولوجيا العالية و التي تعرف نمواً سريعاً، لمساعدتها في الحصول

على مساهمين جدد لتمويل تطويرها، و يشترط هذا السوق ما يلي:

- الطرح للاكتتاب العام على الأقل 20 % من رأس المال، مكونة من 100000 سهم بقيمة 5 مليون أورو على الأقل.

- 50 % من الأسهم المطروحة في السوق عند الإدراج يجب أن تكون أسهم جديدة.

- هذا النوع من المؤسسات ليس مطالبة بنشر القوائم المالية بل مطالبة بتقديم مشروع التطوير

الاستراتيجي لثلاث سنوات.¹

¹ Arnould,danie I.la bourse et les produits boursiers ,paris :ellipses، (2004),p21.

الفرع الثالث: شروط إدراج أسهم الشركات في بورصة عمان

ينقل إدراج أسهم الشركة إلى السوق الأول إذا تحققت الشروط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني، و أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن (100%) من رأس مالها المدفوع.
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن: (5%) إذا كان رأس مالها (50) مليون دينار فأكثر و (10%) إذا كان رأس مالها أقل من (50) مليون دينار، وأن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم.

- أن لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر اثني عشر شهراً، وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول بـ (10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.¹
- من خلال ما سبق يتضح أن شروط إدراج الأسهم في أسواق الأوراق المالية يتطلب تقيد الشركات الطالب له بمجموعة من الشروط والخصائص، تختلف بعض الشيء من دولة لأخرى، ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة ، وذلك حسب ما تراه الهيئات المنظمة مناسبة لتطور ونشاط هذه الأسواق.

¹ هيئة الأوراق المالية، الأسئلة المتكررة، الأردن،

http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Lang=1&Page_Id=158&Menu_ID=156&site_id

=2(تاريخ المعاينة 2012/11/09).

المبحث الثالث: آليات حماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في ظل

الأزمة المالية

لإيجاد أسواق للأوراق المالية دائمة ومستمرة مفتوحة للتعامل تضمن تنفيذ الصفقات المالية، لا بد من تدخل مجموعة من الأطراف المتعاملة في ظل تشريعات ولوائح منظمة تحمي الجميع، لذا سيتم التطرق في هذا المبحث إلى هذه الأطراف من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: المستثمرون في أسواق الأوراق المالية

يمكن حصر المستثمرين في أسواق الأوراق المالية على النحو الموالي:

أولاً- المستثمرون الأفراد: يمثل ادخار الأفراد أو الجمهور مصدراً للتمويل لا يستهان به، حيث يعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية، نظراً لامتلاكهم كمية هائلة من السيولة، كما أن تواجدهم يعطى حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية

ثانياً- بنوك الاستثمار: هي عبارة عن مؤسسات مالية متخصصة من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على الأموال، فعندما ترغب هذه الشركات في الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل (سندات) أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الاستثمار لتسهيل إصدار وبيع أوراقها المالية، وفيما يلي أهم ما تقدمه هذه البنوك:

- تقديم النصيحة والإرشاد، باعتبار أن بنوك الاستثمار تتعامل بشكل دائم مع سوق رأس المال واكتسابها بذلك لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمكنها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية ومساعدتها في اختيار أيهما أفضل، إضافة إلى توقيت الإصدار، وذلك لأن تسعير الأوراق المالية يكون أسهل إذا كان للشركة أوراقاً مالية متداولة في السوق الثانوية، بينما عندما تصدر الشركة أوراقاً مالية لأول مرة من خلال الاكتتاب

العام، فإنه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها، ويتطلب التسعير في هذه الحالة أن يضع بنك الاستثمار جميع المهارات والخبرات التي يمتلكها في ذلك.

- مساعدة الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية وإيداع ملف الاعتماد لدى الهيئات المنظمة للبورصة.

- ضمان إصدار الأوراق المالية، حيث يقوم بنك الاستثمار بشراء كامل الإصدار في وقت وتاريخ محدد وعند سعر معين، وبعد ذلك يقوم بإجراءات بيع الإصدار إلى الجمهور عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به الإصدار.¹

ثالثاً-صناديق الاستثمار:

ترجع نشأة صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار في القرن التاسع عشر في هولندا، ومنها انتقلت إلى فرنسا ومن ثم إلى بريطانيا، والتي كانت آنذاك في مقدمة الدول الصناعية. وظهرت صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية الثلاثينيات من القرن الماضي ، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها ونشأتها وإدارتها في العام 1940 ، والذي عرف حينئذ بقانون شركات الاستثمار ، وتطورت صناديق الاستثمار وازدهرت بشكل غير مسبوق في الولايات المتحدة الأمريكية في أعقاب الحرب العالمية الثانية كما تطورت صناعة صناديق الاستثمار في الأسواق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي ، وتزايدت أعدادها وتنوعت وظائفها ، وبرز الأداء الجيد لها كدليل على تفوقها على غيرها من الأدوات والمجالات الاستثمارية الأخرى.²

¹ عبد النافع غازي، فرح غازي، الأسواق المالية، عمان: دار وائل للنشر، (2001)، ص 106 - 110.

² محمد خالد المهاني، المرجع المذكور سابقاً ، ص:12.

حيث تعرف صناديق الاستثمار بأنها عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدراتهم المالية وبمبالغ قليلة بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها تسمى بالوحدة يتم تقييمها دورياً.¹

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية وفي هذه الصناديق تتلخص في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين مقابل رسم سنوي بسيط تتقاضاه هذه المؤسسات.²

تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية وليس في السوق الأولية كما هو الحال في بنوك الاستثمار، وبالتالي فإن وجودها ينشط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلاً آخر للمدخرين بدلاً من اللجوء مباشرة إلى السوق، وعليه فإن صناديق الاستثمار عبارة عن صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركة مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق.³

رابعاً: أنواع صناديق الاستثمار:

باعتبار أن الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار هو زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق، فإن الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف تختلف باختلاف طبيعة كل صندوق. حيث يوجد العديد من الأسس لتصنيف صناديق الاستثمار، منها ما يلي:

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، (2012)، ص 216.

² المرجع نفسه، ص 217.

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية، (2000)، ص 29.

أ-صناديق الاستثمار حسب سياسة الشراء والاسترداد:

- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: هي أول نوع من صناديق الاستثمار، وهي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما، ولهذه الصناديق المغلقة عادة هدف محدد ومدة محددة، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين¹. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها ولا يسمح بإضافة أية حصص استثمارية بعد اكتمال الاكتتاب المحدد مسبقاً في عقد الاستثمار، ويمكن لأي مشترك في صندوق الاستثمار المغلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول بالصندوق في أسواق الأوراق المالية عن طريق السماسرة.²

- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: سميت بالصناديق المفتوحة لأن رأس مالها متغير غير محدد، حيث تقوم هذه الصناديق ببيع الاسهم الجديدة لأي مستثمر يرغب في الشراء، وكذلك تقوم بإعادة شراء الاسهم من المستثمر الذي يرغب في بيعها³، أي هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها. وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد، كما يمكنه بيعها متى ما أراد عادة خارج البورصة، وتبعاً لذلك يكون عدد الأسهم المصدرة غير ثابت، إنما يتقلب تبعاً لعمليات البيع والشراء والاسترداد طالما أن نشاط الصندوق لم يزل مستمراً.⁴

ب- على أساس الغرض من الاستثمار:

- صناديق النمو: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار بصرف النظر عن العائد الدوري الذي تحققه، وعادة ما تتجه هذه الصناديق إلى الاستثمار في أسهم شركات صغيرة

¹عاطف وليم أندراوس، المرجع المذكور سابقاً، ص 47.

²قاسم نايف علوان، المرجع المذكور سابقاً، ص 218.

³المرجع نفسه، ص 218.

⁴عاطف وليم أندراوس، المرجع المذكور سابقاً، ص 47.

تتمتع بإمكانيات نمو عالية وبوجه عام يتم تدوير الأرباح الدورية بتلك الصناديق للحصول على المزيد من المكاسب المالية¹، أي هي الصناديق تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق ، عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

- صناديق الدخل : تهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في الأسهم العادية المتوقع لها تحقيق توزيعات أرباح مرتفعة ومتماثلة ، وتتكون أصول هذه الصناديق من أسهم المؤسسات الكبيرة.

- صناديق الدخل والنمو : هي تلك الصناديق التي تجمع بين أهداف النوعين السابقين، من خلال محاولة تحسين القيمة السوقية لأصول الصندوق، لذا فإنها عادة ما تستثمر أصولها الاستثمارية في الأسهم العادية العائدة لشركات وقطاعات ذات معدلات نمو عالية ، حيث يستفيد من توزيعات الأرباح الدورية لتوفير الدخل الجاري، كما تستفيد من الأرباح الرأسمالية لغرض النمو ، والتي تسمى كذلك بالصناديق المتوازنة.²

خامساً- المستثمرون التأسيسيون: قبل توضيح أهم المستثمرين التأسيسيين ينبغي التعريف بهم فيما يلي:

أ- تعريف المستثمرين التأسيسيين : يمكن تعريفهم بأنهم: هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة ، ويعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة ومن أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دوراً أساسياً في تنشيط هذه السوق.

ب- أنواع المستثمرين التأسيسيين: من بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد:

- الصناديق ذات الطابع الاجتماعي: وهي عبارة عن هيئات تقدم لمنحيتها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخل (أجور، رواتب)، حيث يتم تجميع هذه الأموال وتوجيهها لشراء

¹ عاطف وليم أندراوس، المرجع المذكور سابقاً، ص48.

² قاسم نايف علوان، المرجع المذكور سابقاً ، ص220.

أسهم وسندات والتعامل بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، والتي تمكنها من مواجهة وتغطية مصاريفها المتزايدة، ونظرا للفارق الزمني بين عملية الاقتطاع وعملية تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق فإن هذه الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية.

- شركات التأمين: وهي هيئات تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص وتحصل مقابل ذلك على عمولات، مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، والمحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.
- صناديق الإيداع والضمانات: تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة مع المحافظة على مؤونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، وهذه السيولة الكبيرة التي تم جمعها ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عائد مقبول والمحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.
- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية: تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا مهما في جلب المدخرات، نظرا لما تمتلكه من خبرة واسعة في مجال البورصة¹. وتتكون هذه الهيئات عموما مما يلي:

- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت: يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص من استثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة الأوراق المالية شراء وبيعا لفائدة المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.
- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير: وهي شركات يتكون رأسمالها من مجموع

¹ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا ، ص54.

حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابلاً للتغير بالارتفاع أو الانخفاض، وهذا بسبب دخول وخروج المساهمين نتيجة بيع وشراء حصصهم.

- الصناديق الجماعية للتوظيف: وهي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، ويتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، وذلك بهدف جذب الأفراد والعائلات غير المختصة في النشاط البورصي، باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق وتسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.¹

- نوادي الاستثمار: وهي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من الزبون بعد تقديم النصيحة والمشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض النادي للقيام بذلك، وتختلف هذه النوادي عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكل زبون محفظة مستقلة خاصة به.²

المطلب الثاني: الوسطاء والتقنيون والمتدخلون في أسواق الأوراق المالية

بعد التطرق في المطلب السابق إلى فئة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، سيتم في هذا المطلب بحث الوسطاء وباقي المتدخلين في هذه الأسواق من خلال ما يلي:

الفرع الأول: الوسطاء والتقنيون في أسواق الأوراق المالية

لتوضيح مختلف أنواع الوسطاء في البورصة ووظائفهم، فإنه سيتم عرض الوسطاء الذين

يعملون ببورصة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها من أكبر البورصات في العالم، حيث تضم

¹ علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.

² عبد العال حماد، طارق. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 43.

عضوية البورصة خمسة أنواع من الأعضاء وهم:¹

أ- السماسرة الوكلاء: يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في البورصة و يعملون كوكلاء لإحدى بيوت السمسرة، كما قد يعملون كتجار لحسابهم الخاص، ويظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظرا لارتفاع تعاملاتها، حيث تحقق من وراء ذلك عوائد طائلة تتمثل في العمولات المتأتية من مكاتب السمسرة، وتقدم هذه الأخيرة خدمات عديدة ومتنوعة من أهمها

- توفير المعلومات عن طريق التقارير السنوية، والتي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري بناء على المعلومات.

- تقدم مكاتب السمسرة المعونة والإرشاد لعملائها في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، وقد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل واتخاذ القرارات نيابة عنه؛

- تقديم التسهيلات الائتمانية بتوفير خدمة الاقتراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات وهو ما يطلق عليه البيع على المكشوف؛

- توفير الخزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء، ومن ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق المالية كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع، كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الاستحقاق؛

وتجدر الإشارة إلى أن السماسرة الوكيل لا يقوم بتقديم هذه الخدمات التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة، وإنما يقدم خدمة الشراء والبيع فقط للعملاء والحصول على العمولة.

ب- سماسرة الصالة: ويطلق عليهم أحيانا سماسرة السماسرة، و يقدمون الخدمة لأي متعامل و هم لا يعملون لحساب بيت السمسرة بعينه، و لهذا يقوم سمسار الصالة بدفع رسوم العضوية من أمواله

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة: دار النهضة العربية، (2000)، ص 130 - 131.

الخاصة، وقد تلجا إليهم أحيانا بيوت السمسرة لتأدية خدمة من الخدمات في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السماسرة الوكلاء على تغطيتها.¹

ج- تجار الصالة: وهم سماسرة يعملون لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين، وتتأتى أرباحهم من التسعير غير المناسب، أي من فروق أسعار الشراء والبيع للأوراق المالية والتي تحدث مؤقتاً نتيجة عدم التوازن في المعاملات داخل السوق، ولذلك يطلق عليهم لفظ المضاربين

2. Speculators

يطلق عليهم بالتجار المسجلين، وهم يختلفون عن سماسرة الصالة لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، وهم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع وشراء أوراق مالية مربحة ويتاجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، وهم في بعض الأحيان يبيعون ويشتررون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلوا على ربح ناتج من تغير بسيط في الأسعار، وهذا النشاط يسمى بالتجارة اليومية.

د- المتخصصون: يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار ونشاط الاتجار في الأوراق المالية، حيث أنهم ينفذون عمليات لصالح سماسرة مقابل عمولة، كما أنهم يتعاملون لحسابهم الخاص، ولكنه يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، ولا يجوز أن يتعامل في الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد.

يلتزم المتخصص وفقاً لشروط تسجيله وممارسته للنشاط، بتحقيق التوازن في السوق، بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير، ومن ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس، للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب حتى لا تقفز الأسعار بهامش كبير. وعليه، يمكن

¹ إبراهيم منير هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، المرجع المذكور سابقاً، ص503.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2004)، ص:34.

القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين باعتبارهم مسؤولون على خلق سوق يتصف بالعدالة والانتظام من خلال التعامل بالأسهم المخصصة لهم.¹

هـ- تجار الطلبات الصغيرة: يقوم تجار الطلبات الصغيرة بشراء الأوراق المالية وتوفيرها للمشتريين بكميات صغيرة ويحصلون على فرق السعر بين الشراء والبيع.

الفرع الثاني: أهم المتدخلون في أسواق الأوراق المالية

يمكن التمييز بين أربع متعاملين أساسيين في أسواق الأوراق المالية هم:

أولاً-الحكومات

تعتبر الحكومات بوزارتها وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في البورصة سيما في أسواق السندات. وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق حملة من الأهداف نذكرها فيما يلي:²

- تغطية العجز المتراكم في الموازنة العمومية للدولة أو تمويل المشاريع التنموية المتنوعة؛
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على السيولة وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة؛
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه المصلحة الاقتصادية للبلاد؛
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة.

ثانياً-المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة

تعتبر المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضا في سوق

¹ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقا ، ص 131.

² مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الثالثة، الجزائر العاصمة: ديوان المطبوعات الجامعية، (2003)، ص 63-64.

الأوراق المالية. وتلجأ المؤسسات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية كما تقوم المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، وهذا بغرض استثمار النقدية الزائدة والفائضة في الخزينة في أوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل.¹

ثالثا-البنوك التجارية

تمتلك البنوك خبرة واسعة في الشؤون المالية، وعليه تعد من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية حيث يأخذ تدخل البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال الآتية:²

- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص، حيث تقوم بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية، الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، إضافة إلى المشاركة في المشاريع وتنميتها، كما يمكن للبنوك أن تقوم بالاكتتاب في القروض بسوق السندات.
- ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحساب الغير، وذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار مقابل حصولها على عمولات، كما يمكنها القيام بمختلف الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية، خاصة إذا كانت هذه الأنشطة تخص سندات تصدرها الدولة أو إحدى هيئاتها.

رابعا-الجمعيات ذات الطابع غير الربحي

تتكون من الجمعيات والتنظيمات ذات الطابع الاجتماعي والثقافي والعلمي والرياضي والتي غالبا ما يكون لهذه الجمعيات سيولة كبيرة بإمكانها أن توظفها في البورصة على النحو الذي يحقق

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 43.

² المرجع نفسه، ص 43.

لها عوائد تساعد في الأخير من أن تتوسع في أنشطتها.¹

المطلب الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية

بعد أن تناولنا أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي في الفصل السابق، سنتطرق

في هذا المطلب إلى أثر هذه الأزمة على أسواق الأوراق المالية العالمية مع التركيز على أسواق

الأوراق المالية العربية من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العالمية

شهدت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا

انخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات غير المتوقعة للبنوك الكبرى

والمؤسسات الأخرى، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرين على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل

كبير على شراء سندات الخزنة الأمريكية نظرا لضمانها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى

استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض

عقارية.

في أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر

داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي

ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258 ، وانخفض مؤشر "ستاندرد

اند بورز 500 " الأوسع نطاقا بـ 75 نقطة، أي بنسبة 7.6 % مسجلا 909.9 نقطة بدلا من

984.9 ، وانخفض مؤشر "ناسداك" المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا بـ 95.2

نقطة أي 5.47 % إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة.²

¹ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا ، ص57.

² إبراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2009) ،

لتوضيح حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وحجم الانخفاض الذي لحق بالأوراق

المالية المتداولة بها ، و أهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية ندرج الجدول التالي:

جدول رقم (03): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة في أهم

الدول(سنة 2008)

الدولة	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة	36 %	قطاع البنوك و العقارات و السيارات
اليابان	46 %	قطاع السيارات و الصادرات
ألمانيا	41 %	قطاع البنوك و السيارات ، و الدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا إقتصاديا
بريطانيا	34 %	قطاع البنوك و العقارات ، و أول دولة في العالم تواجه ركودا
كندا	34 %	العقارات و هي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة
فرنسا	42 %	قطاع البنوك و السيارات
الصين	50 %	النشاط الصناعي
الهند	50 %	النشاط الصناعي ، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو و لا لان دون 7 %
إيطاليا	49 %	قطاع الطيران
المكسيك	33 %	قطاع البترول
روسيا	66 %	قطاع البترول
أندونيسيا	50 %	قطاع الأخشاب و تراجع معدلات النمو من 10 % إلى 6 %
كوريا الجنوبية	42 %	قطاع التصدير
تركيا	53 %	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40 %	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36 %	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
أستراليا	42 %	قطاع الزراعة
البرازيل	44 %	قطاعات المعادن و الاخشاب و السيارات
الأرجنتين	65 %	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من الأزمة المالية سنة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، المرجع المذكور سابقا ، ص 75.

حيث نلاحظ أن التراجع شمل كل القطاعات، كما يظهر الجدول التالي معدلات التغير في

مؤشرات البورصات العالمية خلال الفترة الممتدة من 2008 الى 2011:

جدول رقم (04): معدلات التغيرات في مؤشرات البورصات العالمية خلال (2008-2011)

(نقطة)

المؤشر (نقطة)	(سبتمبر-نوفمبر) 2008	(مارس - ماي) 2011	(جوان - اوت) 2011	معدل التغير (%)
ستاندرز أند بورز	1021.13	1324.03	1262.86	-4.6
داو جونز العام للصناعة	9596.22	12368.64	11952.76	-3.4
نيكي	9817.46	9726.47	9522.72	-2.1
ناسداك	1832.18	2776.10	2660.75	-4.2
فاينانشيال تايمز	4563.22	5936.10	5653.89	-4.8
داكس	5270.81	7164.09	6771.02	-5.5
كاك 40	3669.42	3984.58	3615.02	-9.3
أى بى إكس	9937.31	10546.61	9469.96	-10.2
أمكس للبترول	1012.72	1337.74	1235.68	-7.6

المصدر : الغرفة التجارية الصناعية، مرجع سابق ، ص55.

من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن مؤشرات البورصات العالمية قد تأثرت بالركود الاقتصادي الذي شهده العالم خلال الآونة الأخيرة، حيث اتجه العديد من المستثمرين إلى بيع الأسهم التي في حوزتهم، خوفاً من حدوث المزيد من التدهورات، مما أدى إلى انخفاض مؤشرات البورصة العالمية، وبالرغم من أن هذا الانخفاض من المفترض أن يجذب المستثمرين لشراء الأسهم، إلا إنه علي العكس، فقد بدى الاستثمار في البورصات العالمية أشبه بالمجازفة، فقد أثر سلبي إلى انسحاب وخروج الكثير من السيولة على المستوى العالمية.

الفرع الثاني: تأثير الأزمة المالية على المؤسسات المالية العربية

كما هو الحال في باقي دول العالم تأثرت المؤسسات المالية في الدول العربية (وعلى الأخص في دول مجلس التعاون الخليجي) بالأزمة عن طريق عدد من القنوات هي التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية في الولايات المتحدة، والتعامل مع المؤسسات المالية الأمريكية المتعاملة في سوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية،

بالإضافة إلى تأثير الأزمة على متطلبات السيولة للمؤسسات المالية العربية، ففي نهاية عام 2008 كان لدى هذه الدول ما قيمته 1.8 إلى 2 تريليون دولار من الأصول المالية الأجنبية منها 60 % مقومة بالدولار الأمريكي، وقد تعرضت هذه الأصول إلى خسائر نتيجة هذه الأزمة المالية ، إلا أن عددا قليلا من المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أقرت بالتعرض إلى خسائر القروض الإسكانية رديئة الجودة ، ومن هذه المؤسسات بنك أو طبي الوطني وشركة الخليج للاستثمارات.

كما أن الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي تحملت خسائر كبيرة نتيجة لتعرضها المباشر وغير المباشر للقروض الإسكانية رديئة الجودة ،حيث استثمرت هذه الصناديق في التزامات المديونية المضمونة وفي أنواع أخرى من الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية.

حيث تعرضت الصناديق السيادية، خاصة الخليجية منها إلى خسائر من جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة، قدرتها مجلة الايكونمست بـ 400 مليار دولار . وهو مبلغ يمثل 4 % من حجم الخسائر التي تحملها الاقتصاد العالمي بسبب الأزمة حسب تقدير بنك أنجلترا، الذي قدر هذه الخسائر بنحو 10 تريليون دولار ويمثل هذا المبلغ 60 % من مجموع الناتج القومي لسنة 2007 للدول الخليجية ذات الصناديق السيادية 670 مليار دولار (السعودية، قطر، الكويت ، الإمارات العربية)¹، كما أن هيئة الاستثمار الكويتية استثمرت أموالا كبيرة في البنك الاستثماري ميريل لينش الذي تعرض لانهايار في قيمة أسهمه.

أما المشكلة الكبيرة التي واجهت المؤسسات المالية في مجلس التعاون الخليجي ، فهي شح السيولة وزيادة تكاليف الاقتراض في الوقت الذي تتعرض فيه هذه الدول لخسائر نتيجة الديون المدومة ،وفي الحقيقة فان شح السيولة قد ظهر حتى قبل نشوء الأزمة بسبب معدلات الفائدة

¹ عبد المجيد قدي ، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ، جامعة الجنان : مؤتمر حول الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، مارس 2009 ، ص 11 .

الحقيقية السالبة، إلا أن ظهور الأزمة قد شجع المستثمرين الأجانب على الخروج من الأسواق المالية الخليجية لحاجتهم للسيولة.¹

الفرع الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية

لقد زاد اهتمام الدول العربية بأسواق الأوراق المالية العربية نتيجة للتطورات التي يشهدها النظام المالي، لذا سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشياً مع مسيرة التنمية²، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب تعاقب الأزمات المالية التي تعرضت لها الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة، وقد بلغ عدد الأسواق النظامية في الدول العربية والمنظمة إلى قاعدة صندوق النقد العربي 16 سوقاً.³

وللمساعد على تنمية الوعي الاستثماري العربي والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، و إذا ضمان استمرارية نشر وتدفق المعلومات عن هذه الأسواق، أطلق صندوق النقد العربي قاعدة بيانات في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة أسواق للأوراق المالية هي الأردن البحرين تونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها أسواق السعودية ولبنان ومصر، وخلال الربع الأول من عام 2002 انضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من ابوظبي ودبي وقطر، بهدف نشر المعلومات حول أنشطتها والتطورات الاقتصادية ذات العلاقة بها.⁴

¹ عماد موسى، اثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق راس المال، بيروت: المعهد العربي للتخطيط، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف، 23-25 مارس 2009، ص 6-7.

² رشيد بوكساني، المرجع المذكور سابقاً، ص 193.

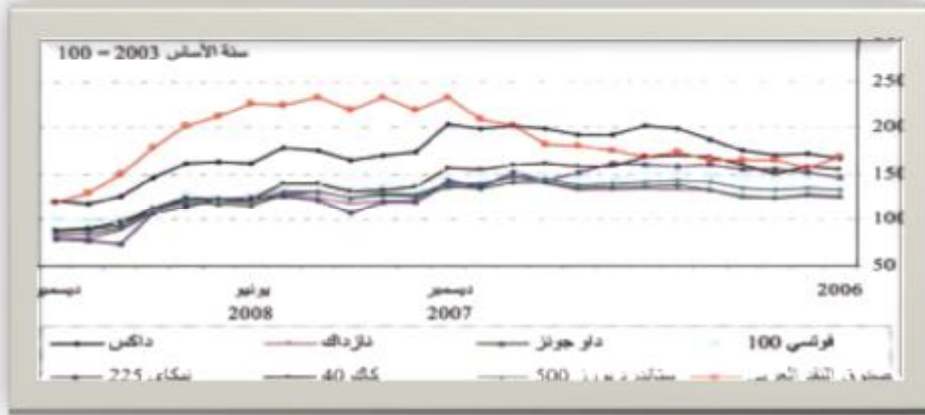
³ صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2010، ص 27، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/ar/annualrepar>

⁴ صندوق النقد العربي، برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال الأسواق المالية العربية، متوفر الموقع

الإلكتروني: <http://www.amf.org.ae/ar/content/about-amdb>

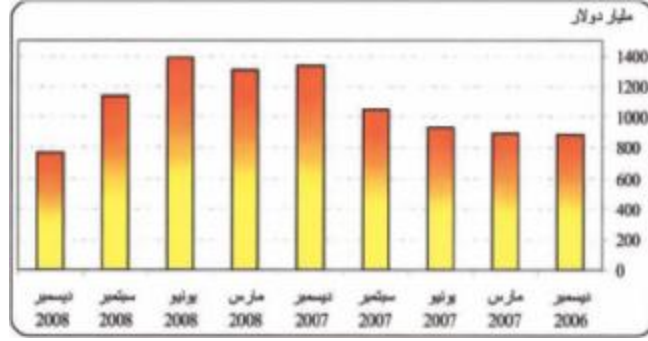
لقد كان قطاع أسواق الأوراق المالية العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الاستثمارات منها إثر هذه الأزمة وما أنتجته من أجواء عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم إلى هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت بشكل غير مباشر بالتباطؤ في النشاط الاقتصادي والاستثماري الحقيقي مما أثر ذلك على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحياتها. وقد تفاوت هذا التأثير بين الأسواق والبورصات العربية وفقاً لدرجة ارتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية، لاشك أن الأسواق الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية والأكثر استقطاباً للاستثمارات الأجنبية، هي الأسواق الأكثر عمقاً وتطوراً وسيولة، والتي كانت الأكثر تأثراً بالأزمة العالمية مقارنة بالأسواق الأقل ارتباطاً أو انفتاحاً على الأسواق المالية العالمية، والشكل البياني الموالي يبين تهاوي الأسواق المالية الدولية ومؤشر أسواق الأوراق المالية العربية بالمقارنة.



الشكل رقم (12): تهاوي أسواق الأوراق المالية نتيجة الأزمة المالية 2008

المصدر: إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية، 2009، ص 17، متوفر على الموقع الإلكتروني

وفي ضوء تداعيات الأزمة المالية العالمية انخفض أسواق الأوراق المالية على غرار أسواق الأوراق المالية الدولية، حيث وصل الانخفاض أو التراجع إلى نحو 770 مليار دولار نهاية 2008 كما هو مبين في الشكل البياني التالي:



الشكل رقم (13): تراجع القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية جراء الأزمة المالية العالمية (الوحدة: مليار دولار)

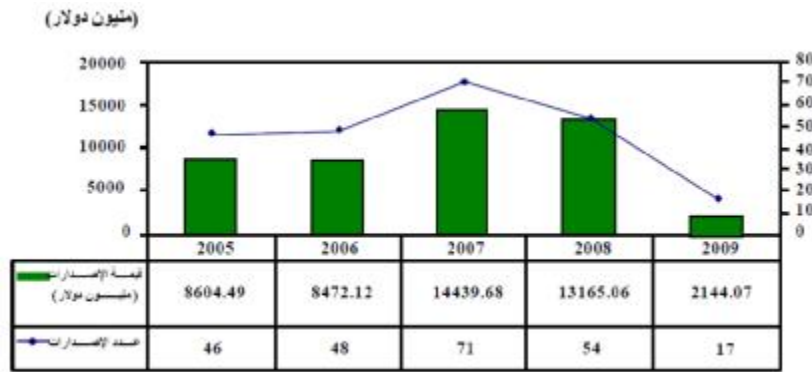
المصدر: إبراهيم عاكوم ، المرجع المذكور سابقا ، ص 16.

ولقد كان أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009 متفاوتا حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008 ، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة، تعافيتها لنتهي عام 2009 على ارتفاع، عوضت به جزءا من خسائرها .إلا أن هذا الارتفاع كان أقل من الارتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام، حيث تأثر هذا الارتفاع أو التعافي للأسواق العربية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009 ومع تفاوت أداء الأسواق العربية وفقا لمؤشرات أسعارها خلال عام 2009 ، فقد شهدت أيضا أسواق الأوراق المالية العربية تراجعا ملحوظا على صعيد الإصدارات الأولية، وكذلك على صعيد مستويات السيولة في الأسواق الثانوية، ومستويات ومؤشرات الربحية .كما انخفضت كذلك خلال العام تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق أسوة بمعظم الأسواق الأخرى .ولم يقتصر ذلك على أسواق الأسهم، بل

شمل أيضاً أسواق السندات والصكوك التي شهدت تراجعاً في نشاط إصداراتها الأولية خلال عام 2009، بالمقارنة مع الفورة التي شهدتها هذه الإصدارات في الأعوام السابقة¹.

أولاً: أسواق الإصدارات الأولية

شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 عما كان عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة. ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية، وتراجع الثقة بالأسواق المالية. وتظهر البيانات أن عدد الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصداراً جديداً خلال عام 2007 إلى 54 إصداراً خلال عام 2008، ثم إلى 17 إصداراً فقط خلال عام 2009، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينات.



الشكل رقم (14): تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية (2005-2009)

(الوحدة: مليون دولار)

المصدر : نشرات قاعدة بيانات أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

وقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية نحو 2.14 مليار دولار فقط خلال عام 2009، مقارنة بحوالي 14.4 مليار و 13.2 مليار دولار خلال عامي 2007 و 2008 على التوالي.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2010، ص 155.

ثانياً: أداء الأسواق الثانوية ومؤشرات الأسعار

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18.1% خلال عام 2009 ، ليصل إلى 196.3 نقطة في نهاية عام 2009 ، ويعكس هذا الارتفاع التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية، وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق العربية خلال عام 2008 وبداية عام 2009 ولقد كان من الممكن أن يرتفع المؤشر بأعلى من ذلك خلال عام 2009 ، لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من عام 2009، وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 758 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية يونيو 2008 إلى نهاية مارس 2009 ، أي أكثر قليلاً من نصف قيمتها السوقية خلال تلك الفترة 1.51.3%.

أ- مؤشرات السيولة

تراجعت أحجام التداول خلال عام 2009 عما كانت عليه في عام 2008 ، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 وللعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو 35% مقارنة بعام 2008 ، لتصل القيمة الإجمالية إلى 654 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 998 مليار دولار خلال عام 2008 ، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر بالإضافة إلى البورصة المصرية، ما نسبته 93.9% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال عام 2009، منها 51.6% حصة سوق الأسهم السعودي لوحده. وفي ضوء ذلك، انخفض معدل حجم

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي الموحد، 2010، ص 155-156.

التداول اليومي ليصل إلى 2613 مليون دولار خلال عام 2009 ، مقابل 4002 مليون دولار خلال عام 2008 ، وقد شهد هذا المعدل انخفاضاً في جميع الأسواق دون استثناء.

ب- معدل دوران الأسهم :

فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية)، فقد كان سوق الكويت الأنشط حيث سجل أعلى معدل لدوران الأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2009 بنسبة بلغت 126.5 %، تلاه سوق الأسهم السعودي والبورصة المصرية بنسبة 119 % و 91.7 % على الترتيب، ثم بورصة عمان بنحو 40 %، وتراوح معدل دوران الأسهم بين 20 % و 40 % لدى أسواق عمان ومسقط وقطر وأبو ظبي والخرطوم وفلسطين و لبنان دون ذلك في بقية الأسواق . وكانت سوقي البحرين، وبيروت الأقل نشاطاً خلال عام 2009 بنسبة 2.6 % و 9.2 % على التوالي . وبالمقارنة مع العام 2008 فإن معظم الأسواق العربية شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم لتعكس بذلك من جهة انخفاض الأسعار خلال العام انعكاساً لتداعيات الأزمة المالية، ومن جهة أخرى انخفاض نشاط التداول في عدد من الأسواق¹.

المطلب الرابع: الآليات المعتمدة من طرف إدارة أسواق الأوراق المالية لحماية

المستثمرين

عندما يقوم المستثمرين بتمويل الشركات، فإنهم يحصلون على بعض الحقوق أو الصلاحيات المحمية قانونياً من خلال تطبيق الأنظمة والقوانين، هذه الحقوق تشمل الإفصاح والمحاسبة، التي توفر للمستثمرين المعلومات التي يحتاجونها لممارسة الحقوق الأخرى. حماية حقوق المساهمين تشمل توزيع الأرباح؛ الحق في التصويت عند اختيار المديرين؛ للمشاركة في اجتماعات المساهمين؛ للاكتتاب في الإصدارات الجديدة الأوراق المالية على قدم المساواة؛ مقاضاة الإدارة أو أغلبية مصدرة

¹ صندوق النقد العربي ، التقرير الاقتصادي الموحد ، المرجع المذكور سابقاً ، ص 159.

المشتبه بها؛ الدعوة إلى عقد اجتماعات غير عادية المساهمين؛ وما إلى ذلك قوانين الدائنين حماية التعامل إلى حد كبير مع إجراءات الإفلاس وإعادة التنظيم، وتشمل التدابير التي تمكن الدائنين لاسترجاع الضمان، إلى حماية أقدميتهم، وتجعل من الصعب على الشركات لطلب الحماية في المحكمة إعادة التنظيم¹، ويمكن حماية المستثمر واسترجاع ثقته في أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

الفرع الأول: تعزيز الإفصاح والشفافية.

يرتكز تعامل أي مستثمر في أسواق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات وسرعة الحصول عليها بتكلفة منخفضة، لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ قرارات صحيحة، لذلك تحرص التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على إلزام كل المتعاملين-خاصة الشركات المصدرة للأوراق المالية - بتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح وتحديد مضمونه ونطاق تطبيقه، حيث تعد الشفافية والإفصاح من المصطلحات التي أصبحت واسعة الاستخدام في أسواق الأوراق المالية.²

والشفافية في المعنى الاصطلاحي هي قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي تكون من شأنها الاضرار بمصالح الشركة مثل اسرار الصناعة؛ العلاقة مع الموردين.

¹ Rafael la porta, others, Investor protection and corporate governance, Journal of Financial Economics 58 (2000), 27,p:6.

http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/56_IP_CorpGov.pdf (consultation date 26/08/2012)

² صفوت عبد السلام عوض الله، الإفصاح والشفافية والأثر على سوق راس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، جامعة الامارات العربية المتحدة: المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-8 مارس 2006، ص4.

كما تعرف الشفافية بأنها الكشف الكامل عن الصورة المالية الحقيقية للشركة. وتتطلب الشفافية أن تكون البيانات المالية المقدمة تعكس واقع الشركة. وإذا كان هناك تغيير في الوضع المالي للجهة المقدمة للتقرير، عندها تتطلب الشفافية الكاملة أن ينعكس هذا التغيير تبعاً لذلك وبشكل مباشر وأن يتم إطلاع جميع الأطراف المعنية عليه.

تشكل الشفافية الأساس في إعداد التقارير المالية ذات المستوى العالمي. فزيادة مستوى الشفافية في التقارير المالية للأغراض الداخلية والخارجية كفيلة باستعادة الثقة والاستقرار في الأسواق من خلال توفير معلومات مالية ثابتة ومتوازنة وعالية المستوى يمكن الاعتماد عليها، وعندما يدرك السوق أن هناك نقصاً في الشفافية، ينعكس ذلك على معاينة أسعار الأوراق المالية للشركة. فقد أدى ظهور الفضائح المحاسبية إلى ضياع مليارات الدولارات من القيمة الرأسمالية السوقية، مما أدى إلى قيام كثير من المستثمرين بتأجيل خططهم الخاصة بالتقاعد أو بنواحي النشاط الأخرى. وفي بعض الحالات الأخرى فقد المستثمرون معظم مدخراتهم .

من الجدير بالذكر أن إعداد التقارير المالية ذات الشفافية العالية يتعدى مجرد تطبيق مجموعة من المعايير المحاسبية التي تهدف إلى توفير التماسق وقابلية المقارنة إلى العلانية والافصاح العادل، الذي يساهم بشكل فعال في التأثير على قيمة السهم مما ينعكس على تنشيط التداول بسوق الأوراق المالية، لذا جاءت إصدارات الهيئة العامة للرقابة المالية في صورة نماذج للإفصاح المحاسبي لقياس مدى التزام الشركات المقيدة بمجموعة من المطالب الأساسية الواجب الإفصاح عنها للإسهام الفعال في تنشيط التداول في السوق المالي.¹

ويعتبر توفر الشفافية في السوق من المتطلبات والعوامل المؤثرة في تشجيع التعامل والتداول بالأوراق المالية. ويرتبط الأمر بتوفير إجراءات محاسبية موجودة ترقى إلى المعايير الدولية ووضعها

¹ طارق عبد العال حماد، نموذج مقترح لقياس مستوى الشفافية في ضوء خصائص المنشآت في البيئة المصرية"، جامعة عين شمس : كلية التجارة، مجلة الفكر المحاسبي، السنة العاشرة، جوان 2006، ص 99.

حيز التنفيذ، وضمان دقة الإفصاح عن المعلومات لذلك تبرز أهمية العمل على تطوير وتقوية مهنة المحاسبة والتدقيق واكسابها دورا مستقلا ووضع الأنظمة والتعليمات والأحكام المتعلقة بها. كما يرتبط الأمر بتوسيع نطاق وشروط الإفصاح الملزمة للشركات وإصدار الدوريات والنشرات المختلفة واستخدام وسائل الاتصال الحديثة في نشر المعلومات.

فالإفصاح فيعتبر من المفاهيم الراسخة في الفكر المحاسبي باعتباره أداة اتصال بين الوحدة الاقتصادية والعالم الخارجي لها، وبما يتضمن كل مجال التقارير المالية بما تحويه من معلومات لأغراض اتخاذ القرارات ، كما يعتبر من القضايا الهامة التي شغلت اهتمام المحاسبين وغير المحاسبين وذلك لما له من تأثير على قرارات وتصرفات المهتمين بأنشطة المؤسسة ، ونظرا لما اكتسبه من الأهمية فقد أصبح شائع الاستخدام ، بحيث أصبح الجميع يطالبون اليوم بمزيد من الإفصاح ومزيدا من الشفافية ، وذلك بهدف أن تكون البيانات المحاسبية (تقارير مالية) وغير المحاسبية (تقارير غير مالية) صادقة ومعبرة عن المحتوى الحقيقي للأحداث المالية التي تظهرها التقارير والقوائم المالية مع ضرورة تدقيقها من طرف مدقق مالي مستقل لزيادة مصداقيتها ودرجة الاعتماد عليها، لذا لا عجب بعد ذلك بأن يكون الإفصاح المحاسبي هو أحد المبادئ الأساسية التي تقوم عليها نظام حوكمة الشركات، وذلك لضمان جودة التقارير المالية وتحقيق الشفافية وغير ذلك من أهداف الحوكمة.

أي أن الإفصاح يقصد به اتباع سياسة الوضوح وإظهار جميع الحقائق العامة الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهمة بالمؤسسة ، بالإفصاح ليس فقط مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها -كما سبق بالنسبة للشفافية-، بل إن تتعهد المؤسسات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وبل وتلتزم أيضا أن تحملها إلى علم المساهمين الحاليين وإلى

كافة الجمهور لكي يستفيد منها المستثمرين المحتملين.¹

هنا تكمن أهمية الإفصاح، لأنه من الناحية النظرية لا يمكن للأسعار أن تتحرك في السوق بدون معلومات، والحالة المثلى في أي سوق للأوراق المالية هي أن يكون جميع المستثمرين على قدم المساواة من حيث كم ونوع ووقت المعلومات التي ترد إليهم. وهنا يمكن فقط أن تتحقق العدالة في هذه الأسواق وأن تصبح مناخا استثماريا ملائما. إلا أن هذه الحالة قد لا تتوفر بهذا الشكل المثالي، لذا فإن علينا أن نقبل بأن يتحقق نسبة كبيرة منها مع العمل المستمر على التحسين والمتابعة والتقييم.

كما أن توفر المعلومات في السوق يعتمد على مدى صرامة التشريعات المنظمة ومدى قدرة هيئات الأوراق المالية على تنفيذ ومتابعة الالتزام بهذه التشريعات، كما يعتمد على قناعة الجهات الملزمة بالإفصاح بأهمية هذا الإفصاح لجمهور المستثمرين، وإن كان في بعض الأحيان يتعارض مع بعض المصالح الشخصية، فتعامل أي مستثمر في ظل غياب المعلومة هو ظلم لهذا المستثمر وتشويه كبير لآليات السوق الطبيعية. وانطلاقا من ذلك فإن هيئات الأوراق المالية تعمل على تعزيز مفهوم الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين مما يلي:

- تعزيز ثقافة الإفصاح: وذلك من خلال توعية الجهات المصدرة للأوراق المالية والأشخاص المطلعين على المعلومات باتجاه هذا الموضوع ليصبح هناك ثقافة مجتمعية عامة تجعل من الإفصاح ممارسة طبيعية.
- وضع التشريعات اللازمة ومتابعة تنفيذ هذه التشريعات بما يكفل إلزام كل الجهات ذات العلاقة بالإفصاح عن المعلومات وتوفيرها للمستثمرين.
- توعية المستثمرين عموما لأهمية المعلومات وحققهم بالحصول عليها ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.

¹صفوت عبد السلام عوض الله، المرجع المذكور سابقا ، ص4.

- عدم السماح بأي استفادة من المعلومات غير المعلن عنها ومتابعة ومراقبة كل من يحقق أي

ميزة استثمارية ناتجة عن امتلاكه لمعلومات غير معلن عنها.¹

وسيتم التطرق إلى الإفصاح المالي وأهميتها في عملية قياس الأداء المالي للمؤسسات

في الفصل الموالي

الفرع الثاني: الرقابة اليومية على التداول

الأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية يركز على التقاء العرض والطلب ، إلى جانب المساواة في الحصول على المعلومات الصحيحة كما وتوقيتا ، لذا يتعين على الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية التصدي لأي سلوك من شأنه أن يؤثر سلبا على أداء السوق، مثل المضاربة غير المشروعة التي ترتبط عادة بنشر أخبار كاذبة أو مخادعة، فهي تقوم على الغش ونشر الاشاعات التي تطلق بين العامة، وكذلك المبالغة في الأحداث الحقيقية التي تهدف إلى بث أفكار معينة حول سعر سهم ما ليرتفع ثمنه أو لكي ينخفض سهم آخر نظرا لظروف معينة، بهدف احداث فارق سعري مصطنع وعرقلة الأداء الطبيعي للعرض والطلب.²

كما أن التلاعب الذي عرفته هيئة الأوراق المالية والبورصة (الأمريكية) (SEC) بأنه: «سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية. والتلاعب يمكن أن ينطوي على عدد من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأسهم. وهو يشمل نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير العروض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة عن الطلب على

¹ عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، المرجع المذكور سابقا ، ص7-8.

² احمد البربري، صالح. المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، جامعة الامارات العربية المتحدة :المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، ، 6-8 مارس 2006، ص4.

ورقة مالية. ويخضع المتورطون في التلاعب لعقوبات مدنية وجنائية.¹

وهنا يأتي دور الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية من خلال انشاء إدارة خاصة بمراقبة التداول متصلة بالتداول اللحظي مباشرة وكذا التاريخي، لمراقبة تصرفات شركات السمسرة بالسوق من خلال متابعة العروض والطلبات المسجلة، وكذا التنفيذ من قبل كل شركة ومدى تأثيرها على الأسعار وذلك لاكتشاف أية تلاعبات بالسوق واتخاذ الاجراءات اللازمة بشأنها فوراً. بما يضمن خلو التعاملات من أي غش أو نصب أو احتيال وذلك تحقيقاً لاستقرار السوق. علماً بأن البورصة المصرية لديها إدارة متخصصة لمراقبة التداول أثناء الجلسة للتحقق من عدم ارتكاب أية مخالفات وخلو التعاملات من أية تلاعب للتأثير على أسعار التداول وعدم استفادة المتعاملين من المعلومات الداخلية غير المعلنة للعامة على شاشات البورصة مع إخطار الهيئة بما تجده من مخالفات في هذا الشأن.

وبالتالي يتعين على المستثمر عدم التعامل بناء على معلومات غير متاحة للآخرين المتعاملين بالسوق، والتي تعرف بأنها المعلومات الداخلية التي يتم التعرف عليها من قبل أطراف داخل الشركات المدرجة، حتى وإن كانت صادرة عن أي شركة من شركات السمسرة أو العاملين بها، حيث أن ذلك يضعك تحت طائلة القانون.

وفي هذا الصدد قامت الجزائر بوضع منظومة من المؤسسات المتدخلة في تنشيط المعاملات المالية سواء على مستوى الوساطة أو فيما يخص تعبئة الادخار الجماعي أو حفظ القيم المنقولة أو المراقبة والتوجيه. فالوساطة المالية في القيم المنقولة تتم من طرف الشركات التجارية المؤسسة لغرض الوساطة المالية وكذا من طرف البنوك والمؤسسات المالية وذلك بموجب الفصل 6 من القانون رقم 03-04 الصادر بتاريخ 17 فبراير 2003، ويتم الترخيص لها من طرف لجنة تنظيم

¹ Us, securities and exchange commission, Manipulation, website:

<http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm> (consultation date 26/08/2012)

ومراقبة عمليات البورصة دون اللجوء إلى وزير المالية.

الفرع الثالث: مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية.

يؤدي تطبيق مفهوم الحوكمة الرشيدة إلى الارتقاء بمستوى إدارة الشركات ومن ثم أدائها وقدرتها على تجاوز الأزمات المالية ، واستقرار القطاع المالي بشكل عام. ومن هذا المنطلق فقد سخرت هيئات أسواق الأوراق المالية طاقاتها من أجل إرساء دعائم البنية الأساسية لهذه الأسواق، من خلال العمل على إعداد قواعد حوكمة الشركات، تحدد مجموعة القواعد الأساسية التي تقوم عليها مبادئ الحوكمة الرشيدة التي تؤكد على احترام حقوق المساهمين، وعلى أهمية بناء هيكل متوازن لمجلس الإدارة مع التحديد السليم لمهامه ومسؤولياته، و ضمان نزاهة التقارير المالية التي تصدر عن الشركات ، ووضع نظم سليمة لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية، وتعزيز السلوك المهني والقيم الأخلاقية، والتأكيد على أهمية المسؤولية الاجتماعية.

مع ضرورة متابعة الملاءة المالية للشركات، التي تقتضي المتابعة المستمرة للمراكز المالية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية للتعرف على مدى كفاية مواردها المالية للوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها.

وفي هذا الصدد نذكر على سبيل المثال في مصر قرار مجلس إدارة الهيئة رقم 14 لسنة 2007 بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والتي تهدف إلى قياس مدى قدرة هذه الشركات على مواجهة المخاطر التي ترتبط بأنشطتها وعملاءها والأوراق المالية التي تتعامل فيها، بما يزيد من ثقة المتعاملين معها.

وتسرى هذه المعايير على ثلاثة أنشطة فقط وهي شركات السمسرة في الأوراق المالية، والتعامل والوساطة في السندات، أمناء الحفظ، حيث تشترط هذه المعايير توافر الحد الأدنى لرأس المال المصدر والمدفوع بواقع خمسة مليون جنيه مصري للأولي وعشرة مليون جنيه مصري لكل من

الثانية والثالثة. فضلا عن التزام هذه الشركات بأن تحتفظ في كل وقت بصافي رأس مال سائل لا يقل عن 10% من إجمالي التزاماتها.

وأوجب قرار مجلس إدارة الهيئة على هذه الشركات الالتزام بإعداد بيان بصافي رأس المال السائل يوميا يعتمد من العضو المنتدب والمدير المالي ويحفظ بملف خاص لدى المراقب الداخلي للشركة. على أن توافي به الهيئة والبورصة يوميا (في بعض الحالات)، وأسبوعيا، وشهريا، وربع سنوي (مع القوائم ربع السنوية)، وسنوياً (مع القوائم المالية السنوية) وتقرير مراقب الحسابات عن مراجعة هذا النموذج، وذلك في المواعيد المحددة على النحو المذكور تفصيلاً بقرار مجلس إدارة الهيئة.

وتجدر الإشارة إلى أنه في حالة عدم التزام هذه الشركات بمعايير الملاءة المالية يتم اتخاذ التدابير اللازمة وفقا لإحكام القانون 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية والقواعد والقرارات الصادرة تنفيذا لهما بما في ذلك المنع من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاومتها.¹

ومن خلال ما سبق - في هذا المطلب- يتضح إن حماية المستثمر في أسواق الأوراق المالية يمكن توفيرها من خلال تمكين المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري في ظروف صحية وسليمة، ويعتمد توفر هذه الظروف على عاملين أساسيين هما توفير الآليات المناسبة للتعامل بالأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال تنظيم عمليات الوساطة والتداول والتسوية والمقاصة بما يحقق الأمان لجميع المتعاملين ويضمن لهم التعامل العادل.

وتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ويتم ذلك من خلال وضع الأطر القانونية اللازمة للإفصاح عن المعلومات وإيصالها للمستثمرين بسرعة ودقة واكتمال. وحيث

¹الهيئة العامة للرقابة المالية، دور الهيئة في الرقابة على سوق المال، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/efsa2_merge_cma/efsa_cma_role.htm

أن العامل الأول في توفير الحماية هو الجزء السهل من هذه العملية، إذ أن التطور التكنولوجي أمكن من توفير الآليات اللازمة لتحقيقه، فإن الجزء الأصعب يتمثل في العامل الثاني والمتعلق بالإفصاح عن المعلومات.

خلاصة الفصل الثالث:

تم في هذا الفصل الموسوم بإدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية ومتطلبات حماية المستثمرين أثناء الأزمات المالية، تحديد متطلبات انشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية، بداية بالمناخ الاستثماري المتمثل في كافة الأوضاع والظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والأمنية والقانونية والتنظيمات الإدارية التي يجب أن تكون ملائمة ومناسبة لجذب وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية. والمتطلبات النظرية المتعلقة بالجانب القانوني متمثلة في قانون التعامل بالأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها وقانون الشركات، وقوانين الأنظمة الضريبية والتشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي وقانون الخصوصية. بالإضافة إلى توفر متطلبات على مستوى الاقتصاد الكلي تعد ضرورية لإنشاء وتنشيط هذه الأسواق، في مقدمتها النمو الاقتصادي والادخار وسعر الفائدة ملائم.

ولضمان تطور ونجاح أسواق الأوراق المالية لابد من هيئات تنظيمية تتولى مهام التنظيم والاشراف والرقابة لتحقيق جملة من الأهداف، في مقدمتها ضمان استقرار هذه الأسواق وحماية المستثمرين وباقي المتدخلين، خاصة في ظل الأزمات المالية المتعقبة التي اثرت سلبا على أسواق الأوراق المالية ، فقد تسببت الأزمة المالية العالمية 2008 في انهيار أسعار الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا الانهيارات غير المتوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى.

حتى تتمكن الهيئات التنظيمية من حماية المستثمرين اتخذت جملة من الاجراءات في مقدمتها تعزيز الافصاح والشفافية من خلال توفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين، واتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب هذه المعلومات، كما تم تعزيز الرقابة اليومية على التداول من خلال التصدي لكل سلوك

متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية. والتلاعب يمكن أن ينطوي على عدد من التقنيات للتأثير على العرض أو الطلب على الأسهم، بالإضافة إلى مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية من خلال العمل على إعداد قواعد حوكمة الشركات، وتحديد مجموعة القواعد الأساسية التي تقوم عليها مبادئ الحوكمة الرشيدة التي تؤكد على احترام حقوق المساهمين، وعلى أهمية بناء هيكل متوازن لمجلس الإدارة مع التحديد السليم لمهامه ومسؤولياته، وضمان نزاهة التقارير المالية التي تصدر عن الشركات المدرجة.

الفصل الرابع

دور الإفصاح المالي في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في

أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

ازداد الاهتمام في أواخر القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين بموضوع الشفافية والإفصاح، لأن العديد من الجهات ذات المصلحة تعتمد - بشكل كبير - في قراراتها على ما تنشره الشركات من معلومات، حيث لا تملك هذه الفئات سلطة الحصول على ما تحتاجه مباشرة من إدارة الشركات، كما أن القصور في متطلبات الشفافية والإفصاح يجعل البيانات والمعلومات الواردة في القوائم المالية مضللة، الأمر الذي ينعكس على اتخاذ القرار من جانب المساهم أو المستثمر المهتم بهذه المعلومات والبيانات، ومما يزيد من احتمال إفلاس الشركات وانحيار الأسواق المالية.

يعتبر الإفصاح المالي الواجب على مؤسسات، من أهم مصادر البيانات لقياس وتقييم الأداء المالي الذي يهدف إلى معرفة مدى تحقيق الأهداف المرسومة وكيفية استخدام الموارد وحساب المنافع والتكاليف وأثار ذلك على قيمة المؤسسة، من خلال استخدام مجموعة من الأدوات التقليدية (التحليل المالي؛ النسب المالية) وأدوات حديثة (القيمة الاقتصادية المضافة؛ القيمة السوقية المضافة)، لكن قبل ذلك يتعين علينا تسليط الضوء على مصطلح الأداء بصفة عامة والمفاهيم المرتبطة به والعوامل المحددة له من خلال المباحث التالية:

- الإفصاح المالي كمصدر معلومات لتقييم الأداء المالي؛

- الأداء المالي وقيمة المؤسسة؛

- الأدوات المستخدمة لقياس وتقييم الأداء المالي.

المبحث الأول: الإفصاح المالي كمصدر معلومات لتقييم الأداء المالي

يمثل الإفصاح المالي ركيزة أساسية للفئات ذات العلاقة بالمؤسسة عموماً وفئة المستثمرين خصوصاً، نظراً لما يقدمه من معلومات تساعد في اتخاذ القرارات الاقتصادية الملائمة وخلق جو من الثقة لمستخدمي هذه المعلومات، وتختلف وجهات النظر حول الإفصاح المالي، إذ يعتبره البعض بأنه عرض للمعلومات المهمة للمستثمرين من الدائنين وغيرهم من المستفيدين، بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المؤسسات على تحقيق أرباح في المستقبل ويساعد المستثمر على اتخاذ قراراته من خلال المعلومات المنشورة.

فالإفصاح المالي باعتباره مصدر أساسي للبيانات المالية، التي تساعد في التعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أدائها، لذا سيتم التطرق في هذا المبحث أن الإفصاح المالي كمصدر للمعلومات من خلال ما يلي:

المطلب الأول: مفهوم وأهمية الإفصاح المالي

يهدف الإفصاح والشفافية في المعاملات إلى الحد من عدم اليقين والمخاطر المتصورة، ودعم الاستقرار المالي وتقليل التكاليف الرأسمالية، كما أنه من أحد الأسباب المهمة لتحيز المستثمرين للاستثمار في بلدانهم بدلاً من الاستثمارات الدولية بسبب عدم التماثل في المعلومات - من وجهة نظرهم - وهذا التصور يحول دون استثمارهم خارج حدود بلدانهم¹.

الفرع الأول: مفهوم الإفصاح المالي

قدمت عدة تعريفات لمصطلح الإفصاح المالي نورد بعضها فيما يلي:

¹commission de coopération environnementale, Divulgence de l'information environnementale dans les états financiers : bilan et recommandations, p5, web site : http://www.cec.org/storage/50/4250_disclosure-update-recommends_fr.pdf (consultation date 12-06-2014)

يعرف الإفصاح المالي بأنه: الوضوح والكشف التام لما جاء من معلومات محاسبية بالقوائم المالية باعتبارها منتجات نهائية من أعمال المحاسبة المالية، تفيد الأطراف المعنية في اتخاذ القرارات، هذا بالإضافة إلى وسائل أخرى كالملاحظات والإيضاحات المرفقة بتقرير المراجع من حيث توضيح المبادئ والسياسات المحاسبية المتبعة في إعداد القوائم المالية¹، حيث تشمل التقارير المالية - المفصح عنها- على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدم هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة الاقتصادية للمساعدة على اتخاذ القرارات.²

كما يعرف الإفصاح المالي بأنه: تقديم البيانات والمعلومات إلى المستخدمين في شكل مضمون صحيح وملائم لمساعدتهم في اتخاذ القرارات.³

ويعرف أيضا بأنه: عبارة عن نشر كل المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمشروع سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى، تساعد المستثمر على اتخاذ قراراته وتخفيض من حالة عدم التأكد لديه عن الأحداث الاقتصادية المستقبلية.⁴

ويرى عدة باحثين أن الإفصاح في بدايته كان يركز على المستثمرين العاديين حيث تكون قدراتهم التفسيرية محدودة ولا يتلقون مساعدة من الوسطاء، أما الإفصاح المعاصر فهو إفصاح متباين أو تمييزي بحيث يفترض وجود معيارين:

الأول: يتضمن تفصيلات ومعلومات فنية كثيرة ويعتبر ذلك ملائماً للاستخدام بواسطة المهنيين.

¹ أبو الفتوح على فضالة، المحاسبة الدولية، مصر: دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، (1996)، ص 25.

² لطيف زيود ، آخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، سوريا: مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، العدد الأول، (2007)، ص15.

³ رضوان حلوة حنان، تطور الفكر المحاسبي (مدخل نظرية المحاسبة)، الأردن: دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، (2009)، ص299.

⁴ أمين أحمد لطفي السيد ، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، مصر: الدار الجامعية، (2005)، ص181.

الثاني: إفصاح مختصر وأقل من الناحية الفنية ويكون أكثر قبولا والفهم من طرف غير المهنيين.¹

وتنقسم المعلومات التي تفصح عنها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية إلى قسمين رئيسيين:

الأول: المعلومات المطلوبة من أجل طرح الأوراق المالية، وعادة ما توضع هذه المعلومات في نشرة الاكتتاب.

الثاني: التقارير الدورية التي تعدها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ومن تنشر هذه التقارير سنويا أو كل ستة أشهر أو ثلاثة أشهر، وكذا عندما تقع حوادث تؤثر بصورة جوهرية على المؤسسة وأعمالها يتعين أن تقوم المؤسسة مصدرة الأوراق المالية بإرسال تقارير فورية إلى مراقب السوق ونشرها على جمهور المستثمرين.

مما سبق يتضح أن الإفصاح المالي يركز على موضوع توصيل المعلومات إلى المستفيدين بهدف توضيح حقيقة الوضع المالي والأداء المالي للمؤسسة، دون تضليل، بشكل يسمح بالاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات. وكذلك الربط بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين، من خلال نشر كل المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمؤسسة سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستخدمين على اتخاذ قراراتهم.

الفرع الثاني: أهمية الإفصاح المالي

ترجع أهمية الإفصاح المالي للدور الرئيسي الذي يلعبه في توفير المعلومات المالية المساعدة على إيجاد بيئة ملائمة لمستخذي القرار، ولقد زاد من أهمية الإفصاح المالي تزايد الحاجة إلى توفير معلومات مالية وغير مالية للمستثمرين والدائنين وكافة الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة ويمكن ذكر بعض نقاط أهمية الإفصاح:

¹ وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، (2002)، ص 93.

- تساعد المعلومات المتوفرة في التقارير المالية المساهمين في بيان مدى نجاح الإدارة في إدارة الأموال وحماية حقوق المساهمين؛

- تساعد التقارير المالية في إظهار مدى كفاءة الإدارة في العمليات الاستثمارية المختلفة للوحدة الاقتصادية؛

- الاعتماد على تلك المعلومات في رسم الخطط والبرامج للوصول إلى الأهداف المنشودة للوحدة الاقتصادية؛

- تساعد معلومات التقارير المالية في إمداد المستثمرين والدائنين بالمعلومات اللازمة التي تمكنهم من اتخاذ القرارات الملائمة لأهدافهم. كما تساعد معلومات قائمة الدخل على بيان جهود الإدارة في مجال خلق الإيرادات ونجاحها في تحقيق أهداف الربحية خلال مدة معينة، بالإضافة إلى بيان أثر قرار التمويل والاقتراض على نتيجة الأعمال (الربح) ؛

- تقديم معلومات ذات الأثر المالي للجهات المختلفة مثل: مصلحة الضرائب. تقديم المعلومات الحقيقية والواضحة حول العمليات والأحداث المالية والتي تساهم في تحسين وظيفة التنبؤ. وسيتبع ذلك بالضرورة وتوضيح الفروض الخاصة بتلك العمليات و المفاهيم التي أسست عليها؛

- تساهم القوائم المالية في إعداد التقارير الخاصة بأنشطة الوحدة الاقتصادية ذات الأثر على المجتمع والتي يمكن أن تقبل القياس أو التحديد أو الوصف، والتي تشكل أهمية بالنسبة لدور الوحدة الاقتصادية خدمة البيئة الاجتماعية التي تتواجد فيها.

المطلب الثاني: أنواع الإفصاح المالي

نظرا لأهمية الإفصاح المالي واعتباره ركيزة أساسية ومصدر تعزيز للإدارة الرشيدة وخدمة مصالح مختلف الأطراف، من خلال توفير مختلف المعلومات التي يحتاجونها، وبعد التطرق إلى مفهوم الإفصاح المالي في المطلب السابق سنتناول في هذا المطلب أنواع الإفصاح المالي من خلال ما يلي:

أولاً - الإفصاح الكامل

يشير إلى ضرورة عرض كافة المعلومات الملائمة التي تؤثر بشكل أو بآخر في سلوك مستخدمي القوائم المالية، ويأتي التركيز على ضرورة الإفصاح الكامل من أهمية القوائم المالية كمصدر أساسي يعتمد عليه في اتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية، بل يمتد إلى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم المالية التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم.

ثانياً - الإفصاح العادل

ويعنى بتوفير رعاية متوازنة لاحتياجات كافة الأطراف المعنية، إذ يتوجب إخراج القوائم المالية والتقارير بالشكل الذي يضمن عدم ترجيح فئة معينة على مصلحة الفئات الأخرى، من خلال مراعاة مصالح جميع هذه الفئات بشكل متوازن.

ثالثاً - الإفصاح الكافي

ويشير إلى الحد الأدنى من المعلومات الذي يلزم الإفصاح عنه حتى تكون القوائم المالية غير مضللة.

رابعاً - الإفصاح الملائم

هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي البيانات وظروف المؤسسة وطبيعة نشاطها، إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية، بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتناسب مع النشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.¹

¹ انظر:

بالرقي، التجاني. دراسة اثر التضخم على النظرية التقليدية للمحاسبة مع نموذج مقترح لاستبعاد اثر التضخم على القوائم المالية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف، 2006/2005، ص 82.
نوال صباحي، الإفصاح المحاسبي في ظل معايير المحاسبة الدولية (IAS/ IFRS) و أثره على جودة المعلومة، مذكرة ماجستير ، غير منشورة ، العلوم التجارية، فرع محاسبة وتدقيق، الجزائر، (2011)، ص 65-66.

خامسا- الإفصاح التتقيفي (الإعلامي)

أي الإفصاح عن المعلومات المناسبة لأغراض اتخاذ القرارات، مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، ونلاحظ أن هذا النوع من الإفصاح من شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول عن المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية، يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

سادسا- الإفصاح الوقائي (التقليدي)

يقوم هذا النوع من الإفصاح على ضرورة الإفصاح عن التقارير المالية، بحيث تكون غير مظلة لأصحاب الشأن، والهدف الأساسي لذلك حماية المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات، لهذا يجب أن تكون المعلومات على درجة عالية من الموضوعية، فالإفصاح الوقائي يتفق مع الإفصاح الكامل، لأنهما يفصحان عن المعلومات المطلوبة لجعلها غير مظلة للمستثمرين الخارجيين.

سابعا- الإفصاح الأمين

وهو يعكس الأوضاع الحقيقية، لغته سهلة مفهومة للعامة والخاصة، يساعد بأمانة على فهم المحتوى الواجب الإفصاح عنه.

ثامنا- الإفصاح الاختياري

يوفر للمديرين معلومات عن الأداء المالي المستقبلي أكثر من غيرهم من الخارج، وقد أفادت عدة دراسات أنه لدى هؤلاء المديرين الحافز للإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات ومن هذه الحوافز يتوفر للمديرين معلومات عن الأداء المالي المستقبلي أكثر من غيرهم من الخارج، وقد أفادت عدة دراسات أن لدى هؤلاء المديرين الحافز للإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات ومن هذه

الحوافز انخفاض تكلفة المعاملات وزيادة السيولة.¹

وقد حاول Hendriksen أن يربط بين مفاهيم الإفصاح، وقد رأى بأن الإفصاح الكافي يتفق مع الهدف السلبي الذي يضمن الإفصاح عن أقل قدر من المعلومات، بحيث تكون القوائم المالية غير مضللة، أما مفهومي الإفصاح العادل والشامل فيرى أنهما يتفقان مع الهدف الإيجابي، باعتبار الإفصاح العادل ينطوي على هدف أخلاقي، إذ يضمن المعالجة المتوازنة لكل مستخدمي المعلومات المحاسبية، أما الإفصاح الشامل وهو الأكثر شيوعاً ينطوي على عرض كل المعلومات الملائمة.

وقد انتقد عدة كتاب مبدأ الإفصاح الشامل، إذ يصعب تطبيقه عملياً، ويتطلب الإفصاح عن حقائق مالية كبيرة الأهمية، بحيث تؤثر على تقييمات مستخدمي المعلومات وقد تخفى معلومات جوهرية، مما يؤدي إلى صعوبة عملية تفسير المعلومات، ومن ثم إعاقة عملية اتخاذ القرارات.

ومما سبق يتضح أن الإفصاح عن كافة المعلومات بشكل موضوعي وشامل، أصبح ضرورة ملحة تقتضيها عملية توصيل المعلومات المناسبة وبالنوعية المطلوبة لمستخدميها في الوقت المناسب وبالتالي فإن الإفصاح يحقق ما يلي:²

- حماية الاستثمارات الخاصة بالأموال العامة أو الخاصة؛
- تنمية الاستثمارات للاقتصاد الوطني سواء أكانت هذه الاستثمارات داخلية أو خارجية؛
- حماية العاملين وخلق المزيد من الوظائف؛
- اطلاع المقرضين الحاليين أو المستقبليين على الأوضاع المالية لهذه الشركات؛
- تجنب الاقتصاد الوطني مخاطر الهزات المالية المفاجئة.

¹ التجاني بالرقى، المرجع المذكور سابقاً ص 82.

² ماجد إسماعيل أبو حمام، اثر تطبيق قواعد العولمة على الإفصاح المحاسبي و جودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، غزة : الجامعة الإسلامية ، قسم المحاسبة والتمويل، (2009) ، ص 50-51.

المطلب الثالث: طرق وتوقيت الإفصاح المالي

لابد من الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بواقع المؤسسة، باستخدام طرق ملائمة تسهل قراءة هذه القوائم والاستفادة منها في اتخاذ القرارات وفي الوقت المناسب، لذا سنبحث في هذا المطلب طرق وتوقيت الإفصاح المالي فيما يلي:

الفرع الأول: طرق الإفصاح المالي

يوجد العديد من وسائل وطرق الإفصاح المالي، والتي يمكن أن تساعد مستخدمي المعلومات على فهمه واتخاذ القرار الصحيح، وتتوقف المفاضلة بين طريقة وأخرى على طبيعة المعلومات وأهميتها النسبية وفيما يلي أكثر هذه الطرق شيوعاً في الاستخدام.

أولاً: الإفصاح من خلال القوائم المالية

القوائم المالية هي عبارة عن مجموعة من البيانات المسجلة وفق مبادئ متعارف عليها محاسبياً، يتم من خلالها توضيح نتائج معاملات المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، وذلك من أجل معرفة مركزها المالي، وبصفة عامة هي عبارة عن وسائل وأدوات لتجميع وتبويب المعلومات والبيانات المحاسبية وفق أشكال معينة، تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة ونتائج أعمالها ومركزها المالي خلال فترة زمنية معينة، وتعتبر القوائم المالية التقليدية من أفضل مصادر المعلومات من حيث قدرتها على الوفاء باحتياجات الفئات المختلفة وذلك للأسباب التالية:

- تعتبر من أكبر مصادر المعلومات مصداقية، نظراً لخضوع تلك القوائم للمراجعة والتدقيق من قبل مراجع خارجي مستقل؛

- تعرض معلومات تتوافق مع احتياجات طالبي المعلومات وترتبط بشكل مباشر مع المتغيرات المعنية بالدراسة؛

- انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات بالمقارنة بمصادر المعلومات الأخرى؛

- تعد من أكثر مصادر المعلومات ملائمة لاتخاذ القرارات من حيث إصدارها، قد يتم إصدارها كل ربع سنة أو كل سنة¹.

وتنقسم هذه المخرجات إلى قسمين: قوائم مالية أساسية وقوائم مالية مكملة تمثل المعلومات الإضافية.

أ- القوائم المالية الأساسية: وهي القوائم التي يتعين على الوحدات القيام بإعدادها و الإفصاح عنها بشكل دوري، حتى تخدم أصحاب الصلة والمستفيدين وهي: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفق النقدي، قائمة التغير في حقوق الملكية.

- قائمة الدخل: قائمة الدخل أو جدول النتائج هي وثيقة محاسبية إدارية تلخص نشاط المؤسسة دورياً، وتعد أداة مفيدة في مراقبة التسيير داخل المؤسسة، وفي تحديد مجاميع المحاسبة الوطنية على مستوى الاقتصاد الوطني، وهي أكثر القوائم أهمية، ويتم فيها التقرير عن نتائج الأعمال وتبيان قدرته الكسبية عن فترة زمنية معينة. حيث يعرض الإيرادات والمصروفات بشكل منظم ويتم المقابلة بينها للوصول في النهاية إلى النتيجة الصافية للمؤسسة (ربح أو خسارة).

ويمكن إعداد قائمة الدخل من مفهومين للدخل هما: الدخل التشغيلي والدخل الشامل. الدخل التشغيلي يتم بموجبه عرض البنود المتكررة خلال الفترة المالية وتستبعد بموجبه البنود غير المتكررة وغير العادية وغير المتعلقة بالنشاط الجاري بشكل وثيق، كإيقاف خطوط الإنتاج أو التوزيع، تصحيح الأخطاء المحاسبية، تغيير السياسات المحاسبية، وهي البنود التي يقوم مفهوم الدخل الشامل بعرضها والإفصاح عنها بشكل تفصيلي ضمن ما يعرف بالبنود غير العادية. وتجدر الإشارة إلى أن البنود غير العادية تعتبر ضمن مفهوم الدخل التشغيلي، بنود لا ينتظر حدوثها وتكرارها في المستقبل لذا فهي لا تخضع عادة لإدارة المؤسسة ولا يمكن من خلالها الحكم على كفاءة هذه الإدارة.

¹ التجاني بالرقى، المرجع المذكور سابقاً، ص131.

- قائمة المركز المالي: ينطلق التعريف المعياري لقائمة المركز المالي من الهدف الذي يجب أن تحققه هذه القائمة، وهنا يمكن أن يكون الهدف تصوير "المركز الاقتصادي" أو تصوير "المركز المالي" للمؤسسة، ومن الواضح فإن المركز الاقتصادي هو أعم وأشمل من المركز المالي، وتعرف أيضا بقائمة الوضع المالي والميزانية العمومية، وهي القائمة التي توضح من جهة مصادر الأموال في المؤسسة (حقوق الملكية والالتزامات) واستخدامات هذه الأموال من جهة أخرى (الأصول)، وتتكون بنود هذه القائمة من أرصدة لحظية لمختلف بنود الأصول والالتزامات وحقوق الملكية في تاريخ إعداد القوائم المالية (.../12/13).¹

- قائمة التدفقات النقدية: نالت قائمة التدفقات النقدية * بوصفها مصدرا للمعلومات اهتماما كبيرا من قبل الباحثين ، نظرا لأهمية المعلومات الإضافية التي توفرها قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء وفي صنع القرارات المتعلقة بتخصيص الموارد الاقتصادية للمؤسسة وتقييمها، وهي كشف بالمقبوضات والمدفوعات النقدية لمؤسسة ما خلال فترة زمنية معينة، وقد ألزم مجلس معايير المحاسبة الدولية المؤسسات بإعداد هذه القائمة من خلال إصدار المعيار الدولي رقم (07)، وتقسم الأنشطة في قائمة التدفق النقدي إلى ثلاثة أقسام وهي:

- التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية: تشمل كل الأنشطة التي تتعلق بكسب الإيراد في المؤسسة، لذلك فهي تتضمن بالإضافة لكل بنود المصاريف والإيرادات المتعلقة بجدول النتائج، صافي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة التي تفرضها العمليات التشغيلية على المؤسسة بسبب النشاط، أي أنها تصف

¹ خالد الراوي، التحليل المالي لقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، (2000)، ص41 .

* سميت هذه القائمة بأسماء عديدة منها :قائمة مصادر الأموال واستخدامها، قائمة الأموال، قائمة التغير في رأس المال العامل، قائمة التغير في صافي الأصول الجارية، قائمة الأموال المستلمة والمدفوعة، قائمة التدفق النقدي ورأس المال العامل، ملخص العمليات المالية، قائمة التغير في المركز المالي وأخيرا قائمة التدفقات النقدية.

كل العمليات التي لم تصنف كأشطة استثمار أو أنشطة تمويل، وبصفة عامة إنتاج السلع أو نشرها وإعادة بيعها وتأدية الخدمات.

• التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية: تتضمن عمليات اقتناء الاستثمارات التي لا تعتبر معادلة للنقدية وبيعها أو التخلص منها بطريقة أخرى، لذلك تتضمن عمليات اقتناء الأصول الثابتة التي يتوقع أن تنتج إيرادات على مدى فترة طويلة من الزمن، وتشمل الاستحواذ والتصرف في الأصول طويلة الأجل والعقارات والآلات والتجهيزات والديون وأدوات حقوق الملكية في المؤسسات الأخرى والتي لا تدخل ضمن وصف ما في حكم النقدية، أو التي تم الاستحواذ عليها بغرض المتاجرة أو التعامل، وتشمل أنشطة الاستثمار النقدية المقدمة لقروض لأطراف أخرى، وذلك المتحصلات من هذه القروض الممنوحة للغير (دون أن تشمل قروض وسلفيات المؤسسات المالية).

• التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية: وتشمل مصادر التعامل مع مالكي المؤسسة وأيضاً مصادر الحصول على القروض (قصيرة الأجل أو طويلة الأجل) وإعادة سداد المبالغ المقرضة.¹

- قائمة التغيير في حقوق الملكية: والتي يتوجب أن تبين كما يلي:

- جميع التغيرات في حقوق الملكية خلال الفترة

- التغيرات في حقوق الملكية ما عدا تلك الناتجة عن عمليات مع المالكين مثل: زيادة أو تخفيض رأس المال أو توزيعات الأرباح.

ثانياً: استخدام المصطلحات الواضحة والمتعارف عليها

مما لا شك فيه أن استخدام المصطلحات الواضحة ومقدار التفصيل في المعلومات، لا يقل أهمية عن الإفصاح في صلب القوائم المالية السابق الإشارة إليها. ويجب أن تستخدم المصطلحات التي تعبر عن المعنى الدقيق والمعروف جيداً لدى المستخدمين للمعلومات، مع مراعاة توحيد

¹ طارق عبد العال حماد ، التقارير المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002)، ص253.

المصطلحات لنفس المعاني في جميع التقارير، حتى يستفيد مستخدم المعلومات منها والا أصبح الإفصاح غامضا في حالة حدوث عكس ذلك.

ثالثا: المعلومات بين الأقواس

تقدم الإيضاحات الإضافية بين الأقواس، بشكل مختصر بعد البند الوارد في القائمة المالية المباشرة، بمعنى أنها تفصح عن معلومات إضافية وتضيف مزيدا من التوضيح والاكتمال، وتمتاز هذه الطريقة بأنها تدرج المعلومات الإضافية في صلب القائمة مما يقلل من احتمال عدم الانتباه إليها، كأن تذكر القيمة العادلة لبند تم تقييمه بالتكلفة التاريخية ولا يحذف استخدام التوضيحات المطولة بين الأقواس حتى لا تؤدي الإطالة إلى الخروج عن سياق القائمة.¹

رابعا: الملاحظات والهوامش

تستخدم عندما لا يكون مناسبا إظهار الإيضاحات بين قوسين، خاصة عندما يتطلب التوضيح شرحا مطولا، وتعرض الملاحظات كل الحقائق الهامة بأكبر قدر ممكن من الإيجاز والاكتمال، ويجب أن تصاغ مع أجزاء أخرى من القوائم المالية دون أن تقدم الإجابة عن هذه التساؤلات.

تتضمن الملاحظات أيضا معلومات إضافية لما تم عرضه في القوائم المالية، وتشمل ملخصا للسياسات المحاسبية وملاحظات تفسيرية أخرى، تتعلق ببند القوائم المالية. إضافة إلى الإفصاحات عن الالتزامات والأصول الطارئة وأي بنود أخرى تتعلق بحقيقة المركز المالي ونتيجة الأعمال.²

تعتبر الملاحظات والهوامش وسيلة من وسائل الإفصاح الهامة لما توفره من معلومات قد يصعب توفيرها في صلب القوائم المالية، إلا أنه لا يجوز الاعتماد عليها بدرجة كبيرة في الإفصاح عوضا عن

¹ محمد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المحاسبية (في مجالات القياس العرض الإفصاح)، الأردن: دار وائل، (2008)، ص 354-355.

² خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007 (IAS , IFRS)، عمان: إثراء للنشر و التوزيع، (2008)، ص 97.

القوائم المالية، وبشكل عام يمكن أن تشمل الملاحظات والهوامش على ما يلي: شرح السياسات والمبادئ المحاسبية المستخدمة في إعداد القوائم المالية والتغيرات التي تطرأ عليها؛ الإفصاح عن الحقوق والالتزامات المختلفة.

أو بصفة عامة أي معلومات مالية أو خارجية لا تتضمنها القوائم المالية، وتستخدم هذه الوسيلة عادة ضمن التقرير المالي لإدارة الشركة.

خامسا: التقارير والجداول الملحقة

يتم استخدام جداول مرفقة لعرض المزيد من المعلومات التفصيلية عن بعض الموجودات أو المطلوبات، بصفة عامة أن الميزانية تعرض بندا واحدا مجملا، يشمل على عدة بنود فرعية لهذا البند. كان يدرج في الميزانية رقما يمثل مجموع قيم الموجودات طويلة الأجل، ويتم عرض بنود هذه الموجودات في جدول منفصل، مع توضيح للأرصدة الافتتاحية والاستبعاد والإضافات خلال السنة، وبيان مصاريف الاهتلاك عن الفترة والاهتلاك المتراكم حتى نهاية السنة المالية.

إذن تستخدم هذه الوسيلة لإظهار بعض المعلومات الإضافية والتفاصيل التي يصعب إظهارها في صلب القوائم المالية. وقد تستخدم هذه الوسيلة ضمن وسيلة الملاحظات والهوامش أو في صورة تقارير مستقلة ...

سادسا: تقرير مجلس الإدارة

هذا التقرير يعتبر متمما للقوائم المالية، والذي من دونه يصعب تغيير الكثير من معلومات القوائم المالية، ويجب أن يشمل هذا التقرير على ما يلي:

- الأحداث غير المالية والتغيرات التي حدثت خلال السنة، وتؤثر على عمليات المؤسسة مثل التغيرات في المراكز الإدارية العليا والسياسات الرئيسية... الخ؛

- التوقعات المستقبلية المتعلقة بمستقبل الصناعة والاقتصاد ودور المؤسسة فيها؛

- خطط النمو والتوسع والتغيرات في العمليات في الفترات المقبلة؛

- النفقات الرأسمالية المتوقعة وآثارها.

سابعاً: تقدير المراجع الخارجي

يعتبر وسيلة إفصاح ثانوية وليست وسيلة رئيسية حيث أنه يمكن أن يؤكد إفصاح أو عدم إفصاح

معلومات معينة عن طريق الملاحظات أو التحفظات التي يذكرها المراجع في تقديره مثل:

- عدم إتباع المؤسسة المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، واعداد القوائم المالية وأثره على

إفصاح المعلومات في حالة تأثيره الهام نسبياً.

- الإفصاح عن معلومات لم يتم الإفصاح عنها في الوسائل الأخرى للإفصاح.

ثامناً: وسائل أخرى مكملّة للإفصاح

- مثل استخدام المقارنات للقوائم المالية، وكذلك المعلومات المقارنة عن سنوات مثل: أرقام المبيعات

أو المصروفات أو الأرباح الموزعة، أو غير ذلك لتحديد الاتجاهات وفهم واستفادة مستخدمي

المعلومات.

- كذلك يمكن استخدام النسب المالية لمساعدة مستخدمي المعلومات على فهم المعلومات وتحديد

اتجاهات الزيادة أو النقصان في أي بند من البنود، بمقارنة هذه النسب مع مثيلاتها في السنوات السابقة

أو مع مثيلاتها في المؤسسة المماثلة.

- كذلك يمكن استخدام الرسوم البيانية الإحصائية لتحسين الإفصاح وتوصيل المعلومات لمستخدميها

في سهولة ويسر لتحقيق أهدافهم.

- السياسات المحاسبية: توضح من خلاله المؤسسة السياسات المحاسبية التي اتبعتها عند إعدادها

للقوائم المالية، كتوضيحها على سبيل المثال لطرق الاهتلاك المستخدمة في امتلاك الأصول وطرق

تقييم المخزون والسياسات المستخدمة في اهتلاك الأصول غير الملموسة...

- الالتزامات الطارئة أو المحتملة: وتعرف أيضا بالالتزامات الاحتمالية، حيث يصاحبها حالة عدم التأكد من قيام الالتزام من عدمه، بل أحيانا من حيث قيمة الالتزام وتاريخ قيامه، وترتبط هذه الالتزامات مع ظروف غير قائمة فعليا، كالدعاوى القضائية ضد المؤسسة والخسائر المحتملة عن عقود شراء غير قابلة للإلغاء.

- الأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية العامة: وهي الأحداث التي تقع بعد تاريخ إعداد الميزانية العمومية قبل نشرها وإصدارها ويمكن تقسيم هذه الأحداث إلى قسمين:

الأول: يرتبط بحالات وبنود مرتبطة أصلا في قائمة المركز المالي، وهذا يستدعي إجراء تسويات عليها، نتيجة للمستجدات التي حدثت كما هو الحال في الذمم المدينة وتأثرها نتيجة لإعدام دين أحد الزبائن.

الثاني: الأحداث التي ترتبط بظهور بدائل على أحداث مالية معينة غير مرتبطة ببنود موجودة في قائمة المركز المالي، مما لا يستدعي إجراء أية تسويات أو تعديلات، بل تقوم المؤسسة بالإفصاح عن هذه الأحداث من خلال الملاحظات الملحق بقائمة المركز المالي مثل: الخسائر الناتجة عن الكوارث الطبيعية بعد نهاية الفترة المالية أو المكاسب أو الخسائر الناتجة عن بعض الاستثمارات الجاهزة للبيع.

- بنود مقابلة و متصلة: بمعنى أن تدرج المعلومة في مكان ما من القائمة، و تدرج معلومة مرتبطة بها في مكان آخر من القائمة، بحيث تمثل العلاقة بين بند من الموجودات وآخر من المطلوبات، نقطة الاتصال في الميزانية العمومية. كريط حسابات بعض الموجودات طويلة الأجل واهلاكها المتراكم، حتى يتعرف القارئ على التكلفة الأساسية للأصل والاهلاك المتراكم حتى تاريخ الميزانية.¹

الفرع الثاني: توقيت الإفصاح

يعتبر الإسراع في نشر القوائم المالية وعدم التأخير، من المتطلبات الهامة لتكون القوائم المالية مفيدة لمستخدميها، حيث يعد التوقيت المناسب واحدا من ثلاث صفات هامة لخاصية الملاءمة للمعلومة

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان مطارنة، المرجع المذكور سابقا ، ص 49-51.

المحاسبية (إضافة إلى صفتي القيمة التنبؤية والتغذية العكسية)، وحتى يكون الإفصاح مفيداً فإنه إضافة إلى اشتراط أن تكون المعلومات كافية وموثوقة وقابلة للمقارنة والفهم، يجب أن يتوفر التوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها لمستخدمي هذه المعلومات، وتتناقص منفعة المعلومة ثم تزول إذا لم تأت في وقتها، بمعنى أن المنفعة التي يحققها متخذ القرار ترتبط بمدى حصوله على المعلومات المناسبة في الوقت المناسب، ولذلك حرصت قوانين الشركات في الدول المختلفة وتعليمات هيئات الأسواق المالية العالمية، أن تلتزم المؤسسات المدرجة في تلك الأسواق بعملية الإفصاح عن المعلومات خلال فترة زمنية معقولة من تاريخ انتهاء السنة المالية أو الفترة المرحلية، وتزويد هيئة الأوراق المالية بنسخ من القوائم المالية المرحلية الرباعية أو نصف السنوية، بهدف توفير المعلومات الحديثة والمستمرة عن فترات متقاربة للمتعاملين في الأسواق المالية.

كما نشير هنا إلى أن معيار المحاسبة الدولي رقم (01) - عرض القوائم المالية - أوجب ضرورة قيام المؤسسات بنشر قوائمها المالية خلال ستة أشهر من انتهاء السنة المالية، ولا يعتبر تعقيد وصعوبة عمليات بعض المؤسسات مبرراً لها لتأخير إصدار قوائمها المالية.¹

بهذه الآلية يمكن أن تقدم المعلومات المالية والتقارير المرفقة معها مؤشرات مالية وأخرى غير مالية، من شأنها أن تعزز عوامل الثقة والإقبال على اقتناء أسهم مختارة، إذا كانت مؤشراتها إيجابية. ومن ثم إحداث التأثير المناسب على حركة التداول في أسواق المال.

¹ محمد أبو نصار، جمعه حميدات، المرجع المذكور سابقاً ، ص28.

المبحث الثاني: الأداء المالي وقيمة المؤسسة

بعد التطرق في المبحث السابق إلى الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمؤسسات محل التحليل

والنقيّم، سنتناول في هذا المبحث الأداء المالي وقيمة المؤسسة من خلال ما يلي:

المطلب الأول: ماهية الأداء ومختلف المفاهيم المرتبطة به

يعود أصل كلمة أداء إلى اللغة اللاتينية أين توجد كلمة PERFORMARE التي تعني الإعطاء

وذلك بأسلوب كلي الشكل لشيء ما، وبعدها اشتقت اللغة الانجليزية منها مصطلح PERFORMANCE وأعطتها معناها .

الفرع الأول: مفهوم الأداء

يعرف الأداء بأنه الفعالية والإنتاجية التي تسمح ببلوغ الأهداف المسطرة¹، حيث ينظر هذا التعريف

للأداء على أنه يركز على عنصرين هما الفعالية والإنتاجية، العنصر الأول معناه درجة بلوغ الهدف،

والعنصر الثاني هو الإنتاجية المتمثلة في العلاقة بين النتائج المحققة فعلا والوسائل المستخدمة لبلوغها.

وهناك من عرف أداء المنظمة بالنتائج المحققة، نتيجة تفاعل العوامل الداخلية والتأثيرات الخارجية

واستغلالها من قبل المنظمة في تحقيق أهدافها²، حيث يقصد بمفهوم الأداء وفق هذا التعريف، المخرجات

أو الأهداف التي يسعى النظام لتحقيقها من خلال التحكم في العوامل الداخلية والتأقلم مع التأثيرات

الخارجية.

¹Aburland.j.y.Eglen, PMykitar, dictionnaire de gestion ,Editions foucher ,Paris, (2000) ,p 271.

² صباح حميد الاغا ، وآخرون، اثر فاعلية نظم المعلومات الإدارية على ربحية المصارف التجارية الأردنية، مجلة البصائر، المجلد البصائر، المجلد 13، العدد 1 محرم 1432 ديسمبر 2010.ص124.

ولقد عرف (P. DRUKER) الأداء بأنه قدرة المؤسسة على الاستمرارية والبقاء محققة التوازن بين رضا المساهمين والعمال¹، حيث ربط الكاتب الأداء بالبقاء من خلال ضمان تحقيق مصالح المساهمين والعمال بما فيهم إدارة المؤسسة وذلك في ظل تعارض المصالح.

يعد الأداء مفهوما شموليا وهاما بالنسبة لجميع منظمات الأعمال بشكل عام، ويكاد يكون الظاهرة الشمولية لجميع فروع وحقول المعرفة الإدارية. وعلى الرغم من كثرة البحوث والدراسات التي تناولت الأداء وتقييمه، إلا أنه لم يتم التوصل إلى إجماع حول مفهوم محدد للأداء، فلا يزال الباحثون يناقشون الأداء كمصطلح فني، وبمناقشة المستويات التي يحل عندها والقواعد الأساسية لقياسه، كما يعتقدون أن الخلاف حول مفهوم الأداء ينبع من اختلاف المعايير والمقاييس التي تعتمد في دراسة الأداء وقياسه والتي يستخدمها الباحثون، مع أن هذا الاختلاف إنما يعود لتنوع أهداف واتجاهات الباحثين في دراستهم.²

كما أن الأداء هو انعكاس للطريقة التي يتم فيها استخدام المنشأة لمواردها المالية والبشرية والمادية بالشكل الذي يجعلها قادرة على تحقيق أهدافها، أي أنه يعتبر انعكاسا لسلوك الأفراد في المؤسسة³، أو بتعبير آخر هو الاستخدام الهادف والمنتج لكل المعارف والوسائل التي توفرها العلوم والتكنولوجيا والتجربة العلمية؛ بحيث يمكن المؤسسة من الوصول إلى الأهداف المخططة بأقل تكلفة وجهد.⁴

¹ محمد سعيد عبد الفتاح، محمد فريد الصحن، الإدارة العامة: المبادئ والتطبيق، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2003). ص 296

² حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل. الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، (2000)، ص 81.

³ B, Quelin . JL, arregle, Le Management Stratégique de Compétences, ellepses, Paris, (2000), P 86.

⁴ أحمد طرطار، الترشيد الاقتصادي للطاقة الانتاجية في المؤسسة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، (2001)، ص 09.

إن أداء الشركة هو مفهوم منطقي يشير إلى شبكة معقدة من الروابط بين الأسباب والنتائج، والمحددات التنظيمية التي تؤثر على الأداء التنظيمي، على سبيل المثال بعض ممارسات إدارة شؤون الموظفين يجب أن تؤثر على دوافع الموظفين، جنباً إلى جنب مع عوامل أخرى يجب أن تؤثر على جودة المنتج أو الخدمة، والتي ستساهم تعزيز رضا الزبائن.

بعد ما تم التعرض إلى مفهوم الأداء، ننتبين ضرورة تحديد مفاهيم بعض المصطلحات التي لها صلة شديدة بمفهوم الأداء، وهذه المصطلحات هي الهدف وموارد المؤسسة.

أولاً: الهدف: هو وضعية مستقبلية تريد المؤسسة الوصول إليها، والهدف له مجموعة من الخصائص هي :

- الوضوح: الهدف الواضح هو هدف مفهوم ومحدد لدى الأفراد المنظمة.
- الواقعية: تعني قابلية التحقيق.
- المرونة: الهدف المرن هو الهدف الذي يستجيب للتغيرات التي تحدث في المحيط.
- يجب -أو من المفضل- أن يكون في شكل رقمي أي قابل للقياس، يسهل عملية الرقابة.
- أن يكون الهدف مقصوداً أي التعمد في تحقيقه.

هذه الخصائص الخمس المذكورة أعلاه هي خصائص الهدف في حد ذاته، أما الخصائص الثلاث الموائية، فهي خصائص مجمل الأهداف مجتمعة أو متكاملة: أن تكون الأهداف متكاملة لا متناقضة؛ أن تكون الأهداف مرتبة ومتسلسلة؛ أن تشكل الأهداف فيما بينها شبكة.

ثانياً: الموارد: يمكن تقسيم موارد المؤسسة إلى ثلاثة عناصر: الموارد البشرية، الموارد المالية، الموارد المادية.

- الموارد المالية : هي الأموال الضرورية لسيير نشاط المؤسسة.
- الموارد البشرية : تتمثل في الأفراد ومهاراتهم في القيام بالأعمال المناطة بهم.

– الموارد المادية : تتمثل في الآلات، المعدات، الأراضي...الخ¹.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الأداء

يتأثر أداء المؤسسات بعدة عوامل داخلية وخارجية نوردتها فيما يلي:

أولاً: العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة نسبياً

تحكم المؤسسة في العوامل الداخلية هو تحكم نسبي، وهذا نظراً لترابط العوامل الداخلية فيما بينها، وتأثرها أيضاً بعوامل ومتغيرات المحيط الخارجي، فتحكم المؤسسة في عواملها الداخلية له حدوده، وحصر هذه العوامل بدقة يعد من الأمور صعبة التحقيق ، لذلك سوف يتم التعرض إلى أهمها والتي التي تبدو أكثر ارتباطاً بالأداء وتأثيراً فيه.²

أ- التحفيز: يعد التحفيز العملية التي حظيت باهتمام الكثير من الباحثين والدارسين، ويمثل التحفيز في المؤسسة الحاجة أو الطاقة الداخلية التي تدفع الفرد إلى العمل في اتجاه موجه نحو الهدف.³

ب- المهارات: يمكن تنظيم المهارات في ثلاث مستويات:⁴

– مهارة التقليد: تمكن من انجاز النشاطات المتكررة حسب إجراءات محددة مسبقاً.

– مهارة الإسقاط: تسمح بمواجهة وضعيات أخرى شبيهة إلى حد معين للوضعيات الأولى.

– مهارة الإبداع: وتمكن هذه المهارة من مواجهة مشكل جديد .

ج- التكوين: يعد نوعاً من الاستثمارات في العنصر البشري، التي يمكن القيام بها لتحسين الأداء الكلي للمؤسسة، وذلك من خلال رفع مستوى المعارف للأفراد ونشرها وتحسين تقنياتهم في العمل.⁵

ثانياً: العوامل غير الخاضعة لتحكم المؤسسة: يمكن تقسيم هذه العوامل إلى:

¹ عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ط 4، (2006)، ص 56 .

² سعيد فرحات جمعي، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الرياض: دار المريخ للنشر، (2000)، ص 33.

³ المرجع نفسه، ص 34.

⁴ عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء ودراسات الجدوى، مصر: الدار الجامعية، (2009)، ص 68.

⁵ المرجع نفسه، ص 69.

أ- العوامل الاقتصادية: كالنظام الاقتصادي الذي تتواجد فيه المؤسسة، الطرف الاقتصادي كالأزمات الاقتصادية... الخ؛

ب- العوامل الاجتماعية: ومن هذه العوامل نذكر النمو الديمغرافي، فئات العمر، الأقسام الاجتماعية... الخ¹.

ج- العوامل التكنولوجية: منها اختراع آلات جديدة من شأنها تخفيض تكاليف الإنتاج أو وقت الصناعة؛

د- العوامل السياسية والقانونية: تتمثل عموماً في الاستقرار السياسي والأمني للدولة، نظام الحكم، العلاقات مع العالم الخارجي، القوانين، القرارات... الخ².

المطلب الثاني: مفهوم وأهمية الأداء المالي

بعد التطرق الى مفهوم الأداء في المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، سنبحث في هذا المطلب

مفهوم الأداء المالي وأهميته في المؤسسة الاقتصادية من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

يعرف الأداء المالي بأنه أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة

ككل، أو لجانب معين من أداؤها³، كما يعرف بأنه أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها

تجاه المؤسسات الناجحة، فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى المؤسسة التي تشير معاييرها

المالية على التقدم والنجاح عن غيرها⁴.

¹ حمزة محمود الزبيدي ، المرجع المذكور سابقا ، ص80.

² عبد الغني دادن، المرجع المذكور سابقا، ص53.

³ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي، الأردن ، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2010)، ص46.

⁴ طاهر منصور، حسين شحدة، إستراتيجية التنويع والأداء المالي، دراسات العلوم الإدارية، المجلد30، العدد2، (2003)، ص296.

أما تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، فيعرف بأنه عملية مقارنة بين الانجازات الفعلية والأهداف المخططة أو المعيارية، ومن ثم حصر الانحرافات الكمية والنوعية بينهما إن وجدت، وبالتالي العمل على تعزيز الانحرافات الإيجابية ومعالجة الانحرافات السلبية.¹

كما يعرف بأنه أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعوقات التي قد تظهر في مسيرة المؤسسة، من خلال مؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت المؤسسة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية، أو لكثرة الديون والقروض ومشكل العسر المالي والنقدي، وبذلك تنذر إدارتها للعمل لمعالجة الخلل.²

أي يمكن اعتبار تقييم الأداء على أنه مرحلة من مراحل العملية الإدارية، نحاول فيها مقارنة الأداء الفعلي باستخدام مؤشرات محددة وذلك من أجل الوقوف على النقص أو القصور في الأداء وبالتالي اتخاذ القرارات اللازمة أو المناسبة لتصحيح هذا القصور، غالبا ما تستخدم المقارنة بين ما هو قائم أو متحقق فعلا وبين ما هو مستهدف خلال فترة زمنية معينة في العادة تكون سنة.³

من التعاريف السابقة نستنتج أن الأداء المالي يكمن في فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتاحة، أما تقييم الأداء المالي على مستوى المؤسسة فيهدف إلى معرفة مدى تحقيق الأهداف المالية المرسومة وكيفية استخدام الموارد وحساب المنافع والتكاليف وأثار ذلك على قيمة المؤسسة.

الفرع الثاني: أهمية تقييم الأداء المالي

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام من أنه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات، ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة، لتحديد جوانب القوة والضعف للمؤسسة، والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي، لترشيد القرارات المالية للمستخدمين، كما يساعد في عملية متابعة أعمال المؤسسات وفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها

¹ ناصر دادي عدون، الإدارة والتخطيط الاستراتيجي، الجزائر: دار المحمدية، (2001)، ص 32.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الرياض: دار المريخ للنشر، (2000)، ص 37.

³ صالح مهدي محسن العامري، إدارة الأعمال، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، (2007)، ص 602 .

وفعاليته، وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح، والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها، واقتراح الإجراءات التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسة واستثماراتها، وذلك وفقا لأهدافها العامة والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة؛ حيث أن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

– يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومديونية...الخ؛

– يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية، وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم لأوضاع المؤسسات؛¹

– عملية تقييم الأداء تفصح عن مدى قيام الوحدات والأقسام بوظائفها بأكمل وجه؛

– عملية تقويم الأداء ترتبط بالتخطيط، حيث أنها توضح مدى إفاءة التخطيط عندما يطبق الأفراد مهامهم على أكمل وجه؛

– عملية تقييم الأداء تعد كمحاولة لتجاوز القصور الذي قد يحصل في عملية التخطيط المالي للشركة؛² بشكل عام يمكن حصر أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على الجوانب الآتية: تقييم ربحية المؤسسة؛ تقييم سيولة المؤسسة؛ تقييم تطور نشاط المؤسسة؛ تقييم مديونية المؤسسة؛ تقييم تطور حجم المؤسسة.

لذلك يتم تحديد المؤشرات التي توفر للمؤسسة أدوات وطرق تحليل الأداء المالي، حيث أن

الغرض من تقييم الربحية وتحسينها هو تعظيم قيمة المؤسسة، والغرض من تقييم السيولة هو تحسين

¹ محمد محمود الخطيب، المرجع المذكور سابقا، ص 46-47.

² فؤاد مجيد الكرخي، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار المناهج للنشر، (2001)، ص 92 .

قدرة المؤسسات في الوفاء بالالتزامات، أما الغرض من تقييم النشاط هو معرفة كيفية توزيع المؤسسة لمصادرها المالية واستثمارها، والغرض من تقييم الرفع المالي هو معرفة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي والخارجي، والغرض من تقييم التوزيعات معرفة سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح، أما الغرض من تقييم حجم المؤسسة فهو يزودها بمجموعة من الميزات ذات أبعاد اقتصادية بالإضافة إلى تحسين القدرة الكلية للمؤسسات.¹

ومنه فإن الموضوع الأساسي للأداء المالي، هو الحصول على معلومات تستخدم لتحليل القرارات واختيار القرار المناسب من وقت لآخر، من خلال مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات.

الفرع الثالث: أهداف تقييم الأداء

يشمل الهدف العام لعملية تقييم الأداء في التأكد من أن الأداء الفعلي يتم وفقا للخطط الموضوعية، وهناك أهداف أخرى لعملية تقييم الأداء تتمثل أهدافه فيما يلي:

- تخفيض معدل مخاطر الأخطاء عند وضع الخطط؛
- تحديد مراحل التنفيذ متابعة التقدم في الخطط والاستراتيجيات؛
- توجيه الجهود اللازمة لتنفيذ الخطط الوقوف على مستوى انجازات المؤسسة ومقارنتها بأهدافها المسطرة؛²
- العمل على الحصول على أفضل عائد دفع حركة التنمية، حيث أن تحقيق التنمية يتم عادة من خلال التوسع وإقامة المنظمات الجديدة، بالإضافة إلى زيادة قدرات إفاءة المنظمات الموجودة والقائمة فعلا؛

- التأكد من سيرورة التطورات الاقتصادية والاجتماعية طبقا للأهداف المرسومة مقدما؛

¹ محمد محمود الخطيب، المرجع المذكور سابقا، ص 47-48.

² محمد أبو قمر، تقويم أداء بنك فلسطين المحدود باستخدام بطاقة القياس المتوازن، مذكرة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، (2009)، ص 23 .

- تحقيق التعاون بين الوحدات والأقسام التي تشارك في التنفيذ؛
- الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاط المؤسسة وإجراء تحليل شامل لها، بهدف وضع الحلول المناسبة لها وتصحيحها؛
- الوقوف على مدى فعالية استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة.¹

المطلب الثالث: مفهوم القيمة وأنواعها

بعد تعريف الأداء المالي، لابد من التطرق إلى مفهوم القيمة في المؤسسة باعتبارها من متطلبات تحقيق هذا الأداء، من خلال تعرف القيمة وأنواعها فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم القيمة

لغة: القيمة (واحدة القيم)، فعله "يقيم" وماضيها "قيّم"، فالقيمة ثمن الشيء بالتقويم وقيمة الشيء تعني قدره أو الثمن الذي يعادل تكلفت هذا الشيء²، ويتم استخدام مصطلح القيمة لقياس قيمة شيء ما، وهناك أنواع مختلفة من القيمة، يمكن تطبيقها على شرح المواقف المختلفة. على سبيل المثال، يمكن

وصف قيمة الشركة من حيث القيمة الجوهرية، القيمة الدفترية، وقيمتها النقدية الفعلية أو القيمة السوقية.³ وتجدر الإشارة إلى أنه ليس من السهل بمكان تحديد مفهوم للقيمة، فقيمة الشيء مرتبطة بعدد

¹ المنظمة العربية للتنمية الإدارية، قياس وتقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، (2009)، ص 116.

² المملكة المغربية، مركز الدراسات والأبحاث في القيم، بنك القيم، متوفر على الموقع الإلكتروني:

(تاريخ المعاينة 2015-09-12) <http://www.alqiam.ma/Article.aspx?C=5636>

³ investopedia ,What is Value ,web site : <http://www.investopedia.com/terms/v/value.asp> (consultation date 18/07/2014)

كبير من المحددات وزاوية التقييم وفترته، وللقيمة مفاهيم عدة حسب استخدامها وغايتها¹، فمثلا قيمة الأدوات المالية هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. خلق القيمة هو الهدف أي عون اقتصادي، ويتحقق من خلال استثمارات الشركة وتحقيق معدل ربحية أعلى من العائد المطلوب من قبل المساهمين.²

تعرف القيمة على أنها عبارة عن مبلغ مالي يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء، وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر كما يرى بعض الباحثين أن القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين.³

الفرع الثاني: أنواع القيمة

كما ذكرنا سابقا القيمة تتوقف على من يقوم بتقديرها والغرض من ذلك والتوقيت وعوامل أخرى، لذا فإنه لا توجد قيم أخرى، ويمكن إدراج التعاريف أو المفاهيم التالية للقيمة، أو ما يسمى بالمفاهيم العشر للقيمة فيما يلي:

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة-، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2010)، ص11.

² Lesechos, Lexique financier, definition de valeur , web site : [http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_valeur.html\(consultation date 12/09/2015\)](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_valeur.html(consultation date 12/09/2015))

³ بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3، غير منشورة، السنة الجامعية 2009-2010، ص 13.

أولاً: القيمة العادلة: هي القيمة التي يتم بموجبها تبادل أصل أو تسوية التزام بين أطراف كل منهم لديه الرغبة وعلى بيئة من الحقائق ويتعاملان بإرادة حرة.¹

ثانياً: القيمة الاستثمارية: هي نوع من القيمة المألوف لدى المهنيين العاملين في مجال عمليات الاندماج والتملك، وهي عبارة عن قيمة المنافع الاقتصادية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافاً كبيراً من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب، وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية لشركة ما تشمل:

- فرص خلق القيمة المتصورة؛
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛
- مدى إدراك المخاطرة و/أو تقلب القدرة الإيرادية للأصل؛
- الوضع الضريبي للمشتري؛
- تفاؤل المشتري.²

ثالثاً: القيمة التبادلية والقيمة الاستعمالية: القيمة التبادلية هي القيمة التي يستعد المستهلك دفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما، وهو ما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع والمشتري³، أما القيمة الاستعمالية فهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج، ولو كان المنتج قديماً وعديم قيمة التبادل؛ وهو النموذج الأكثر شيوعاً⁴.

رابعاً: قيمة شهرة المحل: شهرة المحل نوع خاص من الأصول غير المادية (المعنوية) وتنشأ عندما

¹ معايير المحاسبة المصرية، قائمة تعريف المصطلحات، المرجع المذكور سابقاً، ص 36.

² عبد العال حماد، طارق. التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة-، المرجع المذكور سابقاً، ص 14.

³ المرجع نفسه، نفس الصفحة.

⁴ عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحكاة المالية دراسة حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 2006-2007، ص 131-132.

تكون للشركة ككل قيمة أكبر من قيمة أصولها المادية والمعنوية، من منظور عملية الاندماج والتملك، يتم حساب قيمة شهرة المحل على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع نظير الشركة المكتسبة والقيمة العادلة للأصول المكتسبة (المادية والمعنوية) مع استبعاد الخصوم.

خامسا: قيمة المشروع المستمر: يبرز مفهوم المشروع المستمر عندما يتم تقدير قيمة شركة ما باعتبارها وحدة عاملة قابلة للاستمرار والنمو ولا يتهدها أي خطر مباشر يهدد بوقف عملياتها.

سادسا: القيمة الدفترية: القيمة الدفترية للأصل هي القيمة الموجود في دفاتر الشركة وهي تالفه الأصل مطروحا منها مجموع الاهتلاك المتراكم، والقيمة الدفترية للشركة تتكون من مجموع القيم الدفترية للأصول الفردية مطروحا منها القيم الدفترية للخصوم الفردية، وفي الإطار المحاسبي يطلق عليها أيضا القيمة الصافية.¹

سابعا: قيمة التصفية: هي القيمة التي يتم الحصول عليها عن طريق تصفية أصول الشركة بسرعة، وبشكل عام هي قيمة منخفضة لأن رغبة المؤسسة في إنهاء بيع هذه الأصول بسرعة أهم من البحث عن أعلى سعر البيع ممكن. وغالبا ما تستخدم لتقدير قيمة الموجودات التشغيلية للشركة على حافة الإفلاس²، كما تعرف بأنها نتاج التقييم المتدني لأصول المؤسسة، وترتكز على معيارين: أحدهما تفاؤلي والذي يعني الانخفاض التدريجي لأصول المؤسسة مع استمرار عملية التصفية، أما المعيار الثاني فهو تشاؤمي، ويتميز بتوقف النشاط، ويقيم الأصل في هذه الحالة بثمن منخفض.

ثامنا: القيمة القابلة للتأمين: القيمة القابلة للتأمين هي قيمة الوحدات النقدية للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما، التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة.³

تاسعا: قيمة الإحلال: القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة تملك الأصل الجديد ذو المنفعة المتساوية،

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة -، المرجع المذكور سابقا، ص 15-16.

² Lesechos, Lexique financier, definition de valeur, op.cit.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة -، المرجع المذكور سابقا، ص 14.

وتقدير التكلفة الإحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث

وتكنولوجيا متطورة، وهي تختلف عن قيمة الإنتاج.¹

عاشرا: القيمة المتبقية: هي صافي القيمة المتوقع الحصول عليها حاليا نتيجة التخلص من الأصل في

نهاية عمره الإنتاجي المتوقع بعد خصم تكاليف التخلص منه.²

بالإضافة إلى مفاهيم أخرى للقيمة نوردتها فيما يلي:

- القيمة المقدرة: وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما أو تقديم خدمة ما، بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك.
- القيمة المضافة : نظرا للصعوبات المالية التي قد تواجهها المؤسسة في النشاط الاستغلالي، فقد تتبنى خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجي لمجابهة الصعاب، وفي هذه الحالة تتنازل المؤسسة عن الأصل بأقل خسارة ممكنة، في حين إذا حققت إيرادات إيجابية، مقارنة مع قيمة الإهلاكات المتبقية، فالصفقة تكون مربحة للمؤسسة ويدرج الفارق في إيرادات خارج الاستغلال. ويمكن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المضافة في: أن الأسلوب الأول تكون المؤسسة في حالة تصفية أو إفلاس أو ما شابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف، نظرا لاستمرار النشاط بشكل عادي لأن يتخلله بعض الصعاب.
- قيمة السوق: تتمثل في سعر البيع لسلعة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب.
- القيمة الجديدة: وتعتمد على معرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب إنفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد مماثل للأصل محل التقييم.

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة -، المرجع المذكور سابقا، ص 14.

² معايير المحاسبة المصرية ، قائمة تعريف المصطلحات، ص 36.

- قيمة الحياة: وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية وهي تعتبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي.
- قيمة الاستغلال: يتم من خلالها تحديد تكاليف اقتناء استثمار يضاهاى الاستثمار محل التقييم، من حيث الخصائص التقنية.
- القيمة المقدرة: وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما أو تقديم خدمة ما، بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك.
- إذن فقيمة المؤسسة تتحدد من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. كما أن القيمة تتوقف على من يقوم بتقديرها والغرض من ذلك والتوقيت وعوامل أخرى ومنه نجد عدة مفاهيم للقيمة.

المبحث الثالث: الأدوات المستخدمة لقياس وتقييم الأداء المالي

بعد التطرق في المباحث السابقة إلى الإفصاح بالقوائم المالية وطرقه وتوقيته المناسب والأداء المالي وعلاقته بقيمة المؤسسة، سنتطرق في هذا المبحث إلى عملية تحليل البيانات المالية الواردة في هذه القوائم والأدوات المستخدمة في عملية قياس الأداء المالي، مع ضرورة التفرقة بين التقليدية منها والحديثة ، وذلك من خلال ما يلي:

المطلب الأول: التحليل المالي للبيانات المالية

حتى نتمكن من قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، لابد أولاً من تحليل البيانات المالية التي تعد مصادر أساسية يعتمد عليه في عملية القياس والتقييم، وهذا ما سيتم التطرق له فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم التحليل المالي

التحليل المالي هو مجموع الأساليب والطرق الرياضية والإحصائية والفنية، التي يقوم بها

المحلل المالي بالاعتماد على البيانات والتقارير والكشوف المالية، من أجل تقييم أداء المؤسسات والمنظمات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل.¹

كما يعرف التحليل المالي على أنه مدخل أو نظام لتشغيل البيانات، لاستخلاص معلومات تساعد متخذي القرارات في التعرف على:

- الأداء الماضي للمؤسسة وحقيقة الوضع المالي والاقتصادي لها في الوقت الحالي.
- التنبؤ بالأداء المالي للمؤسسة في المستقبل وتقييم أداء الإدارة.²

طبقاً لهذا التعريف، التحليل المالي هو نظام لاستخلاص المعلومات من البيانات المتوفرة (خاصة في القوائم المالية) من أجل التعرف على أداء المؤسسة في الماضي وتقييم أدائها الحالي والتنبؤ بأدائها في المستقبل، وذلك من أجل مساعدة الإدارة على اتخاذ القرارات.

وهناك من عرف التحليل المالي بأنه حساب النسب التحليلية من القوائم المالية، وتفسير هذه النسب لمعرفة اتجاهاتها كأساس للقرارات الإدارية.³ نلاحظ أن هذا التعريف ذهب إلى ما ذهبت إليه التعاريف السابقة في كون التحليل المالي أداة لمساعدة الإدارة في اتخاذ القرارات، غير أنه يقتصر على النسب المالية فقط.

كما يعرف التحليل المالي بأنه عبارة عن عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن مؤسسة ما، للحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وتقييم أداء المؤسسات التجارية

¹ وليد الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2004)، ص 21.

² الجمعية السعودية للمحاسبة. المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، (2005)، ص 3.

³ مايكل جولدبرج، وآخرون، التحليل المالي، المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء CGAP ، ترجمة شبكة التمويل الأصغر في البلدان العربية- سنابل وبتنويل من مؤسسة روكديل، (2002)، ص 4.

والصناعية في الماضي والحاضر، وكذلك في تشخيص أية مشكلة موجودة - مالية أو تشغيلية - وتوقع ما سيكون عليه الوضع في المستقبل¹ من خلال استكشاف أو اشتقاق مجموعة

من المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط المؤسسة، تساهم في تحديد أهمية وخواص الأنشطة التشغيلية والمالية لها، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية ومصادر أخرى، حيث يتم استخدام هذه المؤشرات بعد ذلك في تقييم أداء المنشأة بقصد اتخاذ القرارات.²

من خلال ما سبق يتضح أن التحليل المالي عبارة عن نظام متكون من مجموعة من المدخلات -تتشكل أساساً من البيانات الواردة في القوائم المالية - يتم معالجتها باستخدام عدة أساليب وطرق رياضية وإحصائية وفنية، بهدف تقديم جملة من المخرجات التي تستخدم في التعرف على أداء المؤسسة في الماضي وتقييم أدائها الحالي والتنبؤ بأدائها في المستقبل، وذلك من أجل مساعدة الإدارة على اتخاذ القرارات المناسبة.

الفرع الثاني: أساليب التحليل المالي للبيانات المالية

يعتبر التحليل المالي للبيانات المحاسبية المنشورة، الوسيلة التي تمكن من استنباط مجموعة من المؤشرات المالية عن أنشطة الشركة كمصدر للبيانات، حيث يقوم التحليل المالي مهما كان اتجاهه على عنصر المقارنة، لذا تتعدد أساليبه حسب اتجاه وطبيعة ومجال هذه الأخيرة.

أولاً: التحليل الرأسي للبيانات المالية: يتمحور هذا الأسلوب من التحليل على تحويل الأرقام الواردة في الميزانية العمومية وكشف الدخل، إلى نسب مئوية، تبين لـلا من المكونات الخاصة بهذين الكشفيين، بحيث أن إجمالي كل من الأصول والخصوم وحق الملكية تتحول من أرقام مطلقة إلى رقم مئوي

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، المرجع المذكور سابقاً، (2006)، ص232.

² محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والانتمائي، ط2 عمان: دار وائل للنشر، (2006)، ص3.

مجموعها يكون مساوياً 100 %، يعمل هذا النوع من التحليل على تشخيص نوعية النشاط الذي

حقق مساهمة في النشاط الإجمالي للشركة من جانب واكتشاف سلوكه وتقييمه من جانب آخر.¹

لقد تم توجيه مجموعة من الانتقادات إلى هذا الأسلوب التحليلي، كونه يعتبر تحليلاً ساكناً لا

يمكنه أن يعبر عن الصورة الكاملة لأداء الشركة، لأنه يحتاج إلى قائمتين من سنة مالية واحدة.

ثانياً: التحليل الأفقي: يتمحور منهج هذا الأسلوب حول توضيح نسبة النمو أو الانخفاض في فقرات

الميزانية العمومية، وكشف الدخل لفترات زمنية قد تكون لسنوات سابقة أو لسنة الأساس، أو بتعريف

آخر يبين نسبة الانخفاض أو النمو في المركز المالي للشركة وإيراداتها خلال فترة زمنية محددة، حيث

يطلق عليه في بعض الأحيان اسم التحليل المتحرك، لأنه يركز على معرفة اتجاه تطور فقرات القوائم

المالية، كما يمكن توضيحه على وفق الصيغة الرياضية التالية:²

$$\text{نسبة النمو أو الانخفاض} = (\text{قيمة الفقرة للسنة الحالية} - \text{قيمة الفقرة للسنة السابقة}) / (\text{قيمة الفقرة لسنة الأساس}) \times 100$$

تم توجيه مجموعة من الانتقادات لهذا الأسلوب التحليلي، كونه لا يتميز بفعالية، إلا إذا تم

ربطه مع التحليل العمودي لجعله أكثر استدلالاً، لاسيما على فقرات رأس المال العامل للموجودات

والمطلوبات، كونها تعتبر الأكثر تغيراً وذات قابلية للتصفية الذاتية خلال السنة المالية.

المطلب الثاني: الأدوات التقليدية لقياس وتقييم الأداء المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأدوات التقليدية لقياس وتقييم الأداء المالي، ممثلة في إدارة رأس

المال العامل والنسب المالية من خلال ما يلي:

الفرع الأول: إدارة رأس المال العامل

أفضل مؤشر يمكن أن يبين مدى احترام قاعدة التوازن المالي الأدنى، المتمثلة في أن الموارد

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، عمان: دار النشر والتوزيع، (2008)، ص 94.

² عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، (2008)، ص 49.

المستخدمة لتمويل أصل أو استعمال ما (استثمارات، مخزون، حقوق) يجب أن يبقى تحت تصرف المؤسسة لفترة من الزمن، على الأقل مساوية لفترة ذلك الأصل، هو مؤشر رأس المال العامل، الذي سنتناوله من خلال ما يلي.

أولاً: مفهوم رأس المال العامل وأهميته

يعبر رأس المال العامل عن جزء من الأموال المتميزة بدرجة استحقاقية ضعيفة، والذي يستخدم لتمويل عناصر الأصول التي تمتاز بدرجة سيولة مرتفعة¹، أما أهميته فتتجلى من خلال الأمان الذي يوفره للمؤسسة، فهو هامش أمان يمكن المؤسسة من مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدثها

بعض عناصر الميزانية الأقل من سنة.²

ثانياً: طرق حساب رأس المال العامل

يمكن حساب رأس المال العامل بأسلوبين هما:

أ- أسلوب أعلى الميزانية: في هذه الحالة يساوي الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة.

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة = (الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل) - الأصول الثابتة

هذا الأسلوب يركز على تحديد أصل رأس المال العامل والمتغيرات المحددة له.

ب- أسلوب أسفل الميزانية: في هذه الحالة يساوي رأس المال العامل الفرق بين الأصول المتداولة

والديون قصيرة الأجل.³

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - ديون قصيرة الأجل = (المخزونات + قيم محققة + قيم جاهزة) - ديون قصيرة الأجل

ثالثاً: احتياجات رأس المال العامل

احتياجات رأس المال العامل هو الآخر مؤشر للتقييم مكمل لرأس المال العامل، لا يمكن

¹ Aburland.j.y.Eglen, op.cit,p:138.

² الياس بن ساسي ، يوسف قريشي، التسيير المالي(الإدارة المالية)، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2006)، ص 68-69.

³ المرجع نفسه، ص 72-73.

الاستغناء عنه لأن رأس المال العامل وحده لا يكفي للحكم على التوازن المالي، وخاصة عند دراسة تطوره، لأن ارتفاع رأس المال العامل من سنة لأخرى لمؤسسة ما، لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض الاحتياج منه.

أ- مفهومه: يرتبط الاحتياج من رأس المال العامل ارتباطا شديدا بدورة الاستغلال، لذا يصعب إدراك مفهومه إلا باستعراض هذه الأخيرة، تتمثل دورة الاستغلال في الفترة الزمنية التي تنحصر بين لحظة عملية شراء المواد الضرورية لسير النشاط ولحظة تحصيل المؤسسة نقدا ما لها من حقوق على عملائها.¹

يتمثل احتياج رأس المال العامل بـ (BFR) في الجزء من احتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة باستثناء القيم الجاهزة (المخزون والقيم المحققة) غير مغطى بالديون قصيرة الأجل (موارد الدورة) ويضم هذا الاحتياج عنصرين هما احتياج رأس المال العامل للاستغلال (BFRE)، واحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE)؛ حيث النوع الأول مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، أي يرتبط مباشرة بالنشاط العادي؛ أما النوع الثاني فهو استثنائي غير متكرر ولا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة²، يمكن التعبير عن الاحتياج من رأس المال العامل رياضيا كما يلي:³

$$\text{احتياج رأس المال العامل (BFR)} = \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال (BFRE)} + \text{احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE)}.$$

ب- طرق حساب احتياج رأس المال العامل: يمكن حساب احتياج رأس المال العامل بطريقتين هما:
- طريقة دراسة الميزانية: يتمثل احتياج رأس المال العامل في الفرق بين الأصول المتداولة عدا الخزينة والديون قصيرة الأجل عدا السلفات المصرفية.

¹ ناصر داداي عدون، تقنيات مراقبة التسيير (تحليل مالي)، الجزء الأول، الجزائر : دار المحمدية العامة، (2001)، ص 60.

² المرجع نفسه ، ص 61.

³ - Aburland.j.y.Eglen,op-cit, p 139.

- نلاحظ أن الخزينة لم تأخذ بعين الاعتبار، وهذا لعدم اعتبارها احتياجا للدورة، وكذلك السلفات المصرفية وهذا لطبيعتها، لأنها في الغالب تكون في شكل ديون سائلة لفترة قصيرة جدا تمنح للمؤسسة في آخر الدورة للتسوية.

احتياج رأس المال العامل = احتياجات الدورة - موارد الدورة

$$= (\text{قيم الاستغلال} + \text{قيم محققة}) - (\text{الديون (ق.أ)} - \text{سلفات مصرفية})$$

- إذا كان الفرق موجبا فهذا يدل على أن احتياجات التمويل لم تغط كليا بموارد الدورة، وبالتالي فإن المؤسسة بحاجة لرأس مال عامل لتمويل احتياجاتها، أما في حالة الفرق السالب فهذا يعني أن جميع احتياجات التمويل مغطاة بموارد الدورة، وبالتالي فالمؤسسة ليست بحاجة إلى موارد تمويل، بل يجب على المؤسسة أن تفكر في استغلال الفائض في الاستثمار لرفع مردوديتها.
- طريقة رأس المال العامل المعياري: تقدم هذه الطريقة نتائج أدق من نتائج طريقة دراسة الميزانية، والأساس الذي تبنى عليه هذه الطريقة هو وجود فوارق زمنية بين التدفقات الداخلة والخارجة من النقدية، وليس كل تدفق له علاقة مع الخزينة، فتدفقات الخزينة المعنية هي تلك التي في العلاقة مع عناصر احتياج رأس المال العامل، وتتمثل هذه العناصر بصفة عامة في البضاعة، مواد أولية، المنتجات التامة، المنتجات نصف مصنعة، العملاء وأوراق القبض، موردين وأوراق الدفع. وحسب هذه الطريقة يجب حساب نسبتي لكل عنصر من عناصر احتياج رأس المال العامل وهما: نسبة مدة دوران أو مدة تسديد معبرا عنهما بالأيام، ومعامل الترجيح الذي يعبر عنه بنسبة كل عنصر إلى رقم الأعمال خارج الرسم.¹

الفرع الثاني: النسب المالية

بالرغم من أن النسب المالية قد ظهرت وتم استخدامها من نحو أكثر من قرن من الزمن، إلا

¹ ناصر دادي عدون، المرجع المذكور سابقا، ص 61.

إنها تمثل إحدى أدوات التحليل المالي التي يتم الاعتماد عليها من قبل المستثمرين والدائنين والبنوك وغيرهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

أولاً: مفهوم النسب المالية: يعتبر تحليل النسب المالية لمؤسسة ما هو الخطوة الأولى في التحليل المالي ومن المؤكد أن المساهمين هم أحد أبرز الأطراف المستفيدة من تحليل النسب المالية، التي تهتم بمعرفة كفاءة المؤسسة وربحياتها ونسب مديونيتها، لذلك يكون من المهم لها تحديد العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسة، فكلما زادت كفاءة الشركة الإنتاجية زادت ربحيتها ، ومن ثم تزداد الأرباح الموزعة على المساهمين، وينعكس ذلك بدوره على تحسين سعر أسهمها في السوق، ويصبح العائد على الاستثمار في أسهمها أعلى، لذلك يهتم المساهمون بتحليل المركز المالي للمؤسسة لتحديد مدى جاذبية الاستثمار في أسهمها.

النسب المالية هي عبارة عن علاقة كسرية بين رقمين من أرقام القوائم المالية، أحدهما في البسط والآخر في المقام، وتحمل العلاقة بينهما مدلولاً معيناً. ولا يكفي حساب النسب المالية الفعلية للمؤسسة للحكم على كفاءتها المالية، حيث ينبغي لتحقيق ذلك مقارنة هذه النسب الفعلية بمعايير أو أنماط محددة سلفاً، وهناك ثلاثة أنواع من المعايير أو الأنماط، التي يمكن الارتكاز عليها في المقارنة ومن ثم في الحكم على الأداء المالي للمؤسسة، نعرض لها تباعاً فيما يلي.

أ - المعايير المطلقة: وهي تلك النسب أو المعدلات التي أصبح استعمالها في مجال التحميل المالي لمتعارف عليه في جميع المجالات، وذلك بغض النظر عن نوع الشركة ووقت التحميل والغرض منه. ويؤخذ على المعايير المطلقة [أداة للحكم على الأداء المالي للمؤسسات، أنها معايير ضعيفة لكونها تعتمد في اشتقاقها على متوسطات للنسب السائدة على مستوى الاقتصاد ككل وبغض النظر عن القطاع أو الصناعة.

ب - معايير الصناعة: وهي المعايير المحسوبة عمى أساس المتوسطات السائدة على مستوى الصناعة، هذه المعايير أكثر دقة وقدرة على الحكم عمى النسب المالية الفعلية المستخرجة من الشركات التي تنتمي للصناعة، وبالتالي فالمعايير التي تخص الصناعة تفضل عن المعايير المطلقة في حالة تواجدها، حيث تكون أكثر قربا من التعبير عن ظروف حال الشركات التي تنتمي للصناعة.

ج -المعايير الخاصة بالشركة: وهي متوسطات تحسب على أساس السلسلة التاريخية للنسب المالية الخاصة بالشركة ذاتها، ومن ثم يطلق عليها المعايير التاريخية، وتستخدم هذه المعايير عادة في حالة عدم وجود معايير على مستوى الصناعة أو معايير مطلقة¹.

ثانيا: أنواع النسب المالية المستخدمة في التحليل المالي

تعتمد المؤسسة في تحليلها لمركزها المالي على دراسة العلاقة بين عناصر القوائم المالية، ثم تفسير ومقارنة تلك العلاقات مع النسب المعيارية المستمدة من القطاع الذي تنشط فيه هذه المؤسسة، أو من تلك الموضوعية من قبل المؤسسة نفسها، والمتعارف عليها بين المحللين الماليين، حيث تعرف تلك العلاقات باصطلاح النسب المالية، ولقد صنفنا النسب المالية وفقا للنشاط أو المهمة المراد تقييمها داخل المؤسسة إلى أربع مجموعات رئيسية هي: النسب الهيكلية، نسب المديونية، نسب المردودية، نسب السيولة.

1/ النسب الهيكلية: هي مجموعة النسب التي تفيد المحلل المالي في تشخيص التوازنات المالية (وكذلك) للمؤسسة على المدى المتوسط والطويل، ويتم من خلالها تقييم سياسة الاستثمار، وكذا السياسة المنتهجة من طرف المؤسسة.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، المرجع المذكور سابقا، ص76.

أ - نسب التمويل الدائم: وهي تقيس مدى قدرة المؤسسة على تمويل أصولها الثابتة باستخدام الأموال الدائمة وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \text{أموال دائمة} / \text{أصول ثابتة}$$

فإذا كانت النسبة أكبر من الواحد، يعني أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، أو بمعنى آخر رأس المال العامل الصافي أكبر من الصفر وهذا يدل على حالة التوازن، إذا كانت النسبة أقل من الواحد يعني أن رأس المال العامل الصافي أقل من الصفر وهذا يدل على حالة عدم التوازن، لأن الأموال الدائمة الموجودة تحت تصرف المؤسسة لفترة طويلة، تتناسب مع الأصول الثابتة وتكون غير كافية لتمويل هذه الأخيرة، وبالتالي تكون المؤسسة قد لجأت إلى الديون قصيرة الأجل لتمويلها وهي وضعية ليست سليمة، إذا كانت النسبة تساوي الواحد معناه رأس المال العامل الصافي يساوي الصفر وهذا يدل على أن الأموال الدائمة = الأصول الثابتة وبالتالي لم يبق هامش، والذي يمثل رأس المال العامل الصافي يستعمل في تمويل دورة الاستغلال .

ب - نسبة التمويل الذاتي: تعتبر الأموال الخاصة مصدر دائما يستخدم في تمويل الأصول الثابتة للمؤسسة بمواردها الخاصة و تعطى نسبة التمويل الذاتي بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \text{أموال خاصة} / \text{أصول ثابتة}$$

نسبة التمويل الذاتي تعطي مدى تغطية المؤسسة لاستثمارها بأموالها الخاصة، إذا كانت هذه النسبة مساوية للواحد، فإن رأس مال العامل الخاص مساويا للصفر، وتكون الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون الطويلة إن وجدت، فهي تغطي الأصول المتداولة ويكون رأس المال العامل الصافي أكبر من الواحد، إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني أن المؤسسة تمول قيمتها الذاتية بأموالها الخاصة، وهناك فائضا من هذه الأموال، بالإضافة إلى ديون طويلة لتمويل الأصول المتداولة. وهذا ما ليس مفيدا للمؤسسة، لأن الديون طويلة الأجل عليها فوائد والأصول المتداولة ليس عليها فوائد.

2/ نسب المديونية: هي النسب التي تقيس مدى استقلالية المؤسسة ماليا ومدى قدرتها على تسديد ديونها.

أ- نسبة الاستقلالية المالية: لمعرفة مدى استقلالية المؤسسة ماليا يتم مقارنة الأموال الخاصة بمجموع

الخصوم : نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

يجب أن لا تتخفف هذه النسبة عن 0.5 ، أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة أقل من 50 % من

مجموع الخصوم، والا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن مواردها مشككة بأكثر من 50 % من

الديون.

ب- نسبة قابلية التسديد: تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها، بمقارنة مجموع الديون بمجموع

الأصول، وتعطى بالعلاقة التالية:

نسبة قابلية التسديد = مجموع الديون / مجموع الخصوم

عموما إذا كانت هذه النسبة أقل من 0.5 معنى ذلك أن المؤسسة لها ضمانات لديون الغير

وبالتالي لها الحظ في الحصول على ديون أخرى في حالة طلبها، إذا كانت هذه النسبة أكبر من 0.5

معنى أن ديون المؤسسة تمثل أكثر من 50 % من مجموع أصولها وبالتالي فإن أكثر من 50 % من

أصول المؤسسة ممولة بالديون.

3/ نسب السيولة: هي تلك النسب التي تهدف لتحليل وتقييم رأس المال العامل والتعرف على درجة

سيولة المؤسسة على المدى القصير¹، أي أن الاهتمام سيكون بعناصر الأصول المتداولة والالتزامات

المتداولة، فالأهمية النسبية لعناصر الأصول الأكثر سيولة، التي تعبر عن إمكانية المنشأة في تسديد

الالتزامات المتداولة التي مدتها أقل من سنة² ، وبما أن هذه الالتزامات يتم تسديدها من النقدية أو

¹دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، (2007)، ص83.

²دريد آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار المناهج للنشر، (2006)، ص60.

شبه النقدية، لذلك يجب على المؤسسة أن تحتفظ بمقادير كافية من هذه الأصول (التي يسهل تحويلها إلى نقدية) تفوق وتزيد عن مقدار الخصوم المتداولة، وتعتبر النسبة التالية عن سيولة أصول المشروع. وتتمثل هذه النسب فيما يلي:

لـ نسبة السيولة العامة: تسمى سيولة رأس مال العامل، وتبين هذه الأخيرة مدى قدرة المؤسسة على تغطية الديون قصيرة الأجل بأموالها المتداولة التي يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية في المواعيد التي تتفق مع تاريخ استحقاق وتعطى هذه العلاقة:

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}^1$$

يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد، لكي تتمكن المؤسسة من تسديد ديونها وتحقيق رأسمال عامل موجبا. أما إذا كانت هذه النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن المؤسسة لديها رأسمال معدوم، أي عدم وجود هامش ضمان لمكان المؤسسة من الوفاء بالتزاماتها، أما إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن المؤسسة في حالة سيئة، وعليها أن تراجع هيكلها المالي بزيادة الديون الطويلة أو تخفيض ديونها القصيرة وزيادة أصولها المتداولة.

بـ نسبة السيولة المخفضة، المختصرة: تسمى السيولة المختصرة، وهي تبين مدى كفاءة المؤسسة في تغطية الالتزامات الجارية بالأصول سريعة التداول، وتعطى بالعلاقة:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{(\text{أصول المتداولة} - \text{المخزون})}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

عادة قيمة هذه السيولة تتراوح بين 0.3 كحد أدنى و0.5 كحد أقصى، إذا كانت مرتفعة فهي تدل على الحالة الجيدة وامكانية الدفع دون صعوبات، أي تكون القيم الجاهزة وغير الجاهزة تساوي نصف الديون القصيرة أو أقل.

¹ Jérôme Caby, Jacky Koehl, Analyse financière, 2e édition , pearson education, paris, (2012), p131.

جـ - نسبة السيولة الحالية: تمكن هذه النسبة من مقارنة مبلغ السيولة الموجودة تحت تصرف المؤسسة في أي وقت بالديون قصيرة الأجل¹ وتعطى بالعلاقة:

$$\text{نسبة السيولة الحالية} = \text{قيم جاهزة} / \text{ديون قصيرة الأجل}$$

حدودها بين 0.2 كحد أدنى و 0.3 كحد أقصى، إذا كانت مرتفعة معناه وجود أموال مجمدة كان من الممكن توظيفها في استخدامات أخرى وتعطي أكثر مردودية أي القيم الجاهزة غطت كل الديون القصيرة وبقي فائض منه جامدا لم يستخدم.

د- نسبة سيولة الأصول: تمكن هذه النسبة من تقييم رؤوس الأموال المتداولة بمجموع الأصول وتتغير هذه النسبة بتغير فروع النشاط، فنجدتها في المؤسسات التجارية غالبا أكبر من 0.5 وحتى تكون وضعية المؤسسة جيدة، في هذه الحالة يجب أن تكون حركة الأصول المتداولة سريعة وتحقق أرباحا²، وتعطى بالعلاقة:

$$\text{نسبة سيولة الأصول} = \text{الأصول المتداولة} / \text{مجموع الأصول}$$

إن ارتفاع هذه النسبة يدل على أن المؤسسة تستثمر معظم أموالها في الأصول القابلة للتحويل إلى نقدية في المدى القصير، وبالعكس انخفاضها يدل على ارتفاع قيمة الاستثمارات مما يعطي للمؤسسة إمكانية تحسين مردوديتها على مدى طويل.

4/ نسب المديونية: تقيس هذه النسب درجة المديونية وتستطيع من خلالها الجهات المستفيدة (المقرضون والملاك) معرفة مصير مديونيتها وقدرة المؤسسة على تسديد الالتزامات المالية تجاه الغير.³

¹ جورج فوستر، تحليل القوائم المالية، ترجمة: على احمد كاجيجي، خالد. ولد فال محمد، إبراهيم. الرياض: دار المريخ للنشر، (2011)، ص83.

² مؤيد الدوري، نور الدين زناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة الأولى، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، (2003)، ص76.

³ حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقا، ص 133.

بوجه عام تركز نسب المديونية على قياس مقدرة المنشأة على خدمة الديون طويلة الأجل وسدادها عندما يحين أجل استحقاقها، كما أنه عندما يحين أجل استحقاق تلك الديون، فإن المنشأة يجب أن تكون قادرة على سداد تلك الديون إما من أموالها الخاصة (حقوق الملكية) أو الاقتراض من جديد، ولا شك أن قدرة المنشأة على الحصول أو على سداد تلك الديون طويلة الأجل، غالبا ما تعتمد أو ترتبط بمقدرة المنشأة على الحصول على رأس المال من المساهمين، ومن هنا فإن العلاقة بين حقوق المساهمين وحقوق الدائنين يجب أن يتم توضيحها وتقييمها معا، أي هي النسب التي تقيس مدى استقلالية المؤسسة ماليا ومدى قدرتها على تسديد ديونها.

لـ نسبة الاستقلالية المالية: لمعرفة مدى استقلالية المؤسسة ماليا، يتم مقارنة الأموال الخاصة بمجموع الخصوم :

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

يجب أن لا تتخف هذه النسبة عن 0.5 ، أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة أقل من 50 % من مجموع الخصوم. والا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها، لأن مواردها مشككة بأكثر من 50 % من الديون. ب — نسبة قابلية التسديد: تقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها بمقارنة مجموع الديون بمجموع الأصول وتعطى بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

إذا كانت هذه النسبة أقل من 0.5 معنى ذلك أن المؤسسة لها ضمانات لديون الغير وبالتالي لها الحظ في الحصول على ديون أخرى في حالة طلبها. أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من 0.5 (طبعاً، منطقياً أنها أقل من الواحد) معنى أن ديون المؤسسة تمثل أكثر من 50 % من مجموع أصولها وبالتالي فإن أكثر من 50 % من أصول المؤسسة ممولة بالديون.

5/ نسب المردودية: تعرف أيضاً بنسب الربحية، فالمردودية معيار مهم لتقييم أداء المؤسسة الاقتصادية حيث تعبر عن قدرة وسائل المؤسسة على تحقيق نتائج جيدة، وهي "العلاقة بين النتائج التي تحققها

المؤسسة والوسائل المستخدمة في ذلك"، فقياسها يسمح للمديرين معرفة كفاءة ورشد المؤسسة في استخدام مواردها¹، كما تمكن هذه النسب من قياس نتيجة أعمال المشروع [كفاءة السياسات والقرارات الاستثمارية المتخذة في الإدارة العليا.² أي المردودية هي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح في إطار نشاطاتها وينبغي أن تكون هذه المردودية دائمة لتحقيق أرباح متتالية، كما تقيس نسب المردودية نتائج النسب المالية، حيث أنها تبين مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة، كما أنها تعبر عن محصلة نتائج السياسات والقرارات التي اتخذتها المؤسسة فيما يتعلق بالسيولة والدفع المالي وهي بذلك تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة.

أ- نسبة المردودية المالية: تعبر عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة، وتسمى أيضا معدل العائد على الأصول الخاضعة³ وتعطى بالعلاقة:

$$\text{نسبة المردودية المالية} = (\text{نتيجة الدورة الصافية/الأموال الخاصة}) \times 100$$

كلما زادت هذه النسبة كلما دل على وجود تسيير أمثل من طرف المؤسسة لمواردها المالية، وكلما قلت أو انعدمت، كلما لزم على المؤسسة إعادة النظر في سياسة استثمارها للموارد المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

ب- نسبة المردودية الاقتصادية: تعتبر النسبة الأفضل لقياس ربحية العمليات، خاصة عند المقارنة بين المؤسستين، حيث الأرباح التي تحققها المؤسسة من عملياتها يجب أن تكون كافية وتسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على الأصول التي تستخدم لتنفيذ عملياتها⁴:

¹ دريد آل شبيب، المرجع المذكور سابقا، ص83.

² المرجع نفسه ، ص76.

³ La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, bulletin n° 134 – février 2005,p11,site web :

[https://www.banque-](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf)

[france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf](https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf) (consultation date 25-07-2015)

⁴ La banque de France, op-cit, p06.

نسبة المردودية الاقتصادية = (نتيجة الدورة الصافية /مجموعة الأصول) $\times 100$

ج – نسبة المردودية التجارية (معدل دوران الأصول الثابتة): تقيس هذه النسبة مدى كفاءة الأصول الثابتة، حيث كل دينار مستثمر من الأصول الثابتة يعطي "x" دينار من المبيعات وكلما كانت الأصول غير مستغلة يجب أن تتخلص منها المؤسسة لأنها تشكل عبئا عليها و تعطى بالعلاقة التالية:

نسبة المردودية التجارية = (نتيجة الدورة الصافية /الأصول الثابتة) $\times 100$

6/ نسب السوق (الأسهم): هي مجموعة من النسب المالية توضح علاقة سعر السهم مع الأرباح والتدفقات النقدية والقيمة الدفترية للسهم وذلك تعطي صورة للمستثمرين عن وضع الشركة السابق والمتوقع¹، وتعتبر النسب الخاصة بالسوق الأسهم من أهم النسب لأن المستثمرين والمقرضين وبنوك الاستثمار والمحللين للأوراق المالية يستخدموا هذه النسب لتحقيق أهدافهم وغاياتهم.² (سيتم التطرق لها في الفصل الموالي عند دراسة مؤشرات تقييم الأسهم).

المطلب الثالث: الأدوات الحديثة لقياس وتقييم الأداء المالي

مع التغير الجذري في بيئة الأعمال، خاصة في دور الإدارة المالية التي أصبح هدفها تعظيم ثروة الملاك أولاً، حدث تغير جذري في أساليب تقييم الأداء المالي، حيث تم تجاوز التقييم المحاسبي إلى التقييم الاقتصادي، ومن أكثر الأساليب الحديثة في التقييم نجد القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي سيتم التطرق لها فيما يلي:

الفرع الأول: القيمة الاقتصادية المضافة

سنتناول في هذا المطلب القيمة الاقتصادية المضافة وأهميتها كأداة من أحدث أدوات المعتمدة

في قياس الأداء المالي، وحساب القيمة الاقتصادية للمؤسسات الاقتصادية من خلال ما يلي:

¹ Brigham, Eugene F. Michael C, "Fundamentals Financial of Management", USA: Bruce Rogovin , (2005), p454.

² خلدون الشديفات، إدارة وتحليل مالي، الطبع الأولى، عمان: دار وائل للطباعة للنشر، (2001)، ص 131.

أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)* هو أسلوب للإدارة وضعتها مجموعة ستيرن ستيوارت للاستشارة (Stern Stewart & Company consultant group)، وتوفر هذه التقنية وسيلة لحساب القيمة الاقتصادية التي أنشأتها الشركة على مدى فترة من الزمن¹. حيث تفسر على أنها إحدى أدوات إدارة المؤسسة التي تعمل على إحداث قيمة لها، كما أنها فسرت وبشكل خاص من قبل وضعها في عام 2002 على أنها مقياس يعتبره المحاسبون والمدراء الماليون كأساس لاحتساب قيمة الأسهم المتداولة في السوق².

لقد عرف Stern Stewart & Company consultant group القيمة الاقتصادية المضافة على أنها مقياس للأنجاز المالي، وتعتبر أقرب من أي مقياس آخر لتقدير الربح الحقيقي والذي عبر عنه رياضياً بأنه صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب (NOPAT) مطروح منه حاصل ضرب رأس المال بكلفة رأس المال³، و EVA هي الإجابة على السؤال: إذا قمت بالاستثمار، هل سيحقق عوائد تفوق المخاطر ويضيف قيمة حقيقية للشركة؟⁴

مؤشر EVA تعتبر أفضل مؤشر لخلق القيمة بالنسبة للمساهمين، وبالتالي يجب أن يعتمد

هذا المؤشر من قبل المدراء في اتخاذ أي قرار. وعلاوة على ذلك، فمن الضروري توفير حوافز

للمدراء لاستخدام هذا المؤشر كأداة أساسية في عملية صنع القرار⁵.

*باللغة الانجليزية تعرف بـ: Economic Value Added (EVA®) وهي علامة مسجلة لـ Stern Stewart & Company consultant group

¹ Bartolomé Deyá Tortella, Sandro Brusco . The Economic Value Added: An Analysis of Market Reaction,p2, website: http://dea.uib.cat/digitalAssets/123/123505_tdeyaeva.pdf (consultation date 31-07-2015)

²تأثر عدنان قدومي، وآخرون. أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، (2011)، ص7.
³المرجع نفسه، ص8.

⁴Jeff Haden, Should You Track Economic Value Added, website: <http://www.inc.com/jeff-haden/what-is-economic-value-added.html> (consultation date 31-07-2015)

⁵ Bartolomé Deyá Tortella, Sandro Brusco .op-cit,p3.

كما يستند مؤشر EVA على مبدأ أن إدارة الشركة توظف حقوق الملكية (equity capital) لكسب الربح، لكن يجب عليه دفع مقابل استخدام حقوق الملكية¹، ممثلة في تكلفة رأس المال المعبرة عن الحد الأدنى المطلوب للعائد من وراء استثمار رأس المال في هذا المشروع بالتحديد، في مقابل عدم الاستثمار في فرصة بديلة.

ثانياً: حساب القيمة الاقتصادية المضافة:

الخطوة الأولى في حساب EVA هي إجراء تعديلات على صافي دخل الشركة من أجل حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT. هذه التعديلات ضرورية نتيجة ارتفاع قيمة صافي دخل الشركة المحسوبة وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً (GAAP)، والذي غالباً ما يشوه الحقائق الاقتصادية الحالية للشركة. فالتفاوت بين صافي الدخل الشركة المحسوب على أساس GAAP والحقائق الاقتصادية الحالية يعزى إلى حد كبير إلى التحيز المحافظ الذي يميز GAAP، ومن أمثلة هذا التحيز المحافظ الاعتراف بالخسائر غير المحققة عند وقوعها وتأخير الاعتراف بالأرباح غير المحققة، إظهار الأصول بالتكلفة التاريخية بدلاً من قيمتها السوقية، وتدوين الأصول المعمرة عندما تكون انخفضت قيمته، ورغم أن هذا التحيز هو لمصلحة المساهمين والدائنين في الشركة لكنه يقدم بيانات مالية لا تعكس الأداء الفعلي للشركة.² والجدول التالي يلخص كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

¹ Gregory T. Fraker, Using Economic Value Added (EVA) to Measure and Improve Bank Performance, 2006 Paper Writing Contest RMA – Arizona Chapter, p2, website: <http://www.rmaaz.org/pictures/measuringbankperformance.pdf> (consultation date 31-07-2015)

² Gregory T. Fraker, op-cit, p2.

جدول رقم (05): كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة

صافي الربح التشغيلي
+ الزيادة في مخصص الديون المعدومة
+ الزيادة في [اللفة البحث والتطوير
+ الزيادة في احتياطي تقييم المخزون
+ إطفاء شهرة المحل
+ الخسائر غير العادية
- الأرباح غير العادية
- [اللفة الاستثمار
= القيمة الاقتصادية المضافة

المصدر: عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، المرجع المذكور سابقا ، ص 139 .

كما يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA من خلال المعادلة الآتية:

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t \times WACC_t$$

حيث أن:

$$EVA_t = \text{القيمة الاقتصادية المضافة.}$$

$$NOPAT = \text{صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.}$$

$$C_t = \text{رأس المال طويل الأجل.}$$

$$WACC_t = \text{التكلفة المرجحة لرأس المال.}^1$$

ثالثا: مزايا التحول نحو القيمة الاقتصادية المضافة

يمكن القول أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج لتقييم الأداء يتسم بالشمولية، فقد أجمعت البحوث العلمية التي تناولت هذا الموضوع على أن استخدام هذا المعيار في الإدارة المالية للمؤسسات سوف يحقق ما يلي:

أ- يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والحقيقي لثروة الملاك؛

ب- يستخدم كمؤشر حقيقي لتقييم الأداء المالي ؛

¹ Bartolomé Deyá Tortella, Sandro Brusco .op-cit,p6.

ت-يسمح تطبيق EVA أن تكون القرارات المالية مندمجة ومقيمة بقيمتها الحقيقية؛

ث-أداة مهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتوقعة؛

ج-تطبيق EVA في المؤسسات يضمن الاستثمار في مشروعات ذات عائد أكبر من تكلفة هذه

الاستثمارات؛

ح-القيمة الاقتصادية المضافة تحدد سير الإدارة باتجاه تحديد أسعار الأسهم.¹

الفرع الثاني: القيمة السوقية المضافة

بعد التطرق إلى القيمة الاقتصادية المضافة وأهميتها كأداة حديثة لقياس الأداء المالي، سنتناول

في هذا الفرع القيمة السوقية المضافة باعتبارها هي الأخرى من أحدث الأدوات المعتمدة في قياس

الأداء المالي وحساب القيمة الاقتصادية للمؤسسات الاقتصادية فيما يلي:

أولاً: مفهوم القيمة السوقية المضافة*

مفهوم القيمة السوقية المضافة، مستمد من الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال

المستثمر فيها. فعندما تكون القيمة السوقية أقل من تكلفة رأس المال المستثمر، هذا يعني أن الإدارة

لم تقم بعمل جيد لخلق قيمة مضافة باستخدام حقوق الملكية المتاحة لها من قبل المستثمرين.²

يمكن أيضاً تعريف القيمة السوقية المضافة بدلالة القيمة الاقتصادية المضافة، إذ هي عبارة عن

القيمة الحالية لجميع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية لمؤسسة ما³، فمن خلال زيادة قيم EVA

تتمكن المؤسسة من زيادة قيمة MVA الخاصة بها.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، (2008)، ص 174.

* MVA اختصار باللغة الانجليزية لـ Market Value Added

² Accountingtools, Financial Ratios, Market Value Added ,Website : <http://www.accountingtools.com/market-value-added>

³ M. Thenmozhi, market value added and share price behavior an empirical study of Business companies, Delhi Business Review , Vol 1, No 1, January 2000,website : http://www.delhibusinessreview.org/v_1n1/dbrv1n1g.pdf

من هنا يمكن أن نميز بين مضمون المعيارين (MVA و EVA)، فمقياس القيمة الاقتصادية المضافة شكل نمطاً ومنهجاً للتقييم الداخلي، في حين يعرض معيار القيمة السوقية المضافة تقييم للأداء الخارجي. هذا يعني أن معيار القيمة السوقية المضافة لا يعكس فقط ثروة حملة الأسهم، بل يعكس أيضاً تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للمؤسسة ككل، أي أن القيمة السوقية المضافة تعرض كيفية قيام السوق المالي بتقييم أداء المؤسسات من خلال المقارنة بين القيمة السوقية للقروض والقيمة السوقية لحق الملكية مع رأس المال المستثمر.¹

ثانياً: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة بعدد من العوامل الرئيسية، بعضها يؤثر بالزيادة والآخر بالنقصان، وسيتم إيراد هذه العوامل فيما يلي:

أ- معدلات النمو: أي العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر في المؤسسة، فيجب أن يكون هناك نمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي تفوق كلفة رأس المال المستثمر لكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة.

ب- كثافة رأس المال المستثمر: أي مقدار رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات، فكلما قلّ رأس المال المستثمر لتحقيق دينار واحد من الإيرادات، كلما زادت القيمة السوقية المضافة نظراً لانخفاض تكلفة رأس المال.

ت- قيمة هامش الربح: أي قيمة الحد الأدنى من هامش الربح اللازم لتحقيق زيادة قيمة حقوق المساهمين، فكلما قلّ الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة حقوق الملكية، كلما زادت القيمة السوقية المضافة.²

¹ حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقاً، ص 179-180.

² المرجع نفسه، ص 180.

ثالثاً: طريقة حساب القيمة السوقية المضافة

يمكن التمييز بين طريقتين لحساب القيمة السوقية المضافة، هما طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وطريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للشركة، وذلك من خلال ما يلي:

أ- طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية: وفقاً لهذه الطريقة، القيمة السوقية المضافة عبارة عن القيمة السوقية للأسهم مطروحا منها القيمة الدفترية لحقوق المالية، كما هو مبين من خلال العلاقة التالية:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

ب- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للشركة:

وفقاً لهذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة خلال عمرها الإنتاجي، أو بمعنى آخر هي خصم للتدفق النقدي الناتج عن القيمة الاقتصادية المضافة للشركة خلال الزمن، وتحسب وفقاً للعلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + wacc)^t}$$

حيث:

MVA: تمثل القيمة السوقية المضافة

EVA: تمثل القيمة الاقتصادية المضافة

WACC*: تمثل تكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال)¹

* Weighted Average Cost Of Capital

¹ من صياغة الطالب بالاعتماد على: حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقاً، ص 180.

مما سبق يتضح أن القيمة الاقتصادية المضافة مستمدة من الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال المستثمر فيها، وتتأثر بنمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي وكثافة رأس المال المستثمر و هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة قيمة حقوق المساهمين ، لكن ما يعاب على هذه الطريقة أنها تعتمد على التوقعات المستقبلية للقيمة الاقتصادية المضافة كما تعتمد على تقدير معدل الخصم لإيجاد القيمة الحالية.

خلاصة الفصل الرابع

تم في هذا الفصل الموسوم بدور الإفصاح المالي في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في أسواق الأوراق المالية التطرق إلى الإفصاح المالي الذي يركز على موضوع توصيل المعلومات إلى المستفيدين بهدف توضيح حقيقة الوضع المالي والأداء المالي للمؤسسة، دون تضليل للاعتماد على تلك المعلومات في اتخاذ القرارات، وكذلك الربط بين درجة الإفصاح وتخفيض حالة عدم التأكد لدى المستفيدين، من خلال نشر كل المعلومات الاقتصادية التي لها علاقة بالمؤسسة سواء كانت معلومات كمية أو معلومات أخرى تساعد المستخدمين على اتخاذ قراراتهم المرتبطة بالمؤسسة محل التقييم.

يتحقق ذلك من خلال عدة طرق للإفصاح كالقوائم المالية الأساسية والملاحق والملاحظات والهوامش وتقارير الإدارة، بالإضافة إلى تقرير المدقق المالي التي تزيد من مصداقيتها نظراً لخضوعها للتدقيق، ولابد أن تكون المعلومات كافية وموثوقة وقابلة للمقارنة والفهم، كما يجب أن يتوفر التوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها لمستخدميها، وتتناقص منفعة المعلومة ثم تزول إذا لم تأت في وقتها، لأن المنفعة التي يحققها متخذ القرار ترتبط بمدى حصوله على المعلومات المناسبة في الوقت المناسب.

فجودة هذه المعلومات تؤثر طرداً على عملية قياس وتقييم الأداء المالي، التي تهدف إلى معرفة مدى تحقيق الأهداف المالية المرسومة وكيفية استخدام الموارد المالية وحساب المنافع والتكاليف وأثر ذلك على قيمة المؤسسة، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات القياسية التقليدية والحديثة. مما يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط وأداء المؤسسة وإجراء عملية التحليل والمقارنة بين المؤسسات على أساس الأداء المالي لاتخاذ قرار الاستثمار.

الفصل الخامس

الاستثمار وتقييم الأوراق المالية في اطار نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

عرفت نظرية النيو كلاسيكية عدة تطورت لتصل إلى مرحلة النضج بحلول سنة 1980، وهذا على الرغم من الانتقادات الموجهة لها اليوم، إلا أنها لا تزال نظرية معروفة بإنتاج قواعد وتوصيات موحدة، نتائجها تأتي من نقطتين أساسيتين، الأول هو حقيقة أن الأعوان الاقتصاديون يسعون إلى تعظيم المنفعة. وكانت هذه النقطة الأولى كنتيجة النظريات الأساسية لـ Von Neuman وMorgerstern و Savage، أما النقطة الثانية هي مفهوم المنافسة التامة التي تقوم بافتراض أننا لا يمكن كسب المال من دون اتخاذ أي مخاطر. وإذا وجدت مثل هذا الفعل، فإنه سيتم استغلاله على الفور من قبل الأعوان الاقتصاديين، وهذه النقطة ترتبط بمفهوم المراجعة (التحكيم)*.

النقطتان السابقتان كانتا أساس نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية¹ التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بحيث سرعة الاستجابة هذه تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية، بحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية.

* باللغة الانجليزية (Arbitrage) وهي نظرية توازنية تحكم العلاقة بين عوائد الأوراق المالية والمتغيرات المؤثرة على العائد، حيث أن النموذج لا يزودنا بعوامل محددة وإنما تختلف العوامل باختلاف المحللين والمستثمرين، حيث انه يتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورقة المالية لهذا العامل ويرجع ذلك لتقدير الشخص لحجم المخاطر.

¹Konte, Mamadou. Investisseurs et Marches Financiers : Du comportement des agents a la formation de prix d'equilibre, Doctorat, l'universite Pantheon Sorbonne Paris 1 : Sciences Economiques , 2010,p23.

تقييم الأوراق المالية يعنى إيجاد القيمة الحقيقية للاستثمار الخاص بالورقة المالية، وبما أن للقرار الاستثماري يتخذ حاضرا، فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية، ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للورقة المالية فقد درجت إدارة السوق على الاهتمام ببعض التحليلات لبيان قوة الورقة المالية من خلال عدد من المؤشرات المالية، الهدف منها هو الكشف عن نتائج الأداء الاستراتيجي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

ويشكل التحليل الأساسي أحد المداخل الأساسية لتحليل الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة السوق، حيث يستند التحليل الأساسي على إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية لورقة مالية ومقارنتها بسعر السوق. وعليه، فإنه كي يتخذ المستثمر قراره بشراء أو بيع الأوراق المالية التي بحوزته، يتعين عليه الاستعانة بنتائج التحليل الأساسي للأوراق المالية، خاصة وأن هذا التحليل يتم من قبل مهني متخصص، كما أن تكلفة الحصول على هذه المعلومات قليلة مقارنة بالفائدة التي تعود على المستثمر من ورائها، ولدراسة كل ما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

– إفاءة أسواق الأوراق المالية؛

– أسس الاستثمار في أسواق الأوراق المالية؛

– تقييم الأوراق المالية في أسواقها.

المبحث الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية

بدأت نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية كاتجاهاً لاري بالتبلور منذ ظهور أعمال " لويس باشوليي Louis Bachelier عام 1900 وإثباته لعشوائية تغيرات الأسعار في هذه الأسواق ، ثم تعززت بأبحاث عدة اقتصاديين من بينهم الاقتصادي الأمريكي يوجين فاما (Eugene Fama*)، وسنتناول كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: احتياجات ومصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية

من أجل تحقيق الكفاءة المطلوبة لأسواق الأوراق المالية للقيام بدورها في تحريك عجلة الاقتصاد الوطني لابد من بنائها على أساس متين، من توفر قدر كافي من البيانات والمعلومات المالية الدقيقة وفي التوقيت المناسب عن الشركات التي تتداول أوراقها المالية (الأسهم والسندات) في السوق حتى يتمكن المستثمرون الذين يرغبون في التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة لديهم من ترشيد قراراتهم الاستثمارية وتحقيق أعلى مستويات الأرباح. وقد أصبحت هذه المعلومات عاملاً أساسياً ومهماً في تغيير حركة واتجاه أسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها، ذلك لأن شراء هذه الأوراق يتم على أساس توقعات وهذه التوقعات تحتاج إلى معلومات تتعلق بظروف السوق والشركات المدرجة فيه الأمر الذي يحتم ضرورة الاهتمام بها وبمصادر الحصول عليها، وتتعدد احتياجات ومصادر الحصول على المعلومات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية والشركات المدرجة التي سنوردها فيما يلي:

الفرع الأول: ماهية المعلومة ونظم المعلومات

أولاً: مفهوم النظام ومكوناته

النظام هو مجموعة من الأجزاء التي تتفاعل وتتكامل مع بعضها البعض، ومع بيئتها لتحقيق

هدف (أهداف) معين (معينة)¹، تتكون من العنصر البشري وعنصر الآلات والمكائن مجتمعة ببعضها البعض، ويجب أن تربطها علاقات محددة وقوانين شاملة، ويجب أن يكون لكل جزء من مكونات النظام دوره المرسوم وصيغة محددة لتحقيق هدف محدد.²

هذا ويتضمن نظام المعلومات مجموعة من الأنشطة التي يقوم بها للحصول على المعلومات الملائمة من خلال مراحل معالجة البيانات، وهي:

أ- **المدخلات:** البيانات تشكل مدخلات النظام ولأنها متعلقة بعمليات المؤسسة وبقية الأحداث، فيجب أن تجمع وتدخل إلى النظام من أجل عمليات المعالجة اللاحقة؛

ب- **المعالجة:** تمثل الجانب الفني من النظام، وهي مجموعة من عمليات المقارنة المنطقية والتلخيص والتصنيف والفرز التي تجري على البيانات المدخلة بهدف تحويلها إلى معلومات تقدم للمستفيد النهائي؛

ت- **المخرجات:** من خلال إيصال المعلومات إلى المستخدمين وفق أشكال متعددة كالتقارير والجدول والأشكال البيانية، وهذه المعلومات يطلق عليها مخرجات النظام؛

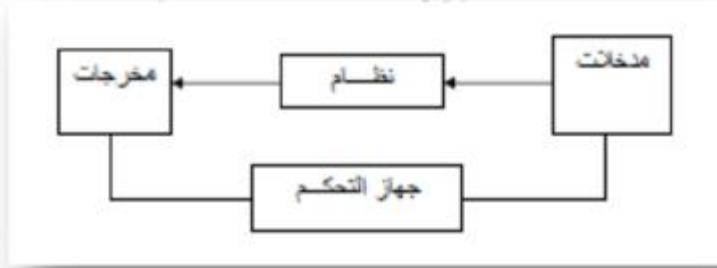
ث- **التدقيق والرقابة:** تخضع المدخلات والعمليات والمخرجات في النظام لعملية التدقيق والرقابة الداخلية، وكذلك إلى عملية التدقيق والرقابة الخارجية؛

ج- **التغذية الراجعة:** هي عملية قياس رد فعل المستخدمين على عمل النظام، أو هي المخرجات التي ترسل إلى النظام ثانية كمصادر للمعلومات، ويمكن أن تكون التغذية الراجعة داخلية (من داخل الوحدة الاقتصادية) أو أن تكون خارجية (من خارج الوحدة الاقتصادية) وتستخدم لتغيير العمليات، كما تعتبر التغذية الراجعة نظام تحكم؛ أي أنه ينظم معدل إدخال المدخلات

¹ أحمد فوزي ملوخية، نظم المعلومات الإدارية، الإسكندرية: مركز الإسكندرية للكتاب، (2009)، ص 23.

² محمد الصيرفي، نظم المعلومات الإدارية، الطبعة الأولى، الإسكندرية: مؤسسة حورس الدولية، (2005)، ص

إلى النظام ومعدل إخراج المخرجات من النظام، وكذلك معدل إجراء العمليات داخل النظام؛ حيث تستخدم المدخلات بعض أو كل المخرجات القادمة عبر جهاز التحكم، ويسمى الجزء العائد من المخرجات إلى مدخلات بهذه الطريقة بالتغذية الراجعة¹، ويمكن توضيح كل سبق من خلال الشكل التالي :



الشكل رقم (15): التغذية الراجعة كجهاز تحكم

المصدر: من اعداد الطالب باعتماد على ما سبق.

ثانياً: خصائص النظام

تتمثل الخصائص العامة للنظام فيما يلي:

- أ- الهدف: أي النظام يوجه لتحقيق هدف معين.
- ب- الشمولية: أي مخرجات النظام يجب أن تكون أكبر من مدخلاته لتحقيق الكفاءة.
- ت- الانفتاح: أي أن النظام يتفاعل مع الأجزاء في أنظمة أكبر منه تنتهي بالنظام البيئي، ويعني أن النظام يتميز بالانفتاح بتعامله مع الأنظمة المختلفة في البيئة.
- ث- التحويل: أي أن عمل الأجزاء في النظام ينبغي أن توجه لتحقيق قيمة مضافة.
- ج- الترابط والانسجام: أي الأجزاء المختلفة في النظام تتربط فيما بينها وتتسجم من حيث أداء الوظيفة.

¹ إبراهيم الجزراوي، عامر الجنابي، أساسيات نظم المعلومات المحاسبية، عمان: دار اليازوري، (2009)، ص20-

ح-ميكانيكية الرقابة الذاتية: من أهم مميزات النظام أنه يحاول دائما تحقيق التوازن

الأوتوماتيكي بين أجزائه المختلفة من ناحية، والتوازن بينه وبين النظم البيئية الخارجية

من ناحية أخرى وذلك عن طريق التغذية الراجعة (العكسية) للمعلومات.¹

ثالثا: تعريف نظام المعلومات وخصائصه

حتى نتمكن من فهم نظام المعلومات يجب التطرق أولا للمعلومات، فالمعلومات منبع نظام

المعلومات، وهنا يجب التفرقة بين البيانات والمعلومات، البيانات هي حقائق خام قد تكون أرقاما أو

حتى رموزا وهي تمثل مدخلات نظام المعلومات، وبالتالي فإن المعلومات عبارة عن بيانات تم

تحويلها وذلك بتشغيلها، والمعلومات هي المعرفة التي لها معنى ومفيدة في تحقيق الأهداف، أما نظام

المعلومات فهو إطار يتم في ظله التنسيق بين الموارد (بشرية ومادية) لتحويل المدخلات (البيانات)

إلى مخرجات (معلومات) وذلك لتحقيق أهداف المشروع.²

وقد عرفلو [اس " Locas " أنظمة المعلومات بأنها: " مجموعة من الإجراءات المنظمةة التي

يمكن من خلالها توفير معلومات تستخدم لدعم عمليات صنع القرار والرقابة في المنظمة."³، كما

عبر عن مفهوم أنظمة المعلومات في الشكل الموالي الذي يظهر تتابع الإجراءات التي من خلالها

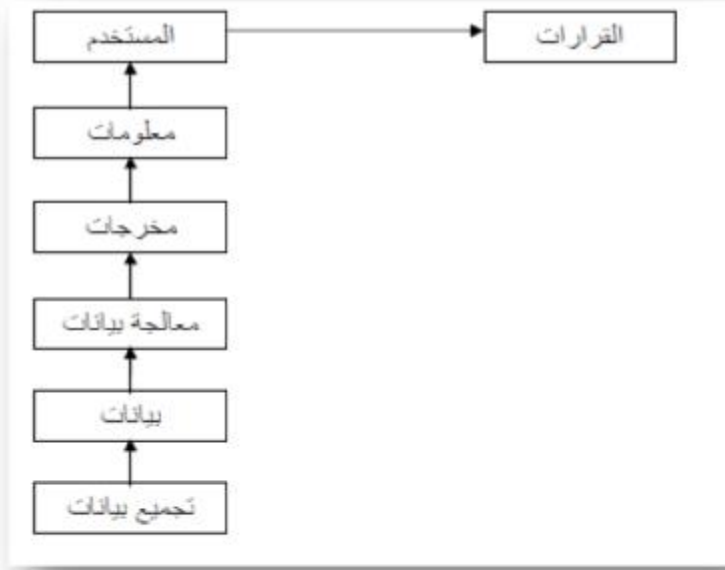
يتم تحويل البيانات إلى معلومات يمكن استخدامها بواسطة صانع القرار.

¹ محمد الصيرفي، المرجع المذكور سابقا ، ص29.

² ثناء علي القباني ، نظم المعلومات المحاسبية، الإسكندرية: الدار الجامعية،(2003) ، ص 09-10.

* استاذ بجامعة ميرلاند -الولايات المتحدة الامريكية- متخرج من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا ، باحث في اختصاص اتخاذ القرار و أنظمة المعلومات.

³ محمد الصيرفي، المرجع المذكور سابقا ، ص177.



الشكل رقم (16): نظام المعلومات حسب رؤية لوكاس

المصدر: محمد الصيرفي، المرجع المذكور سابقاً، ص178.

كما يمكن إجمال خصائص نظم المعلومات في العناصر التالية:

1- شبكة اتصال: يشبه نظام المعلومات شبكة الاتصال في أنه يزود بمسارات معلومات إلى

الكثير من النقاط، كما يساعد على تدفق المعلومات إلى كل مكان بالمشروع وحتى خارجه.

2- مستخدمو المعلومات: يتم إنتاج المعلومات في نظام المعلومات لتوفيرها للمستخدمين في

الوقت الملائم، سواء كانوا مستخدمين داخليين كالمدرء والموظفين...أو خارجيين كالعلاء

والموردين والوكالات الحكومية...

3- الأهداف: كل نظام معلومات في أي مشروع له ثلاثة أهداف أساسية هي:

- التزويد بالمعلومات المساندة لعملية اتخاذ القرارات؛
- التزويد بالمعلومات المساندة للعمل اليومي الروتيني؛
- التزويد بالمعلومات.¹

¹ ثناء علي القباني ، المرجع المذكور سابقاً ، ص12.

الفرع الثاني: احتياجات أسواق الأوراق المالية من المعلومات

تتحدد المعلومات المطلوبة في أسواق الأوراق المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار على ضوء العوامل المحددة للقيمة السوقية للأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق، وفي هذا الصدد يتفق الباحثون بأن قيمة السهم في السوق تتحدد على ضوء التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المؤسسة المصدرة له والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات، وهذان المتغيران بدورهما يتحددان على ضوء الظروف السائدة في داخل المؤسسة وفي داخل الصناعة التي تنتمي إليها، فضلا عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية، ويمكن عرض هذه المعلومات من خلال ما يلي:

1- المتغيرات العالمية: ويقصد بها المعلومات المتاحة عن الحروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو الأحداث والمتغيرات السياسية أو الاجتماعية أو الاقتصادية التي لها اثر على حركة أسواق الأوراق المالية.¹

2- المؤشرات الاقتصادية المحلية: إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين المتغيرات الداخلية نجد درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم و اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية ونسبة البطالة وغير ذلك من الأحداث، وهذا يستلزم وجود علاقة بين الحالة الاقتصادية في الدولة و بين أسعار الأوراق المالية في أسواقها.

3- ظروف الصناعة: على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، ويمكن القول أن الصناعات

¹ عبد الغني ددان، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: 2009/2008، ص194.

تتفاوت فيما بينها من حيث تأثيرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة فمثلا سوق العقارات (بناء المساكن) تعد من أكثر الصناعات تأثرا بالتغيرات في أسعار الفائدة.

4- ظروف المؤسسة المصدرة للسهم: تتباين المؤسسات فيما بينها حتى ولو كانت تنتمي إلى نفس الصناعة، ومن بين مجالات التباين التقدم التكنولوجي والعمليات والتنظيم والمركز التنافسي وهيكـل التمويل، وعادة ما تتفوق مؤسسة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، إذ من الصعب أن توجد مؤسسة تتفوق على كافة المؤسسات في جميع المجالات.¹

ويمكن تقسيم المعلومات التي يحتاجها المستثمر إلى أصناف وأنواع وفقا للمعايير التالية:

- من حيث توقيتها: فهناك المعلومات التاريخية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للمؤسسات التي تعود إليها هذه الأوراق المالية، وهي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للمستثمرين جميعا. وهناك المعلومات الحالية التي تتمثل في أسعار وأرباح الأسهم والنتائج المالية للمؤسسات التي تعود إليها هذه الأسهم لكنها تخص الفترة الحالية ، وتكون أيضا متاحة لجميع المستثمرين والفاـرق الوحيد هنا يتجلى في التفاوت بين قدرات المستثمرين في فهم هذه المعلومات وسرعة ترجمتها إلى قرارات فهذا سيكون له دور بارز في تعظيم نتائج التحليل مقارنة مع المعلومات التاريخية مع أهميتها، بالإضافة إلى المعلومات المستقبلية التي تتمثل في ما يتم الاطلاع عليه في المؤسسة من قبل فئة محددة من الناس بحكم المراكز ودرجة القرابة أو النفوذ أو المصلحة من خلال المعرفة المسبقة بالسياسات والخطط والبرامج المستقبلية.

- من حيث طبيعتها: فهناك المعلومات الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل في الأحداث الاقتصادية والسياسية والبيئية المحيطة بالاستثمار بشكل عام والمعلومات القطاعية التي تتمثل في الأنشطة والمؤشرات المحددة داخل كل قطاع بشكل خاص والمعلومات التفصيلية والتي تتمثل في أسعار

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص213-218.

وأرباح وتوزيعات وحجم البيع وكمية التداول لكل ورقة مالية بشكل أكثر تحديدا.¹

الفرع الثالث: مصادر المعلومات

تتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوافر عدد كبير وهائل من مصادر المعلومات، خاصة بالنسبة لأسواق الأوراق المالية المتطورة، ومن أهم مصادر المعلومات ما يلي:²

1- الصحف المالية والمجلات المتخصصة

تتميز الصحف بسهولة الوصول إليها وانخفاض ثمنها، فضلا عن تنوع التوقيت الذي تصدر فيه، حيث يصدر بعضها بصورة يومية، والبعض الآخر أسبوعي وشهري، مما يجعل المعلومات متاحة في كل وقت وبتكلفة منخفضة نسبيا. ومن أبرز الصحف اليومية المشهورة بتوفير المعلومات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية صحيفة " وول ستريت " وهي صحيفة يومية تغطي الأخبار المالية والتجارية على المستويين المحلي والعالمي، وتهتم الصحيفة بنشر معلومات عن المؤسسات العالمية في سوق الأوراق المالية وتحليلات وتوقعات عن المستقبل إلى جانب الأسعار اليومية.

هناك أيضا العديد من المجلات المالية المتخصصة التي توفر معلومات وتحليلات عديدة للمستثمر، ومن أبرزها مجلة فوربز " Forbes " التي تضم مقالات عن مؤسسات عديدة، كما تضم المجلة مؤشرا عن النشاط الاقتصادي الأمريكي متضمنا الناتج الصناعي والأوامر الجديدة، ويهتم العدد الأول من المجلة في جانفي من كل سنة بدراسة أكبر ألف مؤسسة في السوق الأمريكية من

¹ فيصل محمود الشراور، المرجع المذكور سابقا، ص54.

² انظر:

- إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقا، ص 138-141.
- إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص218-238.
- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة، المرجع المذكور سابقا، ص 45-72.

ناحية الربحية والنمو وأداء الأسهم خلال فترة خمس سنوات، كما تقيم المجلة أيضا أداء صناديق الاستثمار.

2- تقارير المؤسسات المصدرة للأوراق المالية

تساعد المعلومات المنشورة في هذه التقارير المستثمر على اتخاذ قراراته في المستقبل وهناك نوعين من التقارير، حيث النوع الأول يوجه إلى المساهمين والنوع الثاني يقدم إلى لجنة البورصة.

أ- التقارير المقدمة إلى حملة الأسهم: تتمثل في تقارير دورية (شهرية، فصلية، سنوية) مثل الميزانيات العامة، جداول حسابات النتائج، والتقرير الأدبي للمدير العام لمجلس الإدارة الذي يقدم فيه النتائج المحققة والموازنات التقديرية والاحتمالات المستقبلية للمركز المالي للشركة.

ب- التقارير المقدمة إلى لجنة البورصة: تتضمن هذه التقارير العديد من المعلومات المالية وغير المالية والتي تقدم غالبا من طرف المؤسسة، بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة، في شكل نشرات إصدار أو كتيبات استثمار، حيث تحتوي هذه الوثائق على كافة المعلومات والإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

3- تقارير مؤسسات السمسرة

يحق للمستثمر الحصول على المعلومات سواء مكتوبة أو شفوية من قبل مكاتب السمسرة، وعادة يضم مكتب السمسار إدارة للبحوث توفر الدراسات والتقارير لكل المستثمرين، كما يوفر الباحثون بإدارة البحوث من الاقتصاديين في بيوت السمسرة النصائح والإرشاد بخصوص البيع والشراء للأوراق المالية.

وتقدم كل مكاتب السمسرة تقريرا للمستثمر يضم معلومات عن المؤشرات الاقتصادية والأسهم والسندات والمشتقات والصناعة، والجدير بالذكر أن هذه الخدمات تقدم بدون أي تكلفة على

المستثمر، وتعد تكلفة توفير المعلومات أحد بنود العمولة ضمنياً التي يتقاضاها السمسار من العميل، وبذلك فإن السمسار في الولايات المتحدة الأمريكية يعد مصدراً لكل من المعلومات والاقتراحات.

4- خدمات معلومات المستثمر

هناك حجم كبير من المعلومات المتاحة يتم توفيره من خلال شركات متخصصة في توفير المعلومات والنصح للمستثمر، هذا الأخير يمكنه الاطلاع على تقارير هؤلاء المتخصصين دون تكلفة في المكتبات أو في مقر المؤسسات، ومن أشهر هذه المؤسسات " ستاندر أند بورز " و "مودي لخدمات المستثمرين"، حيث تصدر هذه المؤسسات مطبوعات عديدة ومتنوعة عن كل جوانب السوق، كما يمكن للمستثمر الاستفسار عن بعض القضايا الخاصة بالاستثمار، إضافة إلى إصدارها كتاباً إحصائياً يضم الإحصائيات الجارية الخاصة بالنتائج الاقتصادي والاستهلاكي لكل صناعة وبيانات الأسعار، وتغطي مطبوعاته كل من السوق المنظمة وغير المنظمة.

5- تقارير مستشاري الاستثمار

يوفر مستشارو الاستثمار تقارير عديدة لنصح المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري تتضمن العديد من التحليلات والاقتراحات، وقد يتخصص مستشار الاستثمار في أصول معينة أو منطقة معينة مثل الإصدارات الجديدة، وعادة تقدم التقارير من مستشاري الاستثمار بصورة مبسطة ليفهمها المستثمر البسيط.

6- المطبوعات الحكومية والمجلات الأكاديمية

توفر الحكومات عامة المعلومات عن أحوال الاقتصاد والصناعة والمؤسسات، وتقدم هذه المعلومات بدون أي تكلفة أو برسوم منخفضة، ومن أهم التقارير في الولايات المتحدة الأمريكية هو التقرير الاقتصادي للرئيس الذي يرسل إلى الكونغرس، حيث يتضمن هذا التقرير أكثر من 200 صفحة عن السياسة النقدية والتضخم والضرائب والاقتصاد العالمي، إضافة إلى توقعات عن

المستقبل، كما يصدر البنك المركزي تقارير شهرية تغطي السياسات النقدية ومؤشرات الناتج الوطني بالإضافة لما تقوم به لجنة البورصة من تجميع للتقارير المالية التي تلتزم المؤسسات بتقديمها للجنة ونشرها في ملف كامل.

إضافة إلى المطبوعات الحكومية، فإن الجامعات والمؤسسات العلمية تصدر العديد من المجالات المتخصصة في أسواق رأس المال، والتي تتضمن تحليلات ونماذج قياسية معمقة تدرس السوق وتضع التوصيات لتحسين كفاءة السوق.

7 - المعلومات من المواقع الالكترونية

توفر لجنة البورصة وغيرها من المؤسسات الحكومية والمؤسسات الخاصة موقعا على الانترنت مقسما إلى عدة أقسام به كل المعلومات المتوفرة عن سوق الأوراق المالية، وغالبا ما يتاح طبعه أو حفظه في ملف على أجهزة الكمبيوتر الشخصية، وتوفر هذه المعلومات ميزة مهمة للمستثمر لأنه يستطيع الدخول إلى مواقع عديدة ومقارنة التحليلات المختلفة من مكتبه أو منزله، مما يوفر له الوقت والجهد ويشجعه على الاستثمار، ونظرا لأن تكلفة الانترنت منخفضة في أغلب الدول، فإن الحصول على المعلومات منها يكون أفضل من الذهاب إلى المؤسسات، خاصة أن الانترنت متاح لمدة 24 ساعة. ومن أهم مواقع الانترنت نجد:

- Bloomberg: يخدم موفر البيانات المالية المهم السماسرة المحترفين والمؤسسات الاستثمارية بدرجة اساسية، من خلال تقديم حجم كبير من البيانات التاريخية والوصفية في الوقت الحقيقي، ويستطيع المستخدمون تحويل البيانات المالية الى جداول الكترونية، وتشمل المعلومات عروض الاسعار؛ معلومات عن الشركات؛ معلومات عن الكفالات؛ الخيارات؛ الاوراق المالية القابلة للتحويل؛ الاسعار والعوائد التاريخية، تحليل الايرادات.

- Factiva هي أداة مهنية للمعلومات التجارية تابعة لشركة داو جونز. تحتوي على مصادر معلومات مرخصة والحررة، وتوفر الشركات ميزات البحث، والإنذار، ونشر وإدارة المعلومات. لأكثر من 31,000 مصدر (مثل الصحف والمجلات والإذاعة والتلفزيون النصوص والصور، الخ...) من 200 دولة بـ 25 لغة.

المطلب الثاني: مفهوم وأنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

عموماً، كفاءة تعني القدرة على تحقيق أداء جيد لأي نوع من المهام. وتعتبر أسواق الأوراق المالية كفاءة إذا كانت تؤدي دورها بشكل جيد من خلال التمكن من تمويل الشركات - عن طريق إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية - وتوفير إعادة تخصيص الموارد - من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوية أو من خلال عمليات الاندماج -، وسنتطرق في هذا المطلب بشكل من التفصيل لمصطلح الكفاءة من خلال بحث مفهومها وأنواعها فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية

وفقاً لفاما* (Fama, 1965) تعتبر أسواق الأوراق المالية ذات كفاءة معلوماتية إذا كان سعر الأصل - الورقة المالية - يساوي قيمته الأساسية في ضوء كل المعلومات المتاحة¹. وبعبارة أخرى تشير كفاءة أسواق الأوراق المالية إلى الدرجة التي تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة ذات الصلة. ثم عاد فاما سنة 1970 ليقدم تعريف جديد لأسواق الأوراق المالية كفاءة نصه ما يلي:

* هو عالم اقتصاد أمريكي من شيكاغو، أكثر ما عرف عنه هو تطويره لفرضية كفاءة السوق. و هو أول فائز بجائزة المالية والاقتصاد من دويتش بنك والتي التي منحت له في عام 2005 م. كما حصل على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2013.

¹ gabriele di filippo, essais sur la modelisation de la dynamique du taux de change a travers les enseignements de la finance comportementale, doctorat , sciences economiques, universite paris dauphine, ecole doctorale edocif, 2011, p45.

يكون السوق المالي كفؤاً إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة".¹

أسواق الأوراق المالية الكفؤة هو الأسواق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات، كما يعتبر السوق الكفاء بالنسبة لمجموعة محددة من المعلومات إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير مادية في المتوسط باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرارات البيع والشراء.² لذا في ظل الأسواق الكفؤة تعكس أسعار الاستثمارات جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفاء حينما يلاحظ المستثمرين بأن هناك فرقاً بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق.³

كما تعرف بأنها الأسواق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث هذه الاستجابة تكون سريعة، مما يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم على قيمته الحقيقية أو المحورية وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية ففي ظل السوق الكفاء سوف يحقق جميع المستثمرون نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر.⁴

وهناك من يعرف كفءة أسواق الأوراق المالية بأنها: تلك السوق التي يعكس فيها سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها والتي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم⁵، كما تعتبر أسواق الأوراق المالية كفؤة إذا كانت الأوراق المالية المتداولة فيها مقيمة بقيمتها

¹ Fama, Eugene, Efficient capital markets: A review of Theory and empirical work, Journal of Finance, May 70, vol 25 Issue 2, p383.

² عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مصر: دار التعليم الجامعي، (2010)، ص 274.

³ فيصل محمود الشراور، المرجع المذكور سابقاً، ص 48.

⁴ محمد الحناوي، آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مصر: دارالفكر الجامعي، (2007)، ص 85.

⁵ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 479.

العادلة Fair-value، وهذا بافتراض أن كل المعلومات المتوفرة تنعكس بالكامل وفورا في أسعار الأوراق المالية.¹

وطبقا لهذه المفهوم فإن نظرية السوق الكفاء تم صياغتها في ضوء الشروط التالية:²

- إتاحة المعلومات لجميع المشاركين في السوق بنفس الوقت، والسرعة والموضوعية وبدون تكلفة لضمان تماثل توقعاتهم بالأسعار السوقية؛
 - لا يوجد أي قيود على التعامل؛
 - عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق؛
 - يتصف المستثمرون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المالية المتاحة.³
- بناء على ما سبق نستخلص أن الأسواق الكفوء ترتبط بالمعلومات الواردة إلى أسواق الأوراق المالية ومدى انعكاس هذه المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل سريع، وذلك بتوفر الخصائص التالية:

- التخصيص الأمثل للموارد المتاحة؛
- أسعار الأوراق المالية تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة، حيث يمكن لجميع المتعاملين الانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي لا يوجد هدر للمعلومات-، لأنه يحقق تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين على المعلومات لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات؛
- هذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية وبالتالي يعتقد

¹ Dmontier, Pascal. Marches efficients et comptabilité, encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit, article 64, Paris : (2001), p857.

² التي بدورها تعكس كفاءة أسواق الأوراق المالية التامة

³ عاطف وليم أندروس، المرجع المذكور سابقا، ص 57.

كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من الطرفين،
فليس هناك تضليل؛

- كما أنه في ظل السوق الكفاء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه
الاستثمارات المجزية.

الفرع الثالث: أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية

هناك نوعان من كفاءة أسواق الأوراق المالية وهما:

أولاً: الكفاءة الكاملة

تعرف الكفاءة الكاملة لأسواق الأوراق المالية بأنها: الأسواق التي لا يوجد فيها فاصل زمني
بين وصول المعلومات إليها وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية¹ ،
هذا الانعدام في الفاصل الزمني بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعريّة للأصول المتداولة،
لن يمكن المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعريّة في تحقيق أرباح غير عادية²، وتحقق ذلك
يستدعي شروطاً معينة وهي:

- وفرة وتمائل المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة
المعلوماتية، وبذلك تصبح توقعات المستثمرين متجانسة استناداً إلى تجانس معلوماتهم؛
- انعدام القيود على المعاملات مثل تكاليف المعاملات والضرائب، وعدم وجود قيود كمية
للمعاملة الأوامر (كسرية أو دورية) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين³؛
- العدد الكبير من المستثمرين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، المرجع المذكور سابقاً ، ص 42.

² حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى،
(2010)، ص 130.

³ انظر:

محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 281-282.

حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقاً، ص 130.

على السوق¹، أي لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار؛²

- الرشادة في القرارات الاستثمارية التي تستهدف تعظيم المنفعة من وراء الاستثمار.³ أي أن المستثمرين يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم المالية.⁴

يفترض في الكفاءة الكاملة للسوق تساوي القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها الحقيقية، نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة حول حالة السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية، أي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{D_t}{(1 + R_e)^t}$$

حيث إن:

V_0 : تمثل القيمة السوقية للسهم وهي تعادل قيمته الحقيقية.

D_t : أرباح السهم السنوية الموزعة.

R_e : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

t : الزمن.⁵

من خلال هذه الصيغة، فإن الكفاءة الكاملة للأسواق الأوراق المالية تتحقق عندما تكون القيمة الحالية للعوائد السنوية للسهم المستحدثة بمعدل العائد على الاستثمار مساوية تماما لقيمته السوقية يوم شرائه. وقد اتضح للباحثين بعد تحليل هذه الشروط إنها صعبة التحقيق في الواقع العملي، حيث

¹ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا، ص 281-282.

² آل شبيب، دريد. الجبوري، عبد الرحمن. أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي (حالة شركة وورلد كوم الأمريكية) (WORLD COM)، المؤتمر العلمي الرابع: استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، <http://www.philadelphia.edu.jo> (تاريخ المعاينة : 20/02/2009).

³ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا، ص 282.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقا، ص 131.

⁵ ضياء مجيد موسوي، المرجع المذكور سابقا، ص 9.

يصعب إن لم نقل يستحيل توافرها في العديد من الأسواق. ويبقى الشرط الخاص بسعي المستثمر إلى تعظيم المنفعة الشرط الذي يتسم بالواقعية وإمكانية تحقيقه، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق، والذي يعكس الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية على النحو التالي:

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية فإنه يتوقع أن يمضي الوقت على وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل¹. كما تشير الكفاءة الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية إلى الأسواق التي تحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية².

ولكي تحقق أسواق الأوراق المالية هدفها والمتمثل في التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما:

أ- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): وتعني انعكاس المعلومات الجديدة في الأسعار المباشرة ودون تأخير وتكلفة إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعد مباراة عادلة Fair-Game³. ويلاحظ أن كفاءة التسعير تعتمد على وصول المعلومات إلى المتعاملين بالسوق بسرعة

¹ أنظر:

حمزة محمود الزبيدي، المرجع المذكور سابقاً، ص 132.

ضياء مجيد موسوي، المرجع المذكور سابقاً، ص 10.

² إبراهيم هندي منير، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 48.

³ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 241.

وبتكلفة منخفضة، ويكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا في صعوبة تحقيق أرباح غير عادية، والمستثمر الذي يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوفرة في السوق.

ب- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال انخفاض الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفض أسعار أوراقها المالية، ويتغير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق¹، كما تشير كفاءة تشغيل إلى إمكانية تحقيق التوازن بين المشتريين والبائعين، دون تكبد كل منهما تكلفة عالية للوساطة أو حتى تحقق مزايا استثنائية لصناع السوق (التجار والمتخصصين).²

وعليه يتضح مما سبق أن المقصود بكفاءة التشغيل هو تخفيض تكلفة المعاملات المالية في أسواق الأوراق المالية إلى أقصى حد ممكن مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تحققه تلك المعاملات. كما يتضح أن كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مرتبطان ارتباطاً مباشراً فإحدهما مكمل للآخرى وخصوصاً كفاءة التسعير فهي تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية

كفاءة أسواق الأوراق المالية - كما اشرنا إليها سابقاً - تعني انعكاس جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، لكن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا الموضع هو: ما هي طبيعة وماهية هذه المعلومات المتاحة؟. ويمكن الإجابة على هذا السؤال من خلال عرض

¹ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقاً، ص 34.

² محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 241.

مستويات الأسواق الكفاءة فيما يلي:

الفرع الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تعني الصيغة الضعيفة لكفاءة اسواق الأوراق المالية أن سعر التداول للورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط، وبالتالي فإن تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر، باعتبار أن الأسعار تتحرك في صورة عشوائية، وبناء على ما سبق، سيتم دراسة هذه الصيغة بتفصيل أكثر من خلال ما يلي:

أولاً- مفهوم الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تعرف الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأنها: السوق التي تقضي بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي المعلومات التاريخية بخصوص ما يحدث من تغيرات على الأسعار وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي¹، بتعبير آخر هي الأسواق التي لا يمكن فيها تحقيق أرباح غير عادية نتيجة المضاربة على أصل مالي عن طريق استخدام المعلومات السابقة التي تخص هذا الأصل.²

أي تتضمن هذه الصيغة كفاءة السوق إطاراً محتواه أن أسعار الأوراق المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) وتشمل معدلات أسعار الأوراق المالية و حجم التعاملات فقط، و هذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.³

وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، المرجع المذكور سابقاً ، ص 51.

²Fredj Jawadi, Jean, Michel sahut, Inefficiency et dynamique des marchés financiers, paris, l'harmattan, 2009 , p22

³ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 284.

وليس معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار.¹

ومما سبق، يتضح أن الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق لا تعترف بالفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني للأوراق المالية ويعتبر عديم الجدوى.

ثانياً: اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

لقد تم اختبار الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة السوق من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية، ومن أهم هذه المداخل ما يلي:

أ- اختبار الأنماط

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار (أو اتجاه العوائد)، وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات، حيث (+) تعني حركة سعرية بالزيادة، وإشارة (-) تعني حركة سعرية بالنقصان، كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير، ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.²

وقد قام " فاما " سنة 1965 باختبار هذا الفرض على سوق نيويورك، حيث لاحظ أن عدد من التغيرات في الأنماط أقل من المتوسط، مما يعني وجود ارتباط موجب بين التغيرات في الأسعار التاريخية مع التغيرات التي قد تحصل مستقبلاً في الأسعار، وهذا ما يسمح لبعض المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين.³

¹ عاطف وليم اندوراس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، (2006)، ص157.

² إبراهيم منير هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، المرجع المذكور سابقاً، ص 46.

³ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص272.

ب- اختبار سلسلة الارتباط

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط، حيث إن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى Eugene fama في السبعينات، عندما قام باختبار ثلاثون سهما من " داو جونز " من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم إلى عشرة أيام، وقد اتضح أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة.¹

كما قدم عالم الرياضيات الفرنسي Louis Bachelier أول تحليل دقيق لعوائد سوق الأسهم في 1900. هذا العمل وثق استقلال عوائد الأوراق المالية² واعتبارها تتماشى مع نموذج السير العشوائي (random walk)³ ، بالإضافة إلى هذه الدراسات جرت العديد من الأبحاث لاختبار فرض الصيغة الضعيفة على أساس معامل الارتباط منها الدراسة التي قام بها ماكينلي " Mackinly " سنة 1988، حيث قام باختبار معامل الارتباط بين الأوراق المالية والارتباط بين المحافظ المالية في بورصة نيويورك.

كما قام كل من فاما " Fama " وفرانتش " French " سنة 1988 بدراسة معامل الارتباط للعوائد اليومية لمحافظ الأوراق المالية المتداولة في بورصة "NYSE" في الفترة من 1926 إلى 1985 وأوضحت هذه الدراسة أن معامل الارتباط يقترب من الصفر على المدى القصير ويصبح سالبا بين (-0.25 و -0.4) خلال الفترة من ثلاث إلى خمس سنوات.⁴

وتجدر الإشارة في الأخير إلى أن كل الدراسات التي تمت على اختبار فرض الصيغة

¹ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقا ، ص 47.

² في علم الرياضيات، والاقتصاد المشي العشوائي عبارة عن نموذج رياضي لنظام ديناميكي منفصل يتألف من سلسلة غير عشوائية، أو عشوائية.

³ Leighton Vaughan Williams, Information Efficiency in Financial and Betting Markets, Cambridge University Press, 2005,p12.

⁴ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا ، ص272.

الضعيفة للسوق على أساس سلسلة الارتباط أثبتت عدم وجود ارتباط، وإن وجد فهو ضعيف وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

ج- قواعد التصفية

لقد اعتبر العديد من الفنيين بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية.

ومعنى قاعدة التصفية بأنها قاعدة تصلح في المضاريات، حيث توجد أربع مجموعات من قواعد التصفية التي اقترحها الفنيون، مجموعة تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرارات الشراء، وأن انخفاض السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع. أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية، حيث تقتضي بأن فصل الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقتضي بأن أسعار الأسهم تنخفض في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة وهو ما يعرف بتأثير التوقيت. وبالنسبة للمجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط الحسابي للأسعار وكذا القوة النسبية لسعر الورقة المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يختار التوقيت الملائم لمختلف قراراته الاستثمارية.

وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى الدراسة التي قام بها " Alexander " سنة 1964 والتي اهتمت بتحليل أسعار الإقفال لمؤشر Dow Jones للصناعة باستخدام قواعد التصفية، أين توصل إلى استنتاج بأن هذه القواعد حققت عوائد غير عادية على كامل فترات الدراسة، وهذا ما يدل بالتبعية على وجود ارتباط بين أسعار الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يبطل نظرية الأسعار العشوائية التي تقوم عليها الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، ولذلك فإن اتباع استراتيجية استثمار مبنية على قواعد التصفية أنجح وأفضل بكثير من استراتيجية الاستثمار الساذجة التي تقوم على فكرة بسيطة تتمثل في

الشراء والاحتفاظ.

وقد واجهت الدراسة أعلاه انتقادات من قبل العديد من الباحثين، وأهمها التي أجراها كل من (Blume & Fama) سنة 1966، حيث توصلوا من خلالها إلى أن العوائد الناتجة عند تطبيق استراتيجية الاستثمارات الساذجة، والتي تعتمد على شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها تعتبر أعلى بكثير من تلك المحققة بإتباع تقنية التصفية، والتي تكون محفوفة بدرجة مخاطرة عالية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن قواعد التصفية لا تعطى للمستثمر الذي يطبقها فرصة تحقيق أرباح متميزة عن الآخرين ممن لم يأخذوا بمثل هذه القواعد، وهو الأمر الذي يدل على أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية مستقلة عن بعضها البعض وغير مرتبطة، وأن نظرية حركة الأسعار العشوائية تبقى صحيحة.¹

من خلال ما سبق تناوله من مداخل اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، فإن المستثمر يهدف إلى تعظيم أرباحه، ومن ثم يسعى جاهدا لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات. وباعتبار أن المعلومات ترد في أي وقت وفي أي نمط عشوائي أو غير منتظم، وأن الأخبار التي تنطوي عليها قد تكون سارة أو غير سارة، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق، وهذا ما يجعل الحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ عشوائية.²

الفرع الثاني: الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق المالي

في ظل فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق، فإن الأسعار تستجيب للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات، مما ينعكس أثر هذا التحليل على أسعار الأوراق المالية، وقد اختبرت هذه الصيغة للوقوف على مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة الأسعار للأوراق

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 504.

² المرجع نفسه، ص 504-506.

المالية إلى المعلومات العامة الواردة. ولتوضيح مفهوم هذه الصيغة وتبيان مختلف الاختبارات التي تمت، سوف يتم دراسة المحورين أدناه:

أولاً: مفهوم الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق المالي

تعرف الصيغة متوسطة القوة بأنها: "الأسواق التي تتعكس فيها كل المعلومات المتاحة المعلن عنها على أسعار الأوراق المالية، ولهذا لا يوجد شيء يؤدي إلى تعاملات مربحة من خلال استخدام مصادر المعلومات العامة."¹

كما تعرف هذه الصيغة أيضا بأنها: "السوق التي يكون فيها سعر الورقة المالية يعكس تماما جميع المعلومات العامة المتاحة للعموم، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، وذلك مثل المعلومات عن العائد أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول منتج جديد والتعديلات السعرية، حيث تستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية."²

وتعرف أيضا بأنها: "السوق التي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر في تسعير هذه الأوراق، ممثلة بالظروف الاقتصادية والمالية والمعلومات التاريخية والحالية عن الأسعار والأحجام التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات، لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتسعير، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة."³

وتعكس أيضا المعلومات المتاحة عن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو إذا ظروف

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 262.

² Fredj Jawadi, Jean, Michel sahut, op-cit, p22.

³ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا، ص 284.

الشركة الداخلية وتقاريرها والقوائم المالية المنشورة والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها الجهات المتخصصة في هذا المجال.¹

وانطلاقاً من مفهوم هذه الصيغة، فإنه يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية نظراً لتعديل السعر وفقاً للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، وقصر الفترة بين وصول المعلومات وبين تغيير السعر بناءً على هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير. وعليه، فإنه لكي تصبح الأسواق ذات كفاءة شبه قوية فلا يجب أن يكون هناك تأخر في معرفة المعلومات، بل ينبغي أن تنتشر بالكامل في السوق دون تأجيل، حتى تقوم الأسعار بعكس كل المعلومات فوراً.

ثانياً: اختبارات الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق المالي

لقد اختبرت الصيغة متوسطة القوة بوسائل غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي:²

أ- الإعلان عن الأرباح والتوزيعات

لقد قام كل من Ball & Brown سنة 1969 بتقديم دراسة تحليلية تهتم بتتبع مدى أثر الإعلان عن النتائج السنوية لعدد 261 شركة أمريكية، لفترة زمنية غطت 20 سنة، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن آليات السوق قد توقعت التغير في النتائج قبل أن تنتشر إلى عامة الجمهور، ذلك لأن الشركات التي لم تتحصل على نتائج مرضية رأت أن أسعار أسهمها تتجه نحو الهبوط بصفة دورية غير عادية في الأشهر التي سبقت الإعلان عنها للجمهور، والعكس صحيح.

¹ عاطف وليم اندوراس، المرجع المذكور سابقاً، ص158.

² انظر:

إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 48.

عاطف وليم اندوراس، المرجع المذكور سابقاً، ص159.

كما قام كل من Bidwel & Col سنة 1980 و Smirlock & Yawitz سنة 1985 بدراسة تأثير الإعلان عن توزيع الأرباح، واتضح أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عوائد متميزة على حساب آخرين، وهو ما يعد تأييدا لفرض كفاءة السوق متوسطة القوة.

ب- عمليات اشتقاق الأسهم

يقصد باشتقاق السهم تقسيمه وتجزئته إلى سهمين أو أكثر، حيث يتم إجراء مثل هذه العملية على الأسهم التي تكون قيمها مرتفعة نسبيا، ذلك أن ارتفاع قيمها يعتبر عائقا على تداولها من قبل صغار المستثمرين، وهو ما يؤدي بعملية اشتقاق الأسهم إلى توسيع قاعدة الجمهور المتعامل في الأوراق المالية المشتقة، ومن ثم رفع درجة السيولة الخاصة بها.

ومن أهم الدراسات التي اهتمت ببحث اختبارات كفاءة السوق في صيغتها المتوسطة، تلك الدراسة التي قدمها Jensen & Roll سنة 1969، حيث اهتمت بمتابعة اتجاه أسعار الأسهم عند القيام بعملية الاشتقاق، وقد غطت هذه الدراسة عملية اشتقاق 622 سهم مدرج ببورصة نيويورك لفترة زمنية امتدت ما بين سنة 1927 و 1959، وخلصت هذه الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماما وبسرعة المعلومات المتعلقة بالإعلان عن الاشتقاق، وأن هذه العملية لا تمنح لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين، حتى ولو قام ببذل الجهد وانفاق الأموال من أجل تحليل المعلومات الخاصة بالاشتقاق، ذلك لأن السوق تنسم بالكفاءة متوسطة القوة.

ج- الإصدارات الجديدة

أوضحت الدراسة التي أجراها كل من Miller & Reilly سنة 1987 بشأن الأسهم التي تطرح لأول مرة، أن سعر السهم الذي يطرح للمرة الأولى للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، غير أن القيمة السوقية للسهم سرعان ما ترتفع لتصل إلى قيمته الحقيقية والتي تعكس

المعلومات المتاحة، وهذا بعد نفاذ الإصدار بيوم واحد، وذلك حينما تتداول الأسهم بين المستثمرين. كما أوضحت الدراسة التي قام بها Pearce & Rolly سنة 1985، أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات المتعلقة بالأحوال الاقتصادية التي تصل للمتعاملين في السوق، الأمر الذي يؤيد الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق.

ومن خلال تناول أهم اختبارات كفاءة السوق في شكلها متوسط القوة، فإن أسعار الأسهم تعكس-بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم في الماضي-إضافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والتي تتمثل في الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية المحلية والعالمية وكذا ظروف المؤسسة الداخلية، بالإضافة إلى مختلف التقارير والتحليلات والتفسيرات الخاصة بالوضع المالية للمؤسسة وللأقتصاد، والتي تعدها الجهات المختصة.

في ظل الشكل متوسط القوة من كفاءة السوق، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن هذه الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات، بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييرا على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلية للمعلومات التي وصلت له من قبل.

تأسيسا على ذلك، لا ينبغي للمستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، حيث تقدم الدراسات التي أجريت على أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية مساندة للافتراض القائل على أن هذه الأسواق تتصف بالكفاءة في شكلها

المتوسط¹، ذلك أنه يتاح للمستثمرين في هذه الأسواق معلومات من مصادر شتى، فبالإضافة إلى ما تقدمه لجنة بورصة الأوراق المالية، تقدم المؤسسات المعلومات التي يحتاجها المستثمر لتقييم الأوراق المالية، كما تقدم الصحف والدوريات المالية والشبكات الإخبارية وشبكات الانترنت الأخبار والمعلومات بأسرع ما يمكن وبأقل تكلفة، وهو الشيء الذي أدى إلى انعكاس الأسعار في الأسواق الأمريكية لكافة المعلومات العامة المتاحة للجميع على وجه السرعة، وهذا ما يؤيد فرض الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق.

الفرع الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي

تعتبر الصيغة القوية لكفاءة السوق بمثابة أعلى مستويات الكفاءة لسوق الأوراق المالية، لأن الأسعار تعكس كل المعلومات التي يمكن معرفتها سواء كانت عامة أو خاصة، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل المعلومات الخاصة، وذلك بالاعتماد على العاملين بالشركة والمؤسسات المالية والمتخصصين في الأوراق المالية. ولتوضيح هذه الصيغة سيتم تناولها من خلال ما يلي:

أولاً: مفهوم الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي

تعكس الصيغة القوية للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوفر لمجموعات معينة، مثل كبار العاملين بالمؤسسات المصدرة للأوراق المالية أو مدير المؤسسات المالية^{*}، حيث يمكن لهذه المجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة نسبياً، وتعرف كفاءة السوق في صيغتها القوية بأنه: عبارة عن السوق التي تنعكس فيها كل المعلومات العامة والخاصة على أسعار الورقة المالية²، كما تعرف أيضاً بأنها: السوق التي لا يمكن فيها الحصول على معلومات غير منشورة تخص أصل مالي من أجل تقدير التطورات المستقبلية

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 268.

^{*} يصطلح عليهم باللغة الانجليزية بـ INSIDES

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 268.

لسعر هذا الأصل المالي.¹

إلا أنه لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالمؤسسة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.²

من خلال ما سبق، يتضح أن الواقع العملي لا يمكنه توفير الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة، إلا أنه بإمكان الموظفين والمساهمين بالشركة ممن يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالمؤسسة، وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

ثانياً: اختيارات الصيغة القوية لكفاءة السوق المالي

تم اختبار فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق من خلال وسيلة تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهي: المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية: تمتلك المؤسسة المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي، ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، ومقارنة العائد المحقق مع مستوى المخاطر بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

وقد أسفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال، عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، فقد أكدت الدراسة التي أجراها شوقي "Shawky, 1982" وكذلك دراسة قام بها "Viet & Cheny , 1982" عدم قدرة

¹ Fredj Jawadi, Jean. Michel sahut, op-cit ,p22.

² عاطف وليم اندوراس، المرجع المذكور سابقا ، ص160.

هذه المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، الأمر الذي يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح عادية.

ومن ناحية أخرى، كشفت دراسات أخرى عن عدم قدرة المؤسسات المتخصصة في التحليل على تحقيق أرباح متميزة بل أن قدرتها على تقدير القيمة الحقيقية للسهم قد لا تتسم بالدقة، الأمر الذي يؤيد عمليا صيغة الفرض القوي لكفاءة السوق، ويعارض البعض الاتجاه السابق، حيث يرى أن قدرة مؤسسات التحليل المالي على تقديم استشارات لعملاء حققوا من وراءها أرباحا غير عادية، وقد تكون بمثابة عدم اعتراف بصيغة الفرض القوي لكفاءة السوق.

تأسيسا على ما أوضحته الدراسات التجريبية بشأن قدرة كبار العاملين في الشركات على تحقيق أرباح غير عادية، بما يعنى عدم وجود السوق الكفو في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا يعني قدرة المؤسسة المحترفة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك¹، ويمكن تلخيص مستويات كفاءة في أسواق الأوراق المالية في الجدول التالي:

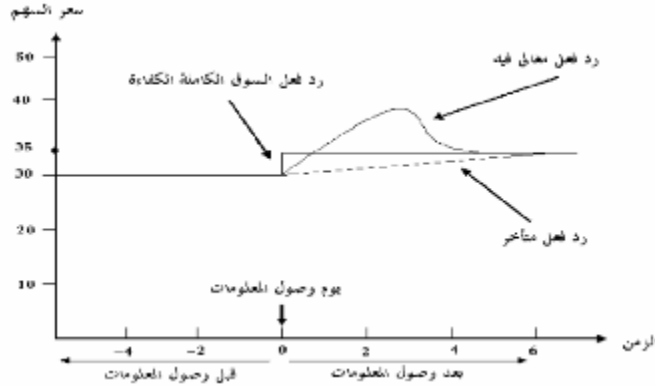
الجدول رقم (06): مستويات كفاءة في أسواق الأوراق المالية

المستوى	المواصفات
المستوى القوي	تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات: التاريخية والمنشورة والخاصة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أي عوائد غير عادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تساعده على التنبؤ بالأسعار المستقبلية .
المستوى المتوسط (شبه القوي)	تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية والمنشورة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أي عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها لا تساعده على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.
المستوى الضعيف	تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أي عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوكا عشوائيا ولا يتمكن مع وجود ذلك السلوك من أن يتنبأ بالأسعار .

المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة لتسويق والتوريدات، (2007)، ص

¹ عاطف وليم اندوراس، المرجع المذكور سابقا ، ص 64.

كما يمكن توضيح الفروض الثلاث الخاصة بدرجة كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (17): سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق

المصدر: عاطف وليم اندوراس، المرجع المذكور سابقاً، ص163.

المطلب الرابع: متطلبات ومؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

لضمان تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية لابد من توفر جملة من المتطلبات تتضافر فيما بينها للوصول الى هذا الهدف، كما لا بد ايضاً من مجموعة من المؤشرات لقياس ومتابعة تطور مستوى هذه الكفاءة، وسيتم في هذا المطلب دراسة متطلبات ومؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

الفرع الأول: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة أسواق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها مجموعة من المتطلبات نوردّها

فيما يلي:¹

1- المعلومات

تقوم أسواق الأوراق المالية بتوفير المعلومات عن مختلف القطاعات الاقتصادية، والمؤسسات

¹ انظر: الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص262.

المسجلة في السوق، وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطرة والعائد للقطاع والمؤسسات، ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمؤسسات التي تعمل بكفاءة والأخرى التي لا تعمل بكفاءة في نشاطها وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين، كما يضغط تغير الأسعار في سوق الأوراق المالية على قيام المنشآت بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من قبل المؤسسة، وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق مالية جديدة تباع بسعر مرتفع، مما يوفر تمويلا أوسع لنشاط المؤسسة وبتكلفة منخفضة. ويعكس ارتفاع أسعار الأوراق المالية ثقة السوق في المؤسسة، وهو ما يوفر لها فرص الحصول على مزايا عديدة سواء في تسويق منتجاتها، أو الحصول على تمويل من مصادر أخرى، وهكذا توفر المعلومات السيولة اللازمة للأوراق المالية، مما يجعل هذه الأخيرة أكثر جاذبية للمستثمر في حالة ارتفاع السيولة لها.

2 السيولة

تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

ولذلك، فإن سيولة السوق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد، لأنها تتيح الاختيار أمام متخذ القرار سواء من الأفراد أو المؤسسات، ومن ثم تساعد على اختيار البديل الذي يعظم من كفاءة التخصيص، كما أن السيولة تعمل على توفير سمة انتظام الأسعار، أي استقرارها في السوق.

وعليه، فإن السيولة التي تعد إحدى السمات الرئيسية لكفاءة السوق، تعني القدرة على الشراء والبيع بسهولة مما يؤدي إلى رفع كفاءة السوق من خلال المساهمة في:

- تشجيع الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- تحسين تخصيص رأس المال المستثمر في ضوء الفرص الاستثمارية؛
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة مما يساهم في مدى اتساع حجم السوق؛
- إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات.

3- عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرصا متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل في سوق رأس المال إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار وفقا للأسس الاقتصادية، مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد. وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة البورصة لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير اقتصادية، فكلما اتسمت السوق بالعدالة، انعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تطوير كفاءة أسواق الأوراق المالية.

4- تكلفة المعاملات

تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري، لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفؤ تتميز بانخفاض تكلفة المعاملات، الشيء الذي يؤدي إلى تطور كفاءة الاستثمارات، ويساهم انخفاض تكلفة المعاملات في رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال تحقيق ما يلي:

- خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسмсرة، ودون أن يتاح لتجار الأوراق المالية المتخصصين وصناع السوق لتحقيق أرباح غير عادية؛
- توفير إمكانية تبادل القيم المتداولة بصفة مستمرة، وانهاء مختلف العمليات في وقت معقول؛
- إزالة القيود المؤسسية أو المعلوماتية غير المبررة على التعامل في الأوراق المالية مع إمكانية التجزئة الكاملة لجميع الأوراق المالية محل التعامل.

5 - رشادة سلوك المستثمر

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة، ويسعى المستثمر لتعظيم المنفعة، ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظته بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر. ويؤدي السلوك الرشيد للمستثمر إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال:

- تكوين محفظة مالية كفؤ بعد معالجة المعلومات المتوفرة لديه وتحليلها؛
- اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المؤسسات ذات السمعة الجيدة؛
- فحص وتدقيق البدائل الاستثمارية المتوفرة لاختيار التوليفة الأكفأ وعدم العمل بالشائعات.

6- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين

يقصد بدرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم بالأوراق المالية الخاصة بزبائنهم، وللوصول إلى درجة عالية من الأمان والعدالة بين المتعاملين ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- ضمان المنافسة النزيهة بين المتعاملين من خلال توافر عدد كبير من المستثمرين؛

- نفي وجود قوة احتكارية على الأسعار؛
- إزالة العوائق على الاستثمار من خلال حرية دخول وخروج رؤوس الأموال؛
- وضع قوانين لحماية المستثمر خاصة صغار المستثمرين؛
- متابعة الإدارة من قبل المساهمين حتى لا تترك فرصة للإدارة غير الفعالة من أن تبقى تتمتع بامتيازات طويلة دون أن تحقق عوائد مقبولة.

7 - الهيكل المؤسسي والتنظيمي والتشريعي

من أهم متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية وتطويرها هو وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي ونظام تشريعي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق. فنشاط هذه الأسواق يستند إلى عدة قوانين وقواعد تنظمه وتوفر الحماية للمستثمر فضلاً عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق. وعليه، فإنه للوصول إلى تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية لابد من توفر ما يلي:

- هيكل مؤسسي وتنظيمي يعمل بالخصوص على إحكام الرقابة على التعاملات في سوق

الأوراق المالية؛

- قوانين منظمة للسوق والتي تخص إصدار الأوراق المالية وتداولها، شروط دخول المؤسسات إلى البورصة، قوانين حماية المستثمر... الخ، هذه القوانين تسعى من خلالها إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- توفير المعلومات بشفافية عن الأوراق المالية المتداولة في البورصة أمام المستثمرين والمتعاملين في السوق؛
- منع التزيف والغش أو ممارسات غير مشروعة تؤثر على تداول الأوراق المالية؛
- زيادة حجم الاستثمارات والتخصيص الأمثل للموارد وزيادة الفعالية في التنظيم وإدارة رؤوس الأموال.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية

حتى نتمكن من قياس مدى أو درجة التطور في كفاءة أسواق الأوراق المالية لابد من مجموعة

من المؤشرات يتم توضيحها فيما يلي:

أولاً: مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

- الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة.¹

الرسملة السوقية = قيمة الأسهم المدرجة في السوق / الناتج المحلي الإجمالي

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد المالية اللازمة

للاستثمار، أي قدرتها على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق والتي تستثمر

مواردها. ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة

وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح تطور معدل الرسملة البورصة مدى سرعة وإيجابية

تطور البورصة، وفيما يلي تطور القيمة السوقية حسب المناطق الزمنية وفقاً لتقارير اتحاد البورصات

العالمية من بداية 2008 إلى غاية أكتوبر 2013.



الشكل رقم (18): تطور القيمة السوقية للأسهم المحلية عن طريق المناطق الزمنية (تريليون دولار)

source : WFE , 2013 WFE Market Highlights, 28 January 2014,web site:

http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf (consultation

date 24-01-2014)

¹ حسان خضر، المرجع المذكور سابقاً، ص06.

نلاحظ من الشكل السابق أن منطقة أمريكا سجلت أكبر قيمة سوقية تليها منطقة آسيا والباسيفيك ثم أوروبا وإفريقيا والشرق الأوسط، كما نلاحظ ترجع القيمة السوقية خلال النصف الثاني من سنة 2008 والنصف الأول من 2009 نتيجة لازمة المالية العالمية، والمنحنيات الثلاثة تأخذ نفس الشكل نتيجة العولمة المالية.

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، ويرتبط ذلك بارتفاع رأسمال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة.¹

ثانياً: السيولة: وتحدد عن طريق المؤشر التالي:

- مؤشر قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي

يشير ارتفاع مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، ويعكس هذا المؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل.

- مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية

يعبر ارتفاع مؤشر قيمة التداول إلى قيمة الرسملة البورصية عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة إلى السوق، ويوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

¹ انظر:

الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص 264-268.

إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقاً، ص 39-41.

ثالثاً: مؤشر درجة التذبذب في العوائد

تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق الأوراق المالية. وتحسب درجة التذبذب في العوائد وفق الصيغة الموالية:

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N}$$

حيث إن:

TV: تمثل درجة التذبذب في العوائد.

R_m : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

$\bar{R}$: متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N : عدد سنوات مشاهدات.

يؤدي انخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعد أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق الأوراق المالية.

رابعاً: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية

يقصد بكفاءة التسعير أن يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وينبغي أن يتسم توافر المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة المنخفضة، وتتعكس الكفاءة على التخصيص الكفء للموارد، بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل اقتصادي متميز.

كما ترتبط كفاءة التسعير بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة المعاملات. ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية من خلال المؤشرين الموالين: أ- مدى توافر مصادر المعلومات: تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة أوراقها في السوق، وهي سمة من سمات الدول التي توجد بها أسواق مالية متقدمة. ويجب أن يكون هدف هذه الهيئات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر في الأوراق المالية، والتي تتمثل على الخصوص في المعلومات والتحليل التي تخص الاقتصاد العالمي والمحلي ومختلف قطاعات النشاط الاقتصادي وكذا مؤشرات عن ماضي ومستقبل المؤسسات، وذلك حتى يكون أمام المستثمر جميع البيانات والمعلومات لاتخاذ قرار الاستثمار وتزيد بذلك من ثقته في المؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

ب- مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية: تعتبر أسعار الفائدة ومعدلات التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في حركة أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات الاقتصادية إلى وجود علاقات عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المتداولة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي يطلب المستثمر معدلاً مرتفعاً الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية وذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأوراق المالية، وهي مؤشر عن مدى كفاءة سوق الأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم، فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل، والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضالة كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فتوجد علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية والاتجاه للاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية، ومن ثم تنسم أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ تغير معدل الفائدة كمتغير مستقل ومؤشر عام للأسعار كمتغير تابع وكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للتغير في معدلات الفائدة.

خامسا: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

- مدى نشر المعلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية؛
- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة؛
- توافر قوانين حماية الاستثمار والمستثمر؛
- عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال؛
- انخفاض درجة المخاطر.

وعليه، فتوفر هذه المؤشرات في أسواق الأوراق المالية، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي، ودلالة على كفاءة هذه الأسواق.

المبحث الثاني: أسس الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة

السوق

بعد أن تطرقنا إلى كفاءة أسواق الأوراق المالية في المبحث السابق، سنتناول في هذا المبحث مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية التي تعد خطواتها نصف الطريق الذي يمر به المستثمر في اتخاذ القرارات الخاصة بعملية اختيار الأوراق المالية ومقدار الاستثمار والوقت المناسب للاستثمار فيه، كما سنتطرق إلى استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بوجود كفاءة السوق ودور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في دعم هذه الاستراتيجيات بالإضافة إلى أهمية التحليل الأساسي من خلال ما يلي:

المطلب الأول: مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية

الاستثمار هو تأجيل الحصول على منفعة حالية من أجل الحصول على منفعة مستقبلية أكبر، ينقسم إلى الاستثمار المباشر - يكون في الأصول الحقيقية مثل العقارات والمشاريع المختلفة - والاستثمار غير المباشر أو الاستثمار المالي - يكون في الأوراق المالية من أسهم وسندات وباقي أنواع الأوراق المالية - وستقتصر بحثنا في هذا المطلب على الاستثمار في الأوراق المالية من خلال ما يلي:

أولاً: مفهوم الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطرة

معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب¹، كما يعبر عن تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل عدد من الأوراق المالية، تعطى حاملها حق التصرف فيها بالبيع، بهدف الحصول على عائد نتيجة تحمل مستوى معين من المخاطرة²، هذه الأوراق المالية تتمثل في الأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات....، كما يعرف الاستثمار المالي بأنه: "حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) وأدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطرة معينة".³

إذن الاستثمار المالي عبارة عن توظيف الأموال بشراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي لمالكها الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية. كل ذلك في ظل وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية. كما أن للاستثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق نتيجة هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يضع أمواله في هذا الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره، أي المبادلة بين المخاطر والعوائد من خلال تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

¹ عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، الطبعة الخامسة، القاهرة: البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، (2004)، ص 25.

² محمد مطر، المرجع المذكور سابقاً، ص 79.

³ فؤاد النميمي، إرشد. عزمي، أسامة. الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، الأردن: دار المسيرة، الطبعة الأولى، (2004)، ص 20.

ثانيا: محفزات الاستثمار

إن مجرد توفر فوائض نقدية أو مدخرات، لدى الأفراد والمؤسسات، لا يكفي لكي تنشط حركة الاستثمار. بل يجب أن يرافق ذلك توفر مجموعة من العوامل التي تخلق حافزا لدى من لديهم مدخرات لتحويلها إلى استثمارات نذكر منها:

أولاً: توفر درجة عالية من " الوعي الاستثماري " لدى الأفراد والمؤسسات: لأن مثل هذا الوعي يجعل المدخرين يشعرون بالحس الاستثماري، الذي يجعلهم يقدرّون الإيرادات المترتبة عن توظيف مدخراتهم في شراء الأصول المنتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق بنكية، ربما تتناقص قيمتها الشرائية في المستقبل بفعل عامل التضخم والأزمات المالية المحتملة.

ثانيا: ينبغي توفير المناخ الاجتماعي والسياسي الملائم لعمليات الاستثمار، وذلك بتوفير الحد الأدنى من الأمان، الذي يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار، ومن أهم عوامل توفير المناخ المناسب للاستثمار، خلق قوانين وتشريعات، تنظم وتشجع عمليات الاستثمار، وتحفز وتحمي حقوق المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجانب، وتنظم المعاملات في الأسواق المالية. فتوفير جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي ينجر عنه طمأنة المدخرين والمستثمرين.

ثالثاً: من دوافع الاستثمار، توفر سوق مالي كفؤ وفعال، يوفر المكان والزمان المناسبين، يعطي للمدخرين فرصة في استثمار أموالهم، وللمقترضين في الحصول على تلك الأموال. وبصفة عامة يعطي فرص الاستثمار لكل واحد منهم في اختيار المجال المناسب، من حيث أداة الاستثمار والتكلفة والمخاطرة. وما يميز السوق المالي من حيث الكفاءة في توفير صفة الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث. وتوسيع هذا السوق والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال النشطة، بالإضافة إلى التقنين

الخاص بهذه المعاملات المالية في مجال الاستثمار¹.

ثالثا: خطوات الاستثمار المالي

تتطلب العملية الاستثمارية بقيام المستثمر برسم المعالم الكبرى للسياسة التي سيتبناها، تتضمن هذه السياسة أساسا تحديد أهدافه وقيمة الثروة التي سيقوم بتخصيصها لهذا الاستثمار الجديد، كما يقوم كذلك بتحديد مستويات المردودية التي يتوقع الحصول عليها في مقابل المخاطر التي لابد أن يكون واعيا بوجودها وبمدى قدرته واستعداده لتحملها.

بعد الوقوف على هذه العناصر، يجد المستثمر نفسه في مواجهة تشكيلة واسعة من الأوراق

المالية ينبغي عليه الاختيار فيما بينها، وهذا الاختيار سيتوقف على عوامل ثلاثة هي: أهداف الاستثمار؛ قيمة الثروة التي يمكن توجيهها لهذا الاستثمار؛ موقف المستثمر.

بعد الانتهاء من وضع السياسة، تأتي خطوة ثانية في العملية الاستثمارية هي القيام بتحليل الأوراق المالية لأجل اختيار تلك التي تتناسب وسياسة المستثمر، وذلك باللجوء إلى مداخل وأساليب سنلي مناقشتها لاحقا للوصول إلى اكتشاف الأوراق التي تشهد خلا سعيًا وتعطي فرصا أكبر لتحقيق أرباح غير عادية.

بعد القيام بالتحليل يصل المستثمر إلى مرحلة الاختيار، إذ يتعين عليه اختيار تلك الأوراق التي تحقق أعلى مردودية ممكنة مقابل أدنى مستوى للخطر مع مراعاة احترام مبدأ التنوع من خلال دراسة الارتباط الممكن بين الأوراق المالية، وهذا لأجل الوصول إلى محفظة كفوءة، وتككل عملية الاختيار في نهاية المطاف ببناء محفظة الأوراق المالية الجيدة.

لا تنتهي عملية الاستثمار عند الخطوات السابقة إذ ينبغي على المستثمر تقييم ومراجعة

¹عبد القادر بلبا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، السنة الجامعية 2003-2004، ص 35-36.

محفظته باستمرار فقد تتغير أهدافه الاستثمارية، ناهيك عن أن خصائص الأوراق المالية المكونة للمحفظة تتغير باستمرار، وفي كلتا الحالتين لن تصبح المحفظة المكونة سابقا كفؤة وجذابة من وجهة نظر المستثمر وتتطلب القيام بتعديلها أو تغييرها.¹

رابعاً: استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق

يطلق على هذا النوع من الاستراتيجيات اسم الاستراتيجية الساكنة* من خلال التطرق إلى فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية في المبحث الأول، وصلنا إلى أن الأسعار في السوق تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية وأن هذه القيمة تتحدد اعتماداً على العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد، وبالتالي يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لأن المعلومات التي وصلت إلى هذه النتائج تكون متوفرة لكل المستثمرين في نفس الوقت ودون تكلفة . وبذلك لا يوجد أي فارق زمني يفصل بين اكتشاف الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وتساوي هذه القيمة مع القيمة السوقية . وبالتالي تصبح أحسن استراتيجية في ظل الاعتراف بكفاءة السوق هي:

أ: استراتيجية الشراء والاحتفاظ** : هذه الاستراتيجية تقتضي بأنه بمجرد توفر الأموال، على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، إن المفهوم السابق لكفاءة السوق هو مفهوم شديد التحفظ، ذلك أن التغير في الأسعار نتيجة ورود معلومات جديدة يأخذ بعض الوقت . يضاف إلى ذلك أن المفهوم المذكور يقوم على فرض السوق الكامل، في حين الواقع يؤكد أنه ليس كذلك بسبب وجود تكلفة المعاملات والضريبة.²

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، المرجع المذكور سابقاً، ص 11-14.

* Passive Strategy

** Bay-and-hold Strategy

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 462.

لذلك تكون القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الحقيقية بمقدار الضريبة وتكلفة معاملات عملية البيع. ومن هنا فإن فرض كفاءة السوق في شكله المطلق لا يتحقق ويجب القبول بفرض الكفاءة الاقتصادية لكن هذا لا يجعل من استراتيجية الشراء والاحتفاظ أقل فعالية في تحقيق للأرباح بل أنها تبقى الاستراتيجية الأفضل.

ب: الاعتبارات التي ينبغي مراعاتها عند تكوين استراتيجية الشراء والاحتفاظ: لا يمكن لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ أن تحقق للمستثمر التوقعات المنتظرة منها إلا إذا توفرت في تكوينها الاعتبارات التالية:

أ - تنوع الاستثمارات: يعتبر التنوع أساس تحكم المستثمر في مخاطر المحفظة المالية، حيث تزيد المخاطر في المحافظ المكونة من أسهم عدد صغير من الشركات في حين تتخفض المخاطر كلما تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة وهناك مداخل عديدة للتنوع أبرزها:

- التنوع الساذج : الذي يقوم على لرة تخفيض المخاطر عن طريق زيادة عدد الاستثمارات في المحفظة، بل يؤكد سورنسن و بيورك (Sornsen & Burk) على أن استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تقوم على تنوع ساذج يمكن أن تحقق عائداً يفوق متوسط عائداً السوق، ويفترضان في هذا الصدد ترشيح عدد من الصناعات المتميزة (من ثلاث إلى عشر صناعات) على أن يتم بناء مبدئي للمحفظة من أسهم منشآت تنتمي إلى تلك الصناعات، ثم يجري عمليات إحلال في إطار تلك الصناعات من وقت لآخر.¹

- تنوع ماركوتز: على عكس أسلوب التنوع الساذج الذي يقضي بالاختيار العشوائي للاستثمارات المكونة للمحفظة، نجد أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط بين العوائد المتولدة عنها)، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 464.

المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها

علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية، ولما كان معامل الارتباط يتراوح بين $(+1)$ و (-1) فقد

استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت

المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.¹

ب- مستوى المخاطر :يتوقف مستوى مخاطر المحفظة على المستثمر، فهو للذي يتحكم في

المخاطر عن طريق الاستثمارات المكونة للمحفظة، فالمستثمر المتحفظ الذي يفضل تجنب المخاطر

قدر الإمكان يدخل في تشكيل المحفظة أسهم بعض الشركات التي تكون عوائدها أقل تقلبا مثل

شركات الأدوية والشركات الغذائية، كما يمكن أن يزود المحفظة بمجموعة من السندات الحكومية أو

سندات شركات ذات جودة عالية.

ج -الاعتبارات الضريبية :تلعب الاعتبارات الضريبية دورا هاما في اختيار الأسهم التي ينبغي أن

تتضمنها المحفظة، فكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية قد تفضل توجيه الجانب الأكبر من

مخصصات المحفظة إلى أسهم المؤسسات التي لا تجري توزيعات لأرباحها أو تجري توزيعات لجزء

صغير من تلك الأرباح²، خاصة عندما يكون معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة

على الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية بقيمة أعلى من قيمة شرائها.

د: السيولة : الأسواق المالية التي تتمتع بالسيولة هي تلك التي تستوعب التداول مع أقل تأثير على

السعر³، حيث يعتبر الأصل المالي سائلا وفقا لتعريف كينز -سنة 1930- إذا كان يمكن تحويله

¹ Markowitz model , Rai University, web site

<http://www.psnacet.edu.in/courses/MBA/sapm/lecture-29.pdf> (consultation date 12/08/2014)

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص 417.

³ paul c. tetlock, Does Liquidity Affect Securities Market Efficiency, march 2007, Columbia university, p4.

Web site: http://www.columbia.edu/~pt2238/papers/Tetlock_Liquidity_and_Efficiency_03_07.pdf (consultation date 13/08/2014)

إلى نقد بسرعة وبتكلفة منخفضة¹، لذا لتحقيق هدف السيولة يجب على المستثمر تكوين محفظة تشمل أوراقا مالية يسهل تصريفها وتتمتع بثبات نسبي في قيمتها السوقية مثل سندات الخزينة أو السندات الحكومية أو سندات قطاع الأعمال المرتفعة الجودة.

هـ- توقيت الاستثمار: تقوم استراتيجية الشراء والاحتفاظ على فرض كفاءة السوق وفي ظل هذا الفرض يجب التسليم بأن القيمة السوقية للورقة المالية تعادل قيمتها الحقيقية لذلك فالمستثمر الذي قام بشراء أوراق مالية في وقت معين لا يهتم بالتوقيت الذي يبيع فيه تلك الأوراق لأن القيمة السوقية لها هي قيمتها الحقيقية، وبالتالي فهو يبيعها حين يحتاج إلى السيولة أو حين ترتفع قيمتها السوقية ودون اللجوء للمضاربة التي تزيد من التكاليف دون أي جدوى²، أي أنه لا أهمية لتوقيت الاستثمار وفقا لهذه الاستراتيجية إلى بنيت على أساس وجود كفاءة السوق.

المطلب الثاني: مساهمة مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بناء استراتيجية

الاستثمار

ظهرت المؤشرات في القرن التاسع عشر ميلادي، وتطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن، حيث استخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، ويعتبر مؤشر داوجونز الأول في العالم حيث ظهر لأول مرة عام 1884، وسيتم توضيح كل ما يتعلق بمؤشرات أسواق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

أولاً: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعرف مؤشرات سوق الأوراق المالية بأنها: قيم رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق

¹ Radhakrishnan, Gopalan, and other, Asset Liquidity and Stock Liquidity, journal of financial and quantitative analysis, Vol. 47, No. 2, Apr. 2012, p333. Web site:

http://journals.cambridge.org/download.php?file=%2FJFQ%2FJFQ47_02%2FS0022109012000130a.pdf&code=df973c3303ff5782b38b329bcd41b762 (consultation date 13/08/2014)

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 467.

المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم.¹

كما تعرف مؤشرات سوق الأوراق المالية بأنها: قيم رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعملية المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (السلاسل الزمنية) أو تغيرات المقطعية بين المؤسسات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق الأوراق المالية، وبشكل رئيس سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة.

كما تعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية بمثابة: تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى²، هذا وتقيس مؤشرات سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم المؤسسات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالباً ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق المستهدف قياسه. وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المؤسسات المشاركة في السوق أو من المؤسسات المشاركة في القطاع، ولذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر: الدار الجامعية، (2002)، ص 251.

² P. topscalian , Les indices boursières sur action, Economica, Paris, (1996), p 09.

- حالة سوق الأسهم ككل مثل مؤشر دوجونز المتوسط للصناعة DJIA و مؤشر S&P500 مؤشرات سوق الأسهم لصناعة (قطاع) معين: مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل DJT ،مؤشر ستاندر أند بورز لصناعة المنافع العامة S&P Public Utilisiez .
- حالة سوق الأسهم لإقليم معين: وهي مؤشرات مركبة لاقتصادات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي والذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.¹

ثانيا: المتغيرات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

تتمثل المتغيرات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

1- حجم العينة وملاءمتها:

- تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:
- الحجم: من الطبيعي أنه كلما ازداد عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة، وهو مبدأ إحصائي معروف.
- الاتساع: مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.²
- المصدر: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية.³

¹ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا، ص298.

² المرجع نفسه، ص300.

³ حسان خضر، المرجع المذكور سابقا، ص8.

2- الترجيح لمفردات العينية: بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر وفق شروط الملاءمة، لابد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر، ويقف في مقدمتها أسلوب تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما وأن القيمة السوقية للورقة تختلف، فضلا عن اختلاف العدد المتداول من الأوراق، ومرة أخرى لابد من تجنب المؤشر المكون التحيز. إذن فترجيح أسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة ضمن محفظة المؤشر، هذا وتوجد أربع أساليب للترجيح هي:

أ- الترجيح بدلالة السعر: يعد سعر السهم المعبر الرئيس عن مساهمة المؤسسة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر (العينة).

ب- الترجيح بدلالة القيمة : يقوم هذا الأسلوب بترجيح سهم مؤسسة ضمت إلى المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر * الكمية = القيمة) وبذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمؤسسة صاحبة السهم المدرج في المؤشر، لذلك فالمؤسسات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وأن اختلف سعر السهم لكل منها.

ج- الترجيح المتساوي للسعر: يقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في إلغاء التحيز السعري الموجود في طريقة الترجيح السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها على المؤشر، وعمليا يمكن إتباع هذا الأسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية تمثل مقلوب سعر السهم $(f=1/p)$ ، بحيث أن القيمة f إذا ضربت في السعر الأصلي تكون النتيجة صحيحة أي أن المؤشر يوضح أن حجم الاستثمار في كل سهم متساوي في استحوازه من الاستثمار الإجمالي.

د- الترجيح بالأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح على إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي وليس الوسط الحسابي، وأخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق.¹

ونخلص من خلال متابعة مؤشرات حالة السوق إلى أن هناك أساليب ترجيح مختلفة، فمنهم من يعرض المؤشر من خلال الوسط الحسابي (Dow jones) ومنها من يعرض المؤشر بالأرقام القياسي (S&P) ومنها من يعرضه بواسطة الوسط الهندسي.

ثالثا: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

تختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى، ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا، وهذا من خلال النقاط الآتية:

1- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

توجد عدة مؤشرات نذكر منها:

أ- مؤشر دواجونز Dow jones الصناعي :

يعتبر مؤشر "Dow jones" أحد أقدم المؤشرات حيث نشر أول مرة في Wall street في 03 جوان 1884م، وينتسب إلى مؤسسة "تشارلز دو"². وكان يتضمن 12 سهما أي 10 أسهم من أسهم مؤسسات السكك الحديدية وسهمين (02) من أسهم المؤسسات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربع سنوات تضمن مؤشر Dow jones عشرون سهما

¹ انظر: محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقا، ص 298-313.

² عبدالغني ددان، المرجع المذكور سابقا، ص 184.

أي 18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم شركات الصناعية.¹

وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم للعينة.²

ويعتبر مؤشر Dow Jones الصناعي مؤشرا خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر.

ب- مؤشر S & P:

انشئ مؤشر S&P بتاريخ 1957/03/04 ، ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف باسم S & P 500 لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي: 425 سهم من الشركات الصناعية و 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... الخ ، و 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك³. ويضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عند مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.⁴

وفيما يلي نقدم صورة عن تطور مؤشر S&P500 خلال الفترة الممتدة من سبتمبر 2013

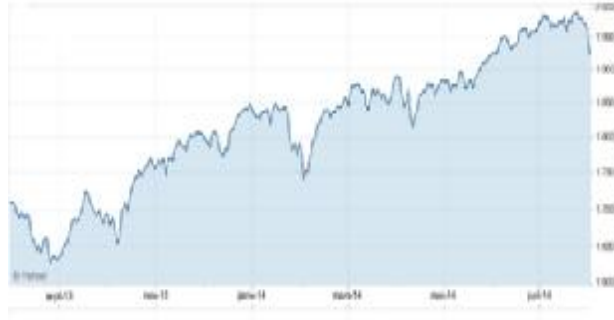
الى جوان 2014.

¹ محمد صالح الحلوي، جلال إبراهيم العبد، المرجع المذكور سابقا، ص 256.

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 261.

³ محمد صالح الحلوي، جلال إبراهيم العبد، المرجع المذكور سابقا، ص 253.

⁴ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصر: الدار الجامعية، (1998)، ص 248.



الشكل رقم(19): تطور مؤشر S&p500 خلال الفترة الممتدة من سبتمبر 2013 إلى جوان

2014.(الوحدة مليار دولار)

Source: S&P 500 index ,yahoo finance,(date de consultation 2-8-2014)

ج- مؤشر الجمعية الدولية للنظام المتجارة الآلي للأوراق المالية * NASDAQ : يتكون من ستة

(06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات

المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات

الستة (06) ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة Wall street.¹

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر استخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية

وهما:

أ- مؤشر NIKKEI: تم إنشاءه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة وطريقة حسابه

تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد

المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها

المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة

* National Association Of Security Dealers Automated Quotation.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، المرجع المذكور سابقا ، ص 251.

أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.¹

ب- مؤشر TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.²

3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:

- مؤشر CAC لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيلا يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31

- مؤشر CAC 40: ويتم حسابه انطلاقا من عينة تتكون من 40 شركة فرنسية مقيدة في سوق باريس وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 1987/12/31 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة.³

4- المؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

المؤشران الأكثر استخداما في البورصات البريطانية هما:

1- مؤشر FTSE 100 Chare index: انشئ بتاريخ 1983/11/30 م⁴، يعد أحدث مؤشر يتم

¹ محمد أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، مصر: الدار الجامعية، (2002)، ص 123.

² عبد الغني ددان، المرجع المذكور سابقا ، ص185.

³ Disbarrieres, Nelly. LA Bourse et ses back-offices, Paris :Economica, 3 ème édition, (2001)، p75.

⁴ عبد الغني ددان، المرجع المذكور سابقا ، ص185.

حسابه ونشره في بريطانيا ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح، ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لا ترجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه EPIS* ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية¹ TOPIC**، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر².

1- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-All - Share : يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة المحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في اثنان.

*اختصار لمصطلح Electronic price information computer

** اختصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer.

² أحمد سعد عبد اللطيف، المرجع المذكور سابقا، ص 251-252.

رابعاً: استخدام المؤشرات في أسواق الأوراق المالية:

تساهم المؤشرات في أسواق الأوراق المالية في تحقيق ما يلي:

- التعرف على اتجاهات أسواق الأوراق المالية والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي. حيث أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (ال شراء أو البيع) في الوقت المناسب، فمثلاً عندما تكون حركة السوق متزايدة فإنه سوقاً صعودياً، بينما توضح الحركة التناقضية لمؤشر السوق بأنه سوقاً نزولياً ووفق هذين الاتجاهين اللذين يعكسهما مؤشر السوق يتخذ القرار، حيث تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. حيث يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي يمكننا نسبياً من خلال تغيرات مؤشرات السوق.¹

- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتقيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.²

- إن الأساس النظري لقيام أسواق الأوراق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجاً لمدراء المحافظ

¹ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 299.

² أحمد سعد عبد اللطيف، المرجع المذكور سابقاً، ص 233-234.

الاستثمارية أو حاملو الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه السوق بعائد المستثمر لمستوى مخاطر معينة وهو ما يسمح بالتعرف على النجاح النسبي أو الفشل النسبي في القرارات الاستثمارية.

- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية: يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر الأسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعاً جيداً فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.¹
- الحكم على أداء المديرين: وفقاً لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً جيداً الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.²

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد

¹ محمود محمد داغر، المرجع المذكور سابقاً، ص 299.

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، (1999)، ص 247.

ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق

الواعدة.¹

المطلب الثالث: مفهوم وأهمية التحليل الأساسي للأوراق المالية

يعتبر التحليل الأساسي أحد الأساليب المعتمدة في تحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم،

وسيتيم التطرق إلى مفهوم وأهمية هذا الأسلوب من خلال ما يلي:

أولاً: مفهوم التحليل الأساسي

المدخل الأساسي في تحليل الأوراق المالية هو التحليل العلمي الذي يعتمد على استخدام

الأساليب العلمية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم في السوق، بعد دراسة الظروف الاقتصادية

العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي، وتحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة نفسها.²

كما يعرف التحليل الأساسي بأنه: " التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة في سعر

السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية

الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل

المؤسسة ذاتها"³ ، فهو يستخدم على نطاق واسع من قبل المهنيين في اسواق الأوراق المالية ،

ويهدف التحليل الأساسي لتقييم قيمة الورقة المالية من خلال مراعاة العوامل الكامنة التي قد تؤثر

على حاضر ومستقبل شركة .

وعليه، فإن التحليل الأساسي هو علمية تقييمية يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد سعر

الورقة المالية، من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل

مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها.

¹ محمد صالح الحنوي، جلال إبراهيم العبد، المرجع المذكور سابقاً، ص 252.

² دريد كامل ال شبيب، الاسواق المالية والنقدية، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع، (2012)، ص236.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 159.

ثانيا: أهمية التحليل الأساسي

هذا النوع من التحليل يمكن المستثمر من الاجابة على السؤال : هل شراء هذا السهم مهم للمستثمر أولا ؟. فمن المهم للمستثمر قبل شراء سهم مقارنة القيمة السوقية لهذه الأسهم بالقيمة الجوهرية عن طريق البيانات الاقتصادية والمالية للمؤسسة.¹

إن تكمين أهمية التحليل الأساسي في تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين، حيث تمكنهم من الإجابة على التساؤلات التي يواجهونها عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، وأهمها ماهية الأوراق المالية التي يتعين شراءها أو بيعها وما هو التوقيت الملائم للقيام بذلك.

ففي ظل التحليل الأساسي، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد، ومن ثم يتم القيام بدراسة وتحليل التقارير المالية للمؤسسة التي تستثمر فيها أمواله عن طريق التحليل المالي لتلك التقارير التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، وإيجاد العلاقات والاتجاهات والمؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، بهدف التعرف على درجة نمو المشروع ومقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

كما يتم التوسع في التحليل بدراسة الصناعة التي ينتمي إليها المشروع ودرجة الطلب على منتجاته والمشكلات الإنتاجية والتسويقية والمالية التي تواجه هذا النوع من النشاط، وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم للمشروعات التي تنتمي إليها تلك الصناعة، وفي الأخير يقوم المستثمر بدراسة

¹Banque populaire rives paris, L'analyse fondamentale, option finance expertise , mai 2009,p4

http://www.rivesparis.banquepopulaire.fr/portailinternet/Editorial/Lists/DocEditoList/informations-financieres/analyse_fondamentale.pdf (date de consultation 15-08-2014)

الاقتصاد الكلي وتحليل السياسات المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والخاصة بفرض الضرائب، وأسعار الفائدة ومعدل التضخم وأثر كل ذلك على أسعار الأسهم.

وعليه، فإن أهمية التحليل الأساسي تتجلى في تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها إلى المحفظة الاستثمارية، وبهذا فالتحليل الأساسي بمستوياته الثلاث يهدف في النهاية إلى التوصل إلى القيمة الذاتية والحقيقية للاستثمار ومدى قربها أو بعدها عند القيمة السوقية له.¹

يهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، وذلك بهدف تحقيق ما يلي:

- التعرف على القيمة العادلة لأسهم المؤسسة؛
- تقييم القوة الإيرادية للمؤسسة والعائد على الاستثمار فيها؛
- تقييم هيكل رأس مال المؤسسة؛
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل؛
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في المؤسسة ومعدلات النمو المتوقعة؛
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة.²

ثالثاً: مضمون التحليل الأساسي

باعتبار التحليل الأساسي يهتم بتحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحليلين، فهو يتضمن التحليل الأساسي للمعلومات ثلاث مراحل هي:

¹ أمين السيد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2006)، ص 46-47.

² عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، المرجع المذكور سابقاً.

المرحلة الأولى: تحليل الظروف الاقتصادية

تهتم بتحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة فيها، والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية، وتشمل هذه الظروف الاقتصادية تحليل السياسة المالية والسياسة النقدية وتحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي...).

1- تحليل السياسة المالية

السياسة المالية هي السياسة التي بفضلها تستعمل الحكومة برامج نفقاتها وإيراداتها العامة والتي تنتظم في الموازنة العامة لإحداث آثار مرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة على الدخل والإنتاج والتوظيف أي تنمية واستقرار الاقتصاد الوطني ومعالجة مشاكله ومواجهة كافة الظروف المتغيرة¹، هذا وتتأثر حركة أسعار الأوراق المالية نتيجة لأدوات السياسة المالية - الضرائب والإنفاق الحكومي من خلال اتجاهين رئيسيين هما:

- يتأثر عائد المؤسسات مباشرة بالتغير في مستوى الضرائب والإنفاق الحكومي وينعكس ذلك على التغير في العائد سعر الورقة المالية.
- تتأثر حركة الأسعار في السوق نتيجة التغير في الإنفاق الكلي وينعكس ذلك على الناتج الاسمي في الاقتصاد.²

من خلال ما سبق نجد أن أدوات السياسة المالية (النفقات والإيرادات) العملة المتبعة من طرف الدولة تؤثر على حركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية ومن ثم على أداء هذه الأسواق.

2- تحليل السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية بأنها إدارة التوسع و الانكماش في حجم النقد المتداول لغرض الحصول على أهداف معينة³، وذلك بتدخل البنك المركزي في تحديد حجم وكمية النقود في الاقتصاد

¹ مسعود دراوسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية 2005/2006، ص 49.

² إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقا، ص 55.

³ موسى بوخاري لحو، سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، لبنان: مكتبة حسين العصرية، (2010)، ص 59.

للوطني، وتأثير ذلك على حجم الائتمان عن طريق استخدام الأدوات النقدية، وتأثيرها أيضا على الاستثمار والنشاط الاقتصادي في المجتمع من خلال التأثير على سعر الفائدة.¹

إذن السياسة النقدية تتمثل في جميع الموارد المستخدمة من قبل دولة أو السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال تنظيم عملتها²، من خلال الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية لتحقيق أهداف تحددها هذه السلطات.³

وتعتبر السياسة النقدية عاملا مؤثرا في حركة تداول الأوراق المالية وتطور أسعارها في السوق، ولما كان نشاط الأسواق المالية جزءا مهما من النشاط الاقتصادي، فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثيراته في هذه الأسواق، وبالقدر الذي يشجع أو يثبط الجمهور على شراء أو بيع الأسهم والسندات على وفق الأدوات الكمية والنوعية لعرض النقد.

كما أن لأثار انتقال ما يسمى بالصدمات النقدية * إلى أسواق الأوراق المالية أثار جدلا واسعا بين العديد من مدارس الفكر الاقتصادية، تركز حول نوع العلاقة التي تربط عرض النقد وأسعار الأوراق المالية من أسهم و سندات أو مشتقات مالية ، فضلا عن الآلية التي يتم من خلالها انتقال أثر التغير في عرض النقد إلى سوق الأوراق المالية.⁴

¹ عبد المجيد عبد المطلب، اقتصاديات النقود والبنوك (الاساسيات والمستجدات)، الاسكندرية: الدار الجامعية، (2010)، ص273.

²Banque de France , Définition de la politique monétaire, site web : <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/presentation-de-la-politique-monetaire/definition-de-la-politique-monetaire.html>(date de consultation 15-08-2014)

³مفتاح صالح ، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (1990-2000)، أطروحة دكتوراه الدولة ، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، السنة الجامعية 2002-2003 ، ص89-90.

* يقصد بالصدمة النقدية الزيادة الفجائية في وسائل الدفع (النقود بكل أشكالها) المتاحة في الاقتصاد.

⁴ محمود صالح عطية، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق ، جامعة ديالى: مجلة ديالى ، العدد الرابع والخمسون، 2012 ، ص5.

(تاريخ المعاينة 2014-08-16) <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=44818>

زيادة المعروض من النقود بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار الحقيقي، سيؤدي بالتبعية إلى زيادة حجم التداول على مستوى أسواق الأوراق المالية وانتعاش أسعارها. كما ان تخفيض أسعار الفائدة سيؤدي إلى تشجيع المناخ الاستثماري، مؤبياً بالضرورة إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة وزيادة للدخول التي عادة ما تنعكس على زيادة مستوى الطلب ، ونتيجة لذلك من المحتمل ازدياد أرباح المؤسسات الاقتصادية، فمن المرجح أن يرتفع مستوى أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم العادية في السوق المالية كمحصلة نهائية لزيادة عرض النقد.

3- تحليل مؤشرات الاقتصاد الكلي

تلعب عناصر الاقتصاد الكلي دور فاعلا في التأثير على مؤشرات اسواق الاوراق المالية، وعليه سنتناول في هذا الفرع تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي على عملية التحليل فيما يلي:

- الناتج الوطني الاجمالي: والذي هو عبارة عن قيمة ما ينتجه المجتمع من لبناء الجنسية الواحدة من السلع والخدمات خلال فترة زمنية محددة اينما كان موقع ابناء هذا البلد¹، غالبا ما يتم اعتبار إجمالي الناتج الوطني للفرد مؤشرا لمستوى المعيشة في الدولة. ولا يعد إجمالي الناتج المحلي للفرد مقياسا لدخل الفرد. ويتعلق الناتج الوطني الاجمالي بالحسابات الوطنية، فتحليل حجم الناتج الوطني الاجمالي يعتبر ضروريا لماله من تأثيرات إيجابية أو سلبية على أسعار الأوراق المالية، فالزيادة غير المتوقعة في معدل نمو النشاط الاقتصادي من شأنه أن يؤدي إلى التفاؤل المستقبلي، مما يزيد في حركة التعامل في الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها²، كما ان زيادة معدل حصة الفرد من الناتج المحلي الاجمالي يعكس مستوى دخل الفرد ومن ثم زيادة الادخار الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار في اسواق الاوراق المالية،

¹ دريد كامل ال شبيب، المرجع المذكور سابقا، ص242.

² الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا، ص234.

لذلك فمعرفة اتجاه الناتج المحلي الاجمالي يمكن للمحلل المالي من الاجابة على السؤال:

أين كان الاقتصاد وأين هو الان وإلى أين يتجه؟¹

- التضخم: هو الارتفاع المؤثر في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد، بحيث يرتبط التضخم بارتفاع مستمر في اسعار السلع والخدمات لفترة زمنية طويلة ، ويؤدي الارتفاع في معدل الاسعار الى انخفاض قيمة الوحدة النقدية أي تناقص القوة الشرائية للنقود²، لذا ترتبط أسعار الأسهم بعلاقة عكسية مع التضخم، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية إيجابية فسوف تزداد عوائد الأسهم ومن ثم أسعارها، وفي نفس الوقت فإن الزيادات المستقبلية في النشاط الحقيقي سوف تساهم في زيادة الطلب على النقود للمضاربة، مما يؤدي إلى انخفاض معدل التضخم، أما إذا حدث العكس وانخفض النشاط الحقيقي نتيجة لصدمة حقيقية سالبة فسوف تنخفض عوائد الأسهم وينخفض الطلب على النقود للمضاربة، وفي ظل سياسة البنك المركزي الرامية إلى إحداث استقرار في نمو وعرض النقود فإنه سوف يقوم بإصدار النقود، ومن ثم يزداد معدل التضخم، وهذه هي الترجمة الحقيقية للعلاقة العكسية بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم انطلاقاً من عوائدها.³

المرحلة الثانية: تحليل ظروف الصناعة (القطاع)

أ-تعريف القطاع

يعرف القطاع (الصناعة) بأنه " مجموعة الشركات التي تقوم بإنتاج سلع أو خدمات متشابهة وبالتالي تواجه ظروف اقتصادية واجتماعية وقانونية وتكنولوجية متشابهة، ومن ثم تقترب من بعضها

¹ دريد كامل ال شبيب، المرجع المذكور سابقاً، ص243.

² المرجع نفسه، ص245.

³ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص234.

من حيث العائد والمخاطرة"¹، لذا يتعين على المحلل المالي تضيق المؤشرات المستخدمة في عملية التحليل باتجاه دراسة الظروف العلة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وأداء القطاع وظروف المنافسة والمخاطر التكنولوجية المؤثرة على العلة وطبيعة القوانين والتعليمات المرتبطة بهذا القطاع.

يعمل التحليل الأساسي على دراسة وضع وحالة القطاع الذي تنتمي إليه الشركات التي يقوم بتحليلها حيث أن الشركة هي جزء من هذا القطاع وبصفة عامة من الصعب أن تجد شركة منتعشة في قطاع يعاني من أزمات ولذلك فإن التحليل الأساسي يدرس وضع القطاع معتمد على معدلات التنافس. تتضمن تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة الواعدة، إما بسبب التطور التكنولوجي أو التغير الاجتماعي أو أسباب أخرى.

ب- تصنيفات الصناعة

يمكن تصنيف الصناعة إلى عدة مجموعات أو قطاعات، وذلك على النحو التالي:

- الصناعات المتنامية: وهي تلك الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرب وبمعدل يفوق نمو الاقتصاد الوطني حيث يرتبط عادة وجودها بمرحلة تكنولوجية، مثل الصناعات التي ستتعامل في تصميم أنظمة المعلومات والتي تعتبر من الصناعات المتنامية في أواخر القرن الماضي.
- الصناعات المرتبطة بالدورات: ويقصد بها تلك الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد وتنخفض مع موجات الكساد، ومن أمثلة ذلك صناعات السلع المعمرة.
- الصناعات الدفاعية: وتتمثل في الصناعات التي تزدهر بازدهار الاقتصاد، ولكنها

¹ فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، الرياض: دار المريخ للنشر، (2002)، ص

تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد، ومن أمثلة هذه الصناعات صناعة الأدوية.

- الصناعات المنتهية والمرتبطة بالدورات: ويقصد بها تلك الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعة المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، ومن أمثالها صناعة الطيران، حيث في الظروف العادية يسير نمو تلك الصناعة بنفس معدل نمو الاقتصاد في الدولة، وفي الظروف غير العادية يتوقف معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد الوطني، وهو ما يحدث عند ظهور أنواع جديدة من الطائرات.¹

ج: أهمية تحليل ظروف الصناعة

يمكن أن يكون لتحليل ظروف الصناعة لآثار إيجابية، خاصة إذا كان أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين عبر الزمن، وكان أداء الصناعة الواحدة يتسم بالاستقرار وكذا تماثل أداء المؤسسات داخل صناعة ما، حيث تمكننا من معرفة الصناعات التي تتميز بمستوى عائد متوقع ومن ثم تركيز الاهتمام على تحليل ظروف المؤسسة أو المؤسسات التابعة لهذه الصناعات، ليبقى بعد ذلك اختيار مدى تماثل ربحية المؤسسة مع متوسط ربحية الصناعة. وقد تمت عدة دراسات في هذا الشأن، حيث كشفت أن لظروف الصناعة وظروف المؤسسة ذاتها تأثير على ربحيتها، وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية.

وعليه، فإن تحليل ظروف الصناعة في ظل وجود تباين بين عائد الصناعات المختلفة من شأنه أن يقلل الجهد المطلوب في ظروف تحليل المؤسسة، حيث يزيد من احتمال اختيار المؤسسة الجيدة التي يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة الأوراق المالية²، ويساعد هذا التحليل في إعطاء صورة أولية عن المؤسسة المراد الاستثمار فيها، وعند تحليل القطاع يجب تركيز على

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 321-322.

² الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص 236.

عدة جوانب منها:

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع؛
- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة؛
- معرفة درجة التقدم التكنولوجي وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع؛
- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية عليه؛
- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه؛
- أثر المنافسة العالمية على السوق المحلي والأسواق الأجنبية التي يتعامل معها القطاع؛
- معرفة نسبة السعر الى العائد PER للقطاع... الخ.

المرحلة الثالثة: تحليل ظروف المؤسسة

تخص تحليل المؤسسة ذاتها بهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعة الواعدة والتي على أساسها يحدد المستثمر الأوراق المالية التي يستثمر فيها.¹ (وسيتم التطرق الى تحليل ظروف الصناعة بالتفصيل في الفصل المقبل عن دراسة طرق قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية).

المطلب الرابع: أدوات التحليل الأساسي

لتحقيق أهدافه يعتمد التحليل الأساسي على العديد من الأدوات التي منها ما تخص تحليل الظروف الاقتصادية ومنها ما تخص تحليل ظروف المؤسسة. وسنتناول أهم هذه الأدوات بالدراسة فيما يلي:

الفرع الأول: المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية

يهتم التحليل الخاص بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بتحليل تطور الاقتصاد العالمي، كما يهتم

¹ انظر: إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص160-161.

التحليل بظروف الدولة، التي يستثمر فيها المستثمر لمعرفة تطور حركة السوق في هذه الدولة في أي وقت. ويمكن عرض أهم المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية فيما يلي:

أولاً: الناتج الوطني الإجمالي

كما أشرنا إليه سابقاً، يعتبر تحليل حجم الناتج الوطني الإجمالي ضرورياً لملء من تأثيرات إيجابية أو سلبية على أسعار الأوراق المالية، كما يعتبر مؤشر الأسعار بسوق رأس المال متوسطاً حسابياً لعينة من الأسعار في السوق ويعكس سلوك تحركات الأسعار في البورصة في أية لحظة، مما يمكن المقارنة بين فترة وأخرى وتتحدد حركة المؤشر وفقاً لتغير الأسعار في السوق، التي تتأثر بالمتغيرات الكلية في الاقتصاد في مقدمتها الناتج الوطني الإجمالي¹.

ثانياً: الدخل الوطني والنمو الاقتصادي

تكمن أهمية هذا المؤشر في معرفة الأوضاع المستقبلية للاقتصاد الوطني، فإذا كانت المعطيات الإحصائية تبين أن للدخل الوطني يتطور بصفة مستمرة ودائمة، فهذا يعني أن الآفاق المستقبلية من حيث الوضع العام للاقتصاد مشجعة، وهو ما يؤثر إيجاباً على أسعار الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات وتجعل الطلب عليها مستمراً².

ثالثاً: التضخم

يعتبر التضخم من العوامل التي تقلص الثقة في المستقبل، إذ أن الارتفاعات المتتالية في مؤشر الأسعار يمكن من استخلاص استنتاجات عديدة غير مشجعة، فالإقتصاد الذي يتميز بموجات تضخمية هو إقتصاد يتميز بهشاشة الوضع النقدي، ويقلص هذا الأمر من احتمال أخذ قرارات بعيدة

¹ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقاً، ص 53.

² أمين السيد، المرجع المذكور سابقاً، ص 100.

المدى على أساس الوضع غير المستقر¹، إذن فارتفاع معدلات التضخم يؤثر سلبا على التدفقات النقدية المستقبلية للأوراق المالية وعلى معدل العائد، ومن ثم على قيمة الأوراق المالية.

رابعاً: أسعار الفائدة

حيث تعتبر أسعار الفائدة العامل الأكثر تأثيراً على أسعار السندات، باعتبار أن المستثمر يحصل في الغالب على فائدة ثابتة، لهذا فإنه يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأوراق المالية.

وعليه، كلما ارتفع سعر الفائدة كلما خسر حملة السندات أكثر، باعتبار أن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أعلى من الفائدة التي يحصلون عليها من استثمارهم في السندات القديمة، الشيء الذي يخفض أسعار سنداتهم في البورصة، وبالعكس كلما انخفض سعر الفائدة في السوق كلما ازدادت فوائدهم مقارنة بفوائد السندات المصدرة حديثاً، أو أي توظيف آخر غير فائدة، وبالتالي ترتفع أسعار سنداتهم في البورصة²، لذا فإن دراسة هذه المتغيرات والمؤشرات من شأنه مساعدة المستثمر على التنبؤ بما ستكون عليه أسعار الأوراق المالية في المستقبل.

الفرع الثاني: تحليل دورة حياة الصناعة

تتعلق دورة حياة الصناعة بتحديد نوعية الصناعة وطبيعة المنتج وتحديد مدى تأثير هذه الصناعة بالدورات التجارية، حيث يصف المحلل الصناعة وفقاً لمرحلة حياتها لمعرفة مدى تطور الصناعة في المستقبل، وتحديد حجم النمو المتوقع في المستقبل. ويعتبر تحليل دورة حياة الصناعة من أهم أدوات تحليل ظروف الصناعة، والتي تمر بأربع فترات رئيسية يتم توضيحها فيما يلي:

¹ الطاهر لطرش، المرجع المذكور سابقاً، ص 134.

² محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، الجزائر: دار هومة، الطبعة الأولى، (2002)، ص 125.

أولاً: مرحلة الظهور

هي المرحلة التي يكون فيها دخول المنتج إلى السوق -ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة-. تتميز ببعض الزبائن للرواد وعدد قليل من المنافسين. تكاليف مرتفعة بسبب النفقات الترويجية¹، نتيجة لقيام بحملات إعلانية واسعة للتعريف وتوعية الجمهور بالمنتج الجديد، وإذا ما استطاع المنتج أن يحقق قدراً من النمو فسيكون ذلك بمثابة الانتقال للمرحلة الموالية.

ثانياً: مرحلة النمو السريع

تتميز هذه المرحلة بزيادة كبيرة في المبيعات وانخفاض التكاليف نتيجة لوفورات الحجم. كما تبدأ الصناعة في تحقيق الأرباح واستثمارها لتطوير المنتج بشكل سريع، وتحقيق مكائنها في السوق وبالتالي تحقيق ولاء الزبائن²، وعند نهلية هذه المرحلة تدخل مؤسسات جديدة مما يؤدي إلى زيادة العرض وانخفاض الأسعار، ويبدأ معدل نمو المبيعات في الانخفاض نتيجة التشبع النسبي للسوق، لذلك ينصح المحلل المالي بتوخي الحذر في القرارات الاستثمارية في هذه المرحلة لكون بعض المؤسسات لا يمكنها تخطي هذه المرحلة.³

ثالثاً: مرحلة النضج

تتميز هذه المرحلة بنمو متباطئ للمبيعات مع بلوغ المبيعات ذروتها. وتزايد عدد المنافسين مع ميل سعر المنتج إلى الانخفاض. وتعتبر هذه المرحلة هي الأطول في دورة الحياة⁴، كما يصبح النمو في المستقبل مرهوناً بأحداث، مثل التغير الإيجابي في أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في

¹ L'Agence Nationale pour la Promotion de l'Innovation et de la Recherche au Luxembourg, Cycle de vie, 2008, site web <http://www.innovation.public.lu/fr/ir-entreprise/techniques-gestion-innovation/outils-gestion-strategique/080907-Cycle-de-vie-fr.pdf>

² L'Agence Nationale pour la Promotion de l'Innovation et de la Recherche au Luxembourg, op-cit.

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 392.

⁴ L'Agence Nationale pour la Promotion de l'Innovation et de la Recherche au Luxembourg, op-cit.

دخول أسواق جديدة، لذلك يرى البعض بأنه من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماره على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضج، رغم تميز علئدها بدرجة أقل من علئد المرحلة السابقة.¹

رابعاً: مرحلة الاستقرار أو الزوال

تتميز هذه المرحلة بتدهور المبيعات من ثم انخفاض ربحية الشركة، مع ظهور منتجات جديدة أكثر ملاءمة لطلب في السوق²، وهو ما يؤدي إلى تضاؤل فرص الاستثمار المتاحة، وبالتالي بقاء الصناعة واستمرارها يكون مرهوناً بتنوع خطوط إنتاجها، وذلك بإدخال منتجات جديدة.³

من خلال ما سبق، يتضح أن تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل المالي من تصنيف الصناعة وفقاً للمرحلة التي تمر بها، مما يمكنه تقدير درجة النمو المتوقعة مستقبلاً، وينبغي عليه ضرورة توخي الحذر عند اتخاذ قرار الاستثمار في صناعة ما زالت في مرحلة الظهور نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها الاستثمار، وبعد الاستثمار في مرحلة النمو السريع قراراً صائباً في أحوال كثيرة، إلا أنه على المستثمر توخي الحذر، وذلك لأن أسعار أسهمها يكون مبالغاً فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي يحصل عليه، كما يكون من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضج أو الاستقرار رغم تميز علئدها بدرجة أقل من النمو.

الفرع الثالث: التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة

يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (متغيرات مستقلة)، والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 334-335.

² L'Agence Nationale pour la Promotion de l'Innovation et de la Recherche au Luxembourg, op-cit.

³ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقاً، ص 57.

الصناعة (متغير تابع). ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ هو تحليل الانحدار المتعدد، والذي يقضي بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (متغيرات مستقلة)، وفي ظل هذا الأسلوب تظهر العلاقة بين متغير تابع ومتغيرات مستقلة في صورة معادلة خط الانحدار على النحو الموضح أدناه:

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 y + b_3 P_z$$

حيث إن:

D_x : القيمة المطلوبة من السلعة.

A : قيمة ثابتة.

P_x : سعر الوحدة.

y : دخل المستهلك.

P_z : أسعار سلع أخرى مكملية وبديلة.

b_1, b_2, b_3 : المعلمات الواجب تقديرها والتي تسمى بالمعالم.

تعد هذه المعادلة أساسية في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والذي يعد بدوره خطوة أساسية لتقدير المبيعات المتوقعة لكل مؤسسة من مؤسسات الصناعة، ولكي تكون معادلة خط الانحدار أساساً يعتمد عليه في التنبؤ ينبغي أن تكون للمتغيرات المستقلة قوة تفسيرية ملائمة.¹

الفرع الرابع: التنبؤ بمعدل نمو الربحية

للتنبؤ بمعدل نمو الربحية ينبغي توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة، ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل. ويقاس معدل النمو رياضياً خلال فترة معينة بالمعادلة الموالية:

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 338.

$$(1+g)^N = \frac{R_N}{R_0}$$

حيث إن:

g: تمثل معدل نمو الربحية.

R_N : حجم الأرباح خلال الفترة التي يحسب على أساسها معدل النمو.

R_0 : حجم الأرباح في سنة الأساس.

N: عدد السنوات التي تتوافر عنها البيانات.¹

وما يؤخذ على هذا النموذج أنه يفترض ثبات معدل النمو عبر الزمن، وهو افتراض قد يكون بعيدا عن الواقع، وهذا ما يتأكد من خلال دورة حياة الصناعة التي يتناسب فيها معدل النمو خلال مراحلها الأربعة، لذا لا ينبغي على المحلل الاعتماد على البيانات التاريخية فقط بل ينبغي أن تكون له رؤية خاصة عن مستقبل الصناعة، كما أن معدل النمو يعتمد على الفترة المختارة لحسابه مما يصبح لزاما على المحلل أن يتعرف عن السبب.

الفرع الخامس: النسب المالية

يهتم المساهمين بتحليل النسب المالية وتحديد مدى جاذبيتها للاستثمار في الأوراق المالية، كما تهتم إدارة الشركة أيضا بكفاءة النسب المالية، والتي تتمثل في العديد من النسب، منها نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية ونسب المردودية²، وفي إطار هذه الدراسة، فإن النسب المالية التي سيتم التركيز عليها، هي النسب التي تهتم المستثمرين في الأوراق المالية وهي نسب الربحية ونسب القيمة السوقية. (وقد تم التطرق لهذه النسب بالتفصيل في الفصل السابق عند دراسة طرق قياس وتقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية).

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 344-345.

² عبد النافع الزرري، غازي فرح، المرجع المذكور سابقا، ص 207.

الفرع السادس: تحليل ربحية السهم

بعد دراسة وتحليل النسب المالية، يقوم المحلل المالي بتحليل ربحية السهم وذلك بتحليل نقطة التعادل المالية، والتي يكون عندها ربح السهم مساويا للصفر، ويتم حساب نقطة التعادل المالية وفق الصيغة الموالية:

$$E.F = 5 + \frac{Dt}{1 - Tx}$$

حيث إن:

E.F: تمثل نقطة التعادل المالية.

D_t: التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم الممتازة.

T_x: معدل الضريبة على الأرباح.¹

ويساهم تحليل التعادل في قياس درجة الرافعة المالية التي تشير إلى نسبة التغير في ربح السهم نتيجة التغير في صافي التدفقات العامة.

المبحث الثالث: طرق تقييم الأسهم ومؤشرات تحليلها

ما يلاحظ عند استعراض مدخل التحليل الأساسي للبيانات والمعلومات في مجال الأوراق المالية، أنه يحتاج في نهاية تجميعه وتحليله للبيانات لطرق التقييم التي تساعد في الوصول إلى القيمة الحقيقية. ويفيد التقييم بشكل عام المستثمرين الماليين في تسيير محافظهم واكتشاف فوارق القيمة، ومن ثم خدمة القرارات في مجال الاستثمار المالي.

لذا الهدف الرئيسي من تقييم الأسهم هو التحديد للدقيق لقيمتها في السوق، والتي على ضوءها تتحدد جملة من القرارات الاستثمارية، وتوجد في هذا الخصوص العديد من الأساليب لتقييم

¹ عبد النافع الزرري ، غازي فرح، المرجع المذكور سابقا ، ص 157.

الأسهم حيث أن معالجة تقييم هذه الأخيرة يتوقف على دقة حساب القيمة الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية في ضوء بيئة للقرار الاستثماري وطبيعة السهم محل التقييم. ولتوضيح مختلف أساليب تقييم الأسهم، سيتم التطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: مدخل خصم التوزيعات لتقييم الأسهم

يتفق عدد كبير من الباحثين على أن تقدير الأسهم اعتمادا على مدخل نموذج الخصم هو انتقال للفر الذي يبنى عليه التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)، إلا أن النموذج في حد ذاته يمكن تطبيقه من طرف المحللين الأساسيين وأيضا الفنيين. ويعتمد هذا الأسلوب على إيجاد الأسهم المباعة بأقل من قيمتها لذلك يجب على المستثمر تحديد القيمة الذاتية أو ما يسمى بالقيمة النظرية للورقة المالية والتي يطلق عليها أحيانا القيمة العادلة (Fair Value) من وجهة نظر المستثمرين¹، هذه القيمة تساوي التدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر وهذا ما توضحه المعادلة:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_t}{(1+K_e)^t}$$

حيث أن:

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

D_t : التوزيعات السنوية للسهم.

K_e : معدل العائد المتوقع على الأسهم.

هذا، ويتحدد معدل العائد المطلوب على أي استثمار على أساس العناصر التالية :

– معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر الاقتصادية؛

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص361.

- معدل التضخم المتوقع أثناء فترة الاحتفاظ؛
- علاوة مخاطرة تتحدد على ضوء عدم تأكد العوائد، وتتأثر كل الاستثمارات بالمعدل الخالي من المخاطرة ومعدل التضخم المتوقع لأن هذين المتغيرين يحددان المعدل الإسمي الخالي من المخاطرة.¹

ويمثل مدخل خصم التوزيعات أكثر المداخل استخداماً لتقييم الأسهم، حيث يتطلب تقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل وكذا تقدير معدل العائد المطلوب، وفي إطار هذا المدخل توجد العديد من النماذج الخاصة بتقييم الأسهم منها ما يلي:

أولاً: نموذج النمو الصفري

يعبر نموذج النمو الصفري عن الوضعية التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بمعنى أن معدل النمو الدوري يساوي الصفر، ويتم استخدام هذا النموذج بغية الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، التي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن، وبافتراض أن الأسهم لها تاريخ استحقاق محدد، فإن القيمة الحالية للسهم يمكن حسابها وفق الصيغة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{Dt}{(1+K_e)^t} + P_N (1+K_e)^{-T}$$

حيث إن:

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

D_t : التوزيعات السنوية للسهم.

K_e : معدل العائد المتوقع على الأسهم.

¹ حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2006)،

لأما في حالة اعتبار أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، وهي الحالة العامة، فإن القيمة الحالية للسهم تحسب كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e}$$

ومنه، فإن القيمة الحالية للسهم تتحدد بقسمة التوزيعات على معدل العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم، حيث كلما انخفض العائد المتوقع ارتفعت القيمة الحالية للسهم، ويعتبر هذا النموذج في الواقع غير عملي، باعتبار أن التوزيعات تبقى ثابتة خلال مدة استحقاق السهم، لكن يبقى تطبيقه في بعض الأسهم الممتازة التي تكون توزيعاتها السنوية ثابتة.¹

ثانياً: نموذج النمو الثابت

يشير هذا النموذج والذي يسمى أيضاً بنموذج "جوردن شابيرو" إلى أن التوزيعات المدفوعة إلى حملة الأسهم في الشركة من المتوقع أن تنمو بمعدل نمو ثابت إلى ما لا نهاية، فإنه يمكن كتابة القيمة الحقيقية للسهم " P_0 " وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - G}$$

حيث إن:

D_1 : ربح السهم في نهاية السنة.

K_e : معدل العائد المتوقع على السهم.

G : معدل نمو التوزيعات.²

¹ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص 193.

² G. Capelle-Blancard, finance d'entreprise, Chapitre 9 : L'évaluation des actions, pearson education, paris ,France,2011,p7.

وتجدر الإشارة إلى أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظري بعيد عن الواقع العملي، بالرغم من وجود بعض الشركات التي لها معدل نمو أرباح معقول وثابت خلال فترة طويلة نسبياً، لذا تبقى المعادلة السابقة صالحة نسبياً للتطبيق عندما يكون تباين معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفاً.

ثالثاً: نموذج النمو غير الثابت

يقوم هذا النموذج على أساس أن معدلات نمو التوزيعات لا تتميز بالثبات والذي يعرف بالنموذج العام، ومن خلال هذا النموذج يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات، وهو ما يتم توضيحه فيما يلي:

1- النموذج العام

يفترض هذا النموذج أن الكثير من المؤسسات تتسم توزيعاتها بتقلب معدلات نموها، ومن ثم يمكن تقدير الحقيقية للسهم باستخدام المعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_o (1+G_1)(1+G_2)...(1+G_T)}{(1+K_e)^N} + \frac{D_N (1+G)}{k_e - G} \cdot (1+G)^{-N}$$

حيث أن:

D_0 : تمثل التوزيعات الحالية.

D_N : التوزيعات في السنة.

K_e : معدل العائد المطلوب.

G : معدل نمو التوزيعات.¹

ويتضح من خلال المعادلة السابقة، أن هذا النموذج يقوم على أساس أن التوزيعات

المستقبلية لا تنمو على وتيرة واحدة، ومن ثم اتسام توزيعاتها بتقلب معدلات النمو²، ومن خلال هذا

¹ انظر:

الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً، ص 194.

طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة، المرجع المذكور سابقاً، ص 219.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، المرجع المذكور سابقاً، ص 217.

النموذج يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات من النموذج العام السابق، سيتم توضيحهما فيما يلي:

2- نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين

في بعض الشركات لا يتصف النمو في التوزيعات بالثبات، حيث قد يحدث أن يكون النمو في التوزيعات بمعدلات معينة وهي فترة النمو غير العادية، ثم تنمو التوزيعات بمعدل آخر في فترة موالية. ويمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم باستخدام المعادلة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_o (1+G_1)^t}{(1+K_e)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_1 (1+G_2)^{t-1}}{k-G_2} \cdot \frac{1}{(1+k_e)^t}$$

حيث أن:

G_1 : معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الأولى.

G_2 : معدل النمو للتوزيعات في المرحلة الثانية.

3- نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاث

ينطوي نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاثة إلى ثلاثة مراحل للنمو، تتمثل المرحلة الأولى في مرحلة النمو المرتفع والمستقر أيضاً، أما المرحلة الثانية فتتمثل في مرحلة النمو المنخفض تدريجياً، أما المرحلة الثالثة فتتمثل في مرحلة النمو المستقر إلى ما لانهاية.

ووفقاً لهذا النموذج، فإن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع مضافاً إليها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة النمو، بالإضافة إلى القيمة الأخيرة للتوزيعات في المرحلة الأخيرة، ويمكن التعبير عن قيمة السهم وفقاً لهذا النموذج بالمعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n1} \frac{D_o (1+G_1)^{t1}}{(1+K_e)^{t1}} + \sum_{t=m+1}^{n2} \frac{D_{n1} (1+G_2)^{t2}}{(1+K_2)^{t2}} \cdot \frac{D_{n2} (1+G_3)}{(k-G_3)(1+K_e)^{n2}}$$

حيث أن:

D_0 ، D_{n1} ، D_{n2} : تشير إلى التوزيعات في المراحل الثلاثة على التوالي.

G_1 ، G_2 ، G_3 : معدل نمو التوزيعات في كل مرحلة من المراحل الثلاثة على التوالي.

إذن فمن غير الواقعي بقاء أرباح المؤسسات بدون نمو، كما أنه من غير الواقعي أيضا استمرار نموها بنفس المقدار لعدة سنوات، لهذا تم تطوير نموذج في حالات النمو المتعدد أقرب إلى الواقعية. ففي بدايات المؤسسة تنمو أرباحها بشكل كبير ثم تستقر عند معدلات نمو قريبة من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. لذا عند تقييم سهم نتوقع أن يمر بأكثر من مرحلة نمو عندها نقوم بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية في مرحلة النمو الأولى ثم نقوم بتقييم السهم كما في حالة النمو الثابت، ويكون حساب القيمة الحالية على أساس أن معدل الخصم هو نفسه معدل العائد المطلوب، ثم نقوم بتقييم السهم حسب المعادلة في حالة النمو الثابت حسب نسبة النمو في المرحلة الثانية والتي من المفترض أن تستمر إلى الأبد ونقوم بخصم الناتج حسب عدد السنوات التي بعدها سيكون هذا المعدل من النمو وبمعدل خصم مساو لمعدل العائد المطلوب.

المطلب الثاني: مدخل الربحية لتقييم الأسهم

يقوم هذا المدخل على أساس تقييم الأسهم من خلال الأرباح المتوقعة تحقيقها من طرف

المؤسسة، ومن أهم النماذج المستخدمة ما يلي:

أولاً: نموذج ربحية السهم بمعدل ثابت

في ظل هذا النموذج فإن ربحية السهم تنمو بمعدل نمو ثابت، ومنه يمكن تحديد سعر السهم

باستخدام المعادلة الموالية:¹

$$P_0 = \frac{D_A - D_B}{K_e - G}$$

حيث إن:

D_A : تمثل أرباح السهم.

¹ خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، الأردن: دار مسيرة للنشر والتوزيع، (2000)، ص 289.

D_B : أرباح السهم المحققة والتي يعاد استثمارها.

K_e : معدل العائد المطلوب.

G : معدل النمو.

ومن خلال هذا النموذج، فإنه يتم التركيز على ربحية السهم والأرباح المستقبلية الإضافية

والناتجة من إعادة استثمار الأرباح المحققة (D_B).

ثانياً: نموذج مضاعف الربحية

يستخدم نموذج مضاعف الربحية لتقييم الأسهم، حيث يتم حساب نسبة سعر السهم إلى

ربحيته، وذلك بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحيته، كما توضحه المعادلة الموالية:¹

$$PER = \frac{P_m}{D_A}$$

حيث إن:

P_m : السعر السوقي للسهم.

D_A : ربحية السهم.

PER : نسبة مضاعف الربحية.

هذا، وتتحدد نسبة سعر السهم إلى ربح السهم من خلال ثلاثة عوامل هي: معدل العائد

المطلوب على الاستثمار، نسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على السهم

المتوقع. ومنه، يمكن صياغة معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1 (1 - T D_B)}{K - (K_e \times T D_B)}$$

حيث إن:

D_1 : ربحية السهم المتوقعة في العام القادم.

¹ علي إبراهيم العامري، محمد. الادارة المالية الحديثة، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، (2013)، ص514.

TD_B : نسبة أرباح السهم المنجزة.

K : معدل العائد المطلوب المتوقع على الاستثمار.

K_e : معدل العائد المطلوب على السهم.

من المعادلة أعلاه نجد أنه إذا كان من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو ثابت، فإن نسبة سعر السهم إلى ربحيته تعادل نسبة التوزيعات المتوقعة للسهم مقسومة على الفرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل النمو المتوقع.

المطلب الثالث: مدخلا التدفقات النقدية والفرص الاستثمارية لتقييم الأسهم

بالإضافة إلى نموذجين السابقين لتقييم الأسهم، سنتطرق في هذا المطلب إلى نموذجين آخرين، الأول يقوم على أساس أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، والثاني يقوم على أساس فصل القيمة الحقيقية للسهم عن قيمة الأسهم الموجودة وقيمة للفرص الاستثمارية المتاحة، وسيتم التطرق إلى هذين النموذجين بالتفصيل فيما يلي:

الفرع الأول: مدخل التدفقات النقدية

تستند قيمة الشركة إلى قدرتها على تحقيق تدفقات نقدية وعدم التأكد الملازم لهذه التدفقات النقدية. ومن أهم مبادئ التمويل الحديث هو أن "قيمة أي أصل تساوي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصومة بمعدل العائد المطلوب". إذن يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي، مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيراد كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلاً محاسبياً مثل الإهلاكات والمؤونات وشهرة المحل... الخ.

وعليه، فإنه وفق هذا النموذج يتم إضافة هذه المصاريف - غير النقدية - إلى إيرادات لكل

سهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم¹، ويظهر

نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما هو موضح بالمعادلة الموالية:

$$P_0 = \frac{CF_t - I_e}{K_e - G}$$

حيث إن:

CF_t : التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل.

I_e : الاستثمار الكلي المتوقع في السهم.

K_e : تمثل معدل العائد المطلوب.

G : تمثل معدل النمو.

ويحسب الاستثمار الكلي المتوقع في السهم وفق المعادلة الموالية:

$$I_e = NI_e + \frac{CNM_t}{N}$$

حيث إن:

NI_e : الاستثمار الصافي في السهم.

CNM_t : التكاليف والمصاريف غير النقدية.

N : عدد الأسهم.

أما حساب التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل المالي فتتم وفق المعادلة الموالية:

$$CF_t = D_t + \frac{CNM_t}{N}$$

حيث إن: D_t : ربح السهم².

الفرع ثاني: مدخل الفرص الاستثمارية

يقوم هذا المدخل على أساس فصل القيمة الحقيقية للسهم عن قيمة الأسهم الموجودة وقيمة

¹ خالد وهيب الراوي، المرجع المذكور سابقاً، ص 287.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، المرجع المذكور سابقاً، ص 232.

الفرص الاستثمارية المتاحة، لذلك فإن صيغة نموذج سعر السهم من وجهة نظر مدخل للفرص الاستثمارية في ظل ثبات معدل النمو تكون كما يلي:

سعر السهم وفقا لنموذج الفرص الاستثمارية = القيمة الفعلية للأسهم + القيمة المستقبلية للفرص الاستثمارية.

أي:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e} + \frac{(TDB)(D_t)}{K - K^*(TDB)} \left(\frac{K^* - K}{K} \right)$$

حيث إن:

D_t : ربحية السهم الحالية.

K : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

K_e : معدل العائد المطلوب على الأسهم.

TDB : نسبة الأرباح المنجزة.

K^* : معدل العائد المطلوب الجديد على الاستثمار.¹

وفي الأخير، تجدر الإشارة إلى أنه يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس

الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع ملاحظة أن:

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة ولا تتغير، أي أنها لا تنمو خلال السنوات القادمة.

- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جدا.

فإذا تم أخذ هذه الملاحظات في الاعتبار، فإن القيمة الحالية للسهم الممتاز تحسب كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحالية للسهم الممتاز.

¹ خالد وهيب الراوي، المرجع المذكور سابقا، ص 287.

D_t : توزيعات السهم الممتاز .

K_e : معدل العادل المطلوب على السهم .

المطلب الرابع: مؤشرات تحليل الأسهم

هناك العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم في تحليل الأسهم، والتي يمكن استعراض

أهمها فيما يلي:

أولاً: مضاعف سعر السهم العادي

يقصد بمضاعف سعر السهم العادي بنسبة سعر السهم العادي الواحد إلى العائد لكل سهم عادي،

وهو مؤشر تقويمي مهم كونه يستخدم لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحادث في الأسعار السوقية

للأسهم، كما أنه يعكس حالة التفاوض أو التفاوض بشأن أسعار الأسهم، وبذلك يحدد عمليات الشراء

وبيع الأسهم. وهو يمثل حاصل قسمة سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة على عائد السهم الواحد

لنفس الفترة، ويحسب وفق الصيغة الموالية:

مضاعف سعر السهم العادي = سعر السهم العادي الواحد في السوق / العائد لكل سهم عادي

وتشير هذه النتيجة إلى عدد المرات التي تضرب في العائد لكل سهم، بحيث يكون الناتج

مساوياً لسعر السهم أي القيمة السوقية، ويعني ذلك عدد الوحدات النقدية المطلوبة للحصول على

وحدة نقدية واحدة من العوائد. ويلاحظ أن قيمة هذا المؤشر تكون أكبر من الصفر بافتراض عدم

وجود خسائر، كما تعكس نتيجة هذا المؤشر عدد السنوات التي يمكن للمستثمر أن يسترد فيها ما

دفعه لشراء السهم.¹

ثانياً: نسبة الربح لكل سهم عادي

يحسب هذا المؤشر من خلال قسمة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم

¹ محمد علي إبراهيم العامري، المرجع المذكور سابقاً، ص 91.

العادية المصدرة، على وفق صيغة المعادلة الموالية:

$$\text{العائد لكل سهم عادي} = \text{صافي الربح بعد الفائدة والضريبة} / \text{عدد الأسهم العادية}$$

وتعد نتيجة هذه العلاقة مؤشرا ملليا مهما، تعكس شكل الأداء الذي مارسته إدارة المؤسسة لتعزيز مركز قوتها في السوق، فزيادة المؤشر لا بد أن تعطي للإدارة دورا مهما أمام المستثمرين وحملة الأسهم، ويعطي الحق للمحلل المالي داخل السوق في تأكيده على أن المؤسسة تتمتع بمركز قوة داخل السوق، في حين يشير انخفاضها وهبوطها إلى تدهور الأداء، وبالتالي فهي حالة من حالات الضعف.¹

ثالثا: القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية

يعطي مؤشر القيمة السوقية للسهم العادي إلى قيمته الدفترية شكلا آخر لنظرة المستثمر إلى أسهم المؤسسة، ويوضح هذا المؤشر ما يضيفه السوق من قيمة على السهم العادي قياسا بما هو مسجل كقيمة دفترية لذلك السهم في السجلات. ويتم حساب هذا المؤشر بعدد المرات، حيث يستخدم أولا القيمة الدفترية للسهم التي تساوي مجموع حق الملكية (رأس المال والاحتياطيات) مقسوما على عدد الأسهم، أي:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = (\text{رأس المال} + \text{احتياطي الأرباح}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

وبعد إيجاد القيمة الدفترية للسهم، يتم استخراج المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$\text{القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية} = \text{القيمة السوقية للسهم} / ((\text{رأس المال} + \text{احتياطي الأرباح}) / \text{عدد الأسهم العادية})$$

ويمكن الإشارة إلى أنه كلما زادت قيمة هذا المؤشر عن معيار المعايير كلما عكس قوة

المؤسسة صاحبة السهم في المساهمة في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، (2008) ، ص 143.

رابعاً: عائد التوزيعات للسهم العادي

يتم حساب هذا المؤشر من خلال الصيغة الآتية:¹

$$\text{عائد التوزيعات للسهم} = \frac{\text{الأرباح الموزع للسهم}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

وتساعد قيمة هذا المؤشر في الحكم على مدى إمكانية الاستمرار في الاستثمار في السهم وأيضاً إمكانية الاستثمار المستقبلي، وذلك عند المقارنة مع عائد الاستثمارات الأخرى في السوق فإذا كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة، فإن ذلك يعكس الرغبة القوية للمستثمر في السهم في استمرار الاحتفاظ به، وأيضاً في إعادة استثمار أموالهم داخل المؤسسة، والعكس صحيح.

خامساً: العائد لفترة الاقتناء

يعبر هذا المؤشر عن الربح الحقيقي الذي يحصل عليه حامل السهم الذي احتفظ بسهمه لفترة زمنية محددة، محصورين بين تاريخ شراء السهم وتاريخ بيعه ويتم حساب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = ((\text{سعر البيع للسهم} + \text{سعر الشراء للسهم}) + \text{العائد الذي حصل عليه}) / \text{سعر الشراء للسهم}$$

وتعكس قيمة هذا المؤشر مستوى الربح الذي حققه المستثمر من جراء تجارته في السهم شراء وبيعاً، حيث كلما زادت النسبة كلما عكست هذه الحالة عن جدوى شراء السهم والاحتفاظ به في حين يشير الانخفاض عن عدم اقتصادية الاستثمار في تجارة الأسهم.

سادساً: معدل دوران السهم العادي

من أهم المؤشرات التي تعلنها سوق الأوراق المالية هو مؤشر دوران السهم العادي، حيث تعكس قيمة هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في سوق الأوراق المالية، ممثلاً بكمية الأسهم

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع المذكور سابقاً، ص 150.

المتداولة ومقدار الصفقات المالية التي تحدث في السوق طلبا على الأسهم، ويحسب هذا المؤشر من خلال العلاقة الآتية:

$$\text{معدل دوران السهم العادي} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة خلال السنة}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}}$$

سابعاً: نسبة ملكية المؤسسة المالية

من المؤشرات المهمة في تحليل الأسهم هي نسبة ملكية المؤسسات المالية، والتي تقاس بقسمة الأسهم التي تملكها المؤسسات على عدد الأسهم التي أصدرتها المؤسسة، وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة ملكية المؤسسات المالية} = \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة للمؤسسات المالية}}{\text{عدد أسهم المؤسسة بتاريخ الميزانية}}$$

وتتمثل المؤسسات المالية في صناديق الاستثمار وشركات التأمين والمؤسسات المماثلة والتي

توجه جزء من مواردها إلى الاستثمار في أسهم مؤسسات الأعمال لتحقيق العائد.¹

ثامناً: معدل الضريبة الفعلي

من المؤشرات المستخدمة في تحليل الأسهم هو مؤشر معدل الضريبة الفعلي، والذي يقاس بالمعادلة الآتية:

$$\text{معدل الضريبة الفعلي} = \frac{\text{الضريبة المستحقة}}{\text{صافي الربح قبل الضريبة}}$$

أهمية هذا المعدل تبرز عندما يكون نظام الضريبة المفروض على الأرباح تصاعدي ففي ظل هذا النظام يؤدي انخفاض المعدل الفعلي للضريبة عن متوسط معدل الضريبة للمؤسسات الصناعية إلى انخفاض حقيقي في ربحية المؤسسة عن السنة المعينة، كما قد يؤدي إلى ترحيل خسائر عن سنوات سابقة أو إلى إتباع إجراءات محاسبية من شأنها عدم إظهار جزء من إيراداتها من السنة.²

¹ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقاً ، ص 206-207.

² المرجع نفسه، ص 207.

تاسعا: نسبة التوزيعات

من المؤشرات التي يهتم بها المستثمر في الأسهم وتنضج قراره الاستثماري بشراء أو عدم

شراء أسهم المؤسسة في سوق الأوراق المالية. وتحسب نسبة التوزيعات وفق الصيغة الآتية:¹

$$\text{نسبة التوزيعات} = \frac{\text{توزيع الأرباح}}{\text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية}}$$

يؤثر ارتفاع هذه النسبة أو انخفاضها مباشرة على قرار المستثمر في شراء أسهم المؤسسة

المعنية، مع ملاحظة أن تباين أهداف المستثمرين سوف يؤدي إلى تباين وجهة نظرهم بشأن سياسة

التوزيعات التي تتبعها المؤسسة، كما تم الإشارة إلى ذلك في إطار كفاءة السوق وما سيتم التطرق

إليه في الفصل الموالي في إطار المالية السلوكية.

¹الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا ، ص207.

خلاصة الفصل الخامس

تم في هذا الفصل الموسوم الاستثمار وتقييم الأوراق المالية في إطار نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية تحديد احتياجات أسواق الأوراق المالية من المعلومات، ممثلة في معلومات عن المتغيرات العالمية؛ المؤشرات الاقتصادية المحلية؛ ظروف الصناعة وظروف المؤسسة المصدرة للسهم محل التقييم، وذلك من خلال عدة مصادر أهمها الصحف المالية والمجلات المتخصصة وتقارير المؤسسات المصدرة للأوراق المالية وتقارير مؤسسات السمسة، بالإضافة إلى خدمات معلومات المستثمر و تقارير مستشاري الاستثمار والمطبوعات الحكومية والمجلات الأكاديمية والمعلومات من المواقع الإلكترونية.

هذا، وترتبط بالمعلومات الواردة إلى أسواق الأوراق المالية بكفاءتها، كفاءة أسواق الأوراق المالية معناها مدى انعكاس هذه المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل سريع، وذلك بتوفر التخصيص الأمثل للموارد المتاحة وأسعار الأوراق المالية تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة، حيث يمكن لجميع المتعاملين الانتفاع من جميع المعلومات - وبالتالي لا يوجد هدر للمعلومات-، لأنه يحقق تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين على المعلومات لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات ، مما يضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية وبالتالي يعتد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من الطرفين، فليس هناك تضليل.

حتى يتم قياس هذه الكفاءة لابد من اعتماد مجموعة من المؤشرات مرتبطة بحجم وسيولة السوق ودرجة التقلبات في العوائد وكفاءة تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي. كما يواجه تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية مجموعة من المعوقات، ويعتبر التحليل الأساسي من أساليب تحليل الأوراق المالية التي تعترف بكفاءة أسواق الأوراق المالية، الذي يسعى المحلل من

خلالها إلى تحديد سعر الورقة المالية، من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها.

كما توجد عدة الأساليب لتقييم الأسهم، والتي تتوقف على دقة حساب القيمة الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية في ضوء بيئة القرار الاستثماري وطبيعة السهم محل التقييم منها ما يلي: مدخل خصم التوزيعات؛ مدخل الربحية؛ مدخل التدفقات النقدية؛ مدخل الاستثمارية، بالإضافة إلى مجموعة من المؤشرات المالية التي تستخدم في تحليل الأسهم، أهمها مضاعف سعر السهم العادي؛ نسبة الربح لكل سهم عادي؛ القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية؛ عائد التوزيعات للسهم العادي؛ العائد لفترة الاقتناء؛ معدل دوران السهم العادي؛ نسبة ملكية المؤسسة المالية؛ معدل الضريبة الفعلي؛ نسبة التوزيعات.

الفصل السادس

الاستثمار وتحليل الأوراق المالية في اطار المالية السلوكية

تمهيد:

معظم النظريات الاقتصادية والمالية قامت على أساس أن الأفراد يتصرفون بطريقة عقلانية ويأخذون في الحسبان جميع المعلومات المتاحة عند اتخاذ أي قرار، لكن بعض الأبحاث أثبتت أن هذا ليس صحيحا في كثير من الحالات، لذا يعتقد بعض الباحثين أن الدراسات النفسية والاجتماعية قد تشرح التغيرات في الأسواق المالية أكثر من نظريات الاقتصاد المتخصصة، مثلا الاعتقاد بأن شركات النمو (التي يتوقع نمو أرباحها بشكل كبير) ستتمو أسعارها أفضل من السوق بشكل مستمر ناتج من الثقة الزائدة بقدرات الفرد على التوقع أكثر من حقيقة هذا النمو، مما يجعل أسعار هذه الشركات تصعد بشكل كبير ثم في النهاية ترجع لأسعارها الحقيقية بعد انحسار هذه الثقة بناء على معلومات جديدة لواقع هذا النمو، فالمبالغة في التفاؤل أو التشاؤم طبع بشري، فمثلا عند ارتفاع مؤشر سوق الأوراق المالية تكون هناك مبالغة في الثقة بأن السوق ستستمر في الارتفاع ويبدأ المستثمر في البحث عن الأخبار الإيجابية لتبرير هذا الارتفاع وتجاهل المؤشرات السلبية حتى ولو كانت واضحة فيحدث الشراء الجماعي، وعند أوقات النزول يحدث العكس ويسيطر التشاؤم والتركيز على الأخبار السلبية فيحدث نتيجة لذلك البيع الجماعي.

فالقرارات الاستثمارية في النهاية يتخذها بشر حتى ولو اعتمدوا على أفضل التقنيات الفنية والتحليلية، كما أنهم يختلفون في قراءتهم للأحداث لاختلاف القاعدة التي يستمدون منها هذه القراءة وغالبا في سوق الأوراق المالية يحركهم الخوف والطمع، الخوف من الخسارة والطمع في الربح حتى أن بعض المتخصصين ينسون قواعد مهمة في الاستثمار إذا وقعوا تحت تأثير هذين العاملين، وانطلاقا مما سبق سيتم التطرق في هذا الفصل أولا إلى التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق

الأوراق المالية ثم إلى ماهية المالية السلوكية وأنماط التمويل السلوكي وفي الأخير التطرق إلى

التحليل الفني وعلاقته بالمالية السلوكية من خلال ما يلي:

- المالية السلوكية وتشوهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية؛
- التحليل الفني كأداة للتحليل في إطار المالية السلوكية؛
- أدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات.

المبحث الأول: المالية السلوكية وتشوهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية

ظهرت المالية السلوكية لتفسير ظواهر معينة في حركة الأسعار على مستوى أسواق الأوراق المالية لا يمكن تفسيرها بالنظريات المالية التقليدية، وبالأخص دراسة التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية كردود فعل المستثمرين على تغييرات الأسعار المرتبطة بعدة مؤثرات منها زيادات رأس المال، اكتتابات جديدة، تجزئة الأسهم والارتفاعات أو الانخفاضات المفاجئة في أسعار الأسهم. وسيتم التطرق إلى ماهية المالية السلوكية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية

هناك عديد الدارسات والأعمال التجريبية التي أظهرت التناقضات في نظرية كفاءة الأسواق المالية، في هذا الصدد سنقدم على سبيل المثال لا الحصر أهم هذه التشوهات (الأكثر دراسة وملاحظة). وذلك بهدف اظهر أن الاختلافات بين نظرية كفاءة السوق والبيانات الفعلية المسجلة على مستوى الأسواق المالية، وذلك من خلال ما يلي:

الفرع الأول: التشوهات الموسمية

يمكن تقسيم التشوهات الموسمية الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية إلى ما يلي:

أولاً: أثر نهاية الأسبوع

لقد وجد بعض الباحثين* بأن معدلات مردودية الأوراق المالية تكون سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الأسبوع، بمعنى أن السعر يميل إلى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعة الأولى من التداول ويرتفع يوم الجمعة، وهناك من يطلق على ما يحدث يوم الاثنين بـ"أثر الاثنين" وما يحدث في نهاية الأسبوع بـ"أثر نهاية الأسبوع"، وعلى هذا إذا قام المستثمر بشراء الأسهم عند الإقفال يوم الاثنين ثم قام ببيعها عند الإقفال يوم الجمعة فيمكن له أن يحقق مكاسب نظامية، غير أن الملاحظ

*نخص بالذكر (فرانش) و (غيبونز و هاس)

في الواقع أن إتباع هذه الاستراتيجية لا يسمح بتغطية تكاليف الصفقات المترتبة عليها.¹

ثانياً: أثر نهاية السنة

لقد لوحظ بأن أكثر العوائد يتم الحصول عليها في شهر جانفي، ولذا من المريح الشراء في نهاية ديسمبر وإعادة البيع في نهاية جانفي، وقد تم تفسير هذا الأثر في ظل نظرية الإفاءة بأثر الجباية، إذ يعمل المستثمرون في نهاية السنة على تقليل الوعاء الضريبي (النتيجة الخاضعة للضريبة)، غير أن هذا الأثر قد لوحظ أيضاً في كل من اليابان وانجلترا وأستراليا أين لا تتوافق السنة الجبائية مع السنة المدنية.

ثالثاً: آثار الشهور والأيام

تشير العديد من الدراسات إلى تأثير "اليوم" في سوق الأسهم، حيث أن إجراءات عرض الأسعار لأيام معينة من الأسبوع بمتوسط عائد إحصائياً مختلفة في الأساس، فأسهم لديها متوسط العائد منخفض، أو سلبي يوم الاثنين، في حين أن أعلى متوسط للعائد اليومي سجلت يوم الأربعاء أو الجمعة²، لكن يبقى التفسير مثير للجدل حتى وإن حاولت عدة أبحاث ربطه بحجم الشركة.

الفرع الثاني: التشوهات المرتبطة بالشركة

يمكن تقسيم التشوهات المرتبطة بالشركة الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية إلى ما يلي:

يلي:

¹ M, Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers, web site: <http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2005-4.htm> (date de consultation 11/09/2014) .

² Robert Mathieu, Paquette, Suzanne, note sur l'effet jour, canada : Université Laval, finéco, vol. 7, No 1, 1er semestre 1997, p 67, web site: <http://www.fsa.ulaval.ca/fineco/volume7/mathieu.pdf> (date de consultation 11/09/2014)

أولاً: تأثير الشركة الصغيرة

وفقاً لتأثير الشركة الصغيرة فإن معدلات العائد على أسهم الشركات الصغيرة في المتوسط أعلى من الكبيرة، وكانت هذه الملاحظة حالة شاذة مقارنة مع فرضية كفاءة السوق. لكن السؤال المطروح: هل من الممكن الاستفادة من هذا الأثر؟ مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات من بيع وشراء الأسهم الأقل سيولة فيبدو أن الجواب هو لا. إلى جانب ذلك كل أولئك الذين يريدون استغلال تأثير الشركة الصغيرة لن يحققوا مكاسب باستمرار إلا التي يعدلها السوق بالمخاطر.¹

ثانياً: الاكتتابات

تسمح الاكتتابات* أيضاً بمراقبة تشوهات في الواقع، فقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن الشركات عند إدراجها لأول مرة عادة ما تكون مقومة بأقل من قيمتها وفقاً (Ibbotson, 1975)، وهذا النتائج ظاهرة في تسجيل معدلات العائد أعلى في المدى القصير إحصائياً في السوق لهذه الشركات، لذلك سيكون من الممكن تحقيق مكاسب معتبرة عن طريق شراء منهجي للأوراق التي أدرجت حديثاً في السوق، بالمقابل يبدو أنه في المدى المتوسط (5 سنوات) الأسهم المدرجة حديثاً** حققت أقل أداء بالمقارنة مع أداء السوق، هذه الظاهرة المزدوجة يصعب تفسيره من قبل نظرية كفاءة السوق. ومع ذلك، فقد قدمت تفسيرات كثيرة لتبرير خسائر الإدراج برغبة المسيرين في إنجاح هذه عملية عن طريق عرض سعر جذاب للمستثمرين المحتملين.²

ثالثاً: التذبذب المفرط في أسعار السوق

لقد حاول (Shiller, 1981- 1984) معرفة ما إذا كان في وسع التغيرات في توزيعات

¹ M, Albouy, op.cit,p175.

*يستخدم عليها Offerings Initial Public اختصاراً بـ IPO

**يستخدم على هذه الأسهم : Initial Public Offering

² M, Albouy, op.cit,p176.

***روبرت جيمس شيلر اقتصادي أمريكي وأستاذ في جامعة ييل ، باحث في المكتب القومي للأبحاث الاقتصادية. حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2013 مع لارس بيتر ويوجين فاما عن التحليل التجريبي للأصول الاقتصادية.

الأرباح تفسير التذبذب في أسعار السوق، وذلك باعتبارها المتغير الأساسي الذي يفسر قيمة الأسهم في النظرية التقليدية بدراسة العلاقة بين تباين أسعار السوق وتباين القيمة الحقيقية للأسهم، لاحظ عندها أن تذبذب أسعار السوق يفوق بكثير تذبذب القيمة الحقيقية ، فقد اظهر شيلر أن تقلب سعر السوق في الواقع أكبر بكثير من القيمة الأساسية، والتي من شأنها أن تظهر التقلبات المفرطة في الأسواق وسلوكها غير العقلاني.¹

رابعاً: تأثير مضاعف السعر إلى العائد (PER)

يعد هذا التشوه في أسواق الأوراق المالية من أوائل التشوهات المدروسة بصورة معمقة في الأدبيات المالية ، والتي بينت أن الشركات التي لديها مضاعف السعر إلى العائد أقل حققت عوائد أكبر على عكس الشركات ذات مضاعف السعر إلى العائد الأكبر والتي حققت عوائد أقل.

خامساً: أثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار

لقد لوحظ ارتفاع سعر الورقة المالية عند إدماجها في مؤشر الأسعار، وهذه الزيادة قد تصل إلى 3% حسب (Shleifer، 1986) فكيف يمكن تفسير هذه الزيادة استناداً إلى العوامل الأساسية للمؤسسة ؟ ناهيك عن أن هذا يتناقض مع النتيجة المتوصل إليها في نظرية كفاءة والتي تنص على أن الأوراق تشكل البديل الأمثل فيما بينها.²

لقد تسببت التشوهات الملاحظة إلى جانب الأزمات والانهيarts المتكررة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية عبر العالم إلى زعزعة الثقة أو إضعاف في نظرية كفاءة الأسواق المالية، وفي قدرتها على تفسير هذه التشوهات وتقديم حلول لتجاوزها، ونتيجة لهذا القصور بدأ اتجاه جديد في البروز (أو العودة من جديد) في محاولة تفسير هذه الظواهر و إيجاد الحلول ليحل هذا الاتجاه مكان نظرية

¹ M, Albouy, op-cit,p176-177.

² ibid,p176.

الكفاءة، مؤسسوه هم من أنصار التيار السلوكي، أو ما أصبح يعرف حديثاً بـ "المالية السلوكية" والتي سنتطرق لها بشكل من التفصيل فيما تبقى من هذا الفصل.

المطلب الثاني: مفهوم المالية السلوكية وأهميتها

بعد تقديم التشوهات الملاحظة في أسواق الأوراق المالية والتي تحد من مستوى كفاءتها، سنتطرق في هذا المطلب إلى المالية السلوكية كنظرية مقابلة للنظرية كفاءة السوق، من خلال ما يلي:

الفرع الأول: مفهوم المالية السلوكية

من خلال التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية يتبين أن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها تؤثر في تشكل الأسعار في أسواق الأوراق المالية، لذا كما اشرنا سابقاً جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار.

تعرف المالية السلوكية بأنها مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء، من خلال الدراسة في تأثير علم النفس على السلوك الممارسين الماليين ومن ثم تأثيره اللاحق على أسواق الأوراق المالية، ويستمد التمويل السلوكي أهميته من كونه يساعد على تفسير لماذا وكيف يمكن أن تكون الأسواق غير كفؤة.¹

كما تعرف المالية السلوكية (التمويل السلوكي) بأنها النموذج الذي يدرس الأسواق المالية باستخدام النماذج التي هي أقل اعتمادا على أفكار فون نيومان-مورجنسترن (Von Neumann-

¹Sewell, Martin, Behavioural Finance , University of Cambridge, February 2007.

(Morgenstern) الممثلة في نظرية المنفعة وافتراسات التحكيم -على وجه التحديد-، فالتمويل السلوكي لديه اثنين من القواعد الأساسية هما: علم النفس المعرفي وحدود التحكيم.

يشير علم النفس المعرفي إلى كيفية تفكير الناس، فهناك عدد معتبر من الأدبيات في علم النفس توثق الأخطاء المنهجية في الطريقة التي يفكر بها الناس نتيجة للثقة المفرطة بالنفس واعطاء الكثير منهم الوزن الأكبر للتجربة الأخيرة مما يؤدي إلى إحداث التشوهات، لذا يستخدم التمويل السلوكي هذه المجموعة من المعرفة بدلا من اتخاذ النهج الذي يتجاهل العوامل النفسية، أما حدود التحكيم فتشير إلى متى تكون ظروف التحكيم فعالة، ومتى تكون غير ذلك.¹

وذلك بخلاف المنهج التقليدي للتمويل، الذي تجسده ممارسات الإدارة على أساس القيمة، بأنه يستند على ثلاثة مفاهيم هي : السلوك العقلاني ؛ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ؛ نموذج إفاءة السوق، في حين أن أنصار التمويل السلوكي يقولون أن هناك عوامل نفسية تتداخل مع جميع المكونات الثلاثة للنموذج التقليدي. وهم يؤكدون أن العوامل النفسية تمنع صناع القرار من التصرف بطريقة رشيدة²، لذا يستخدم التمويل السلوكي النماذج التي تأخذ بعين الاعتبار وجود بعض الأعوان الاقتصاديين لا يتسمون بالعقلانية التامة، إما بسبب تفضيلات أو بسبب المعتقدات الخاطئة.³

هناك نوعان من العوائق السلوكية الأساسية لعملية تعظيم القيمة ، الأولى عوائق داخلية و الثانية عوائق خارجية، الأولى تسمى بعائق التكاليف السلوكية (impediment behavioral costs) التي تؤدي إلى تقويض خلق القيمة ، هذه الخسارة في القيمة مرتبطة بالأخطاء التي يرتكبها المديرين بسبب العيوب المعرفية والتأثيرات العاطفية، أما العائق الثاني فهو نتيجة الأخطاء السلوكية من قبل

¹ Ritter ,Jay R, Behavioral Finance, *Pacific-Basin Finance Journal* Vol. 11, No. 4, (September 2003),p1.

²Shefrin, Hersh, "Behavioral corporate finance", *Journal of applied corporate finance*, (2001),p2.

³ Ritter ,Jay R, Op.Cit, p2.

المحللين والمستثمرين. ويمكن لهذه الأخطاء خلق فجوة بين القيم الأساسية وأسعار السوق. وبالتالي المديرين قد تجدون أنفسهم غير متأكدين من أخطاء المحللين والمستثمرين مما يؤثر في عملية صنع القرارات الخاصة بهم.¹

كما أن التمويل السلوكي يفترض جانبين مهمين للمستثمرين الأفراد والسوق بأكمله. بعبارة أخرى التمويل السلوكي بمعناه الواسع ينقسم إلى التمويل السلوكي الكلي (macro behavioural finance) والتمويل السلوكي الجزئي (micro behavioural finance)²، إذن التمويل السلوكي يجمع السلوك الفردي والظواهر السوقية و يستخدم المعرفة المأخوذة من كل من المجال النفسي والنظرية المالية.

الفرع الثاني: أهمية المالية السلوكية

تؤكد الكثير من الدراسات والبحوث الحديثة إلى أن المستثمرين والمدراء الماليين يستخدمون خبراتهم النفسية والسلوكية بشكل أكبر لكي يقنعوا الزبائن المحافظين لاستثمار أموالهم مرة أخرى في الأسواق، من خلال الاعتماد على علم النفس لتشجيع المستثمرين على دخول الأسواق المالية مرة أخرى بدلا من تجميد مدخراتهم في أدوات مالية غير ذات عائد كالأموال النقدية، ويتم ذلك من خلال دراسة الشخصية المالية للزبون ومعرفة سلوكه الاستثماري في الأوضاع الاقتصادية المتغيرة بهدف تشجيعه مرة أخرى في العودة للاستثمار في الأسواق المالية متبعا بذلك عدة تقنيات نفسية، ومنها ما يسمى بتقنيات محتوى الأهداف الاستثمارية إذ يتم ربط مستوى مخاطرة كل فرصة استثمارية بمدى صعوبة الهدف الموضوع لها ووضعها في محفظة خاصة، وكشفت الدراسات أن شركات استثمارية وبنوك كبرى في العام بدأت تزيد من استخدام نظرية التمويل السلوكي في أعمالهم لتقوية علاقاتهم

¹ Shefrin, Hersh, Op-cit,p2.

² Bikas,Egidijus, Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends, Procedia – Social and Behavioral Sciences 82 (2013) 870 – 876.

التجارية مع الزبائن وتحديد أي المنتجات التي يجب أن تقدم لهم¹.

تكمن أهمية التمويل السلوكي في تحقيق استخدام شامل لظواهر السوق لأنها تعتبر آلية صنع القرار النفسي لسلوك المستثمرين لعدد كبير من خيارات المستثمر المختلفة التي لها مخاطر مختلفة والعودة إلى أفضليات ذات الصلة بدرجة المخاطر المرتبطة بهذه المنتجات والتي تختلف عوائدها بطبيعة الحال مع مستوى المخاطر ، لذلك يتم تطوير هذه المنتجات المالية المختلفة من خلال النظر في علم النفس للمستثمرين لتلبية احتياجاتهم المختلفة ، فيمكن للمستثمر اختيار أي منتج وفقا لمخاطر وتفضيل العوائد ذات الصلة لأن الأداء الاستثماري الماضي والمشورة من قبل دعاة الاستثمار يحدد قرار المستثمر بخصوص شراء المنتجات المالية، خاصة تصور المخاطر لأنه يلعب دورا هاما جدا في تشكيل قرار إعادة الاستثمار و في توقعات عوائد المستثمرين المتعلقة بالاستثمار بشكل خاص.²

المطلب الثالث: أنماط التمويل السلوكي

وفقا لأنصار التمويل السلوكي تؤدي توفر المعلومات الجيدة إلى زيادة الفائدة من العواطف من خلال التحيزات المعرفية وقد وثق العديد من علماء النفس المعرفي أنماط بشأن كيفية تصرف الأفراد نورد بعض هذه الأنماط فيما يلي:

أولاً: الاستدلال Heuristics

الاستدلال أو قواعد الإبهام تجعل من الأسهل صنع القرار ، ولكنها يمكن أن تؤدي أحيانا إلى التحيز وخصوصا عند تغيير الأشياء التي يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ قرار الاستثمار الأمثل³، أن

¹مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية، المجلد 22، العدد4، 2014، ص785.

² المرجع نفسه ، ص786.

³Ritter ,Jay R, op-cit,p3.

تعريف الاستدلال يشير إلى العملية التي يجد الناس الأمور لصالح لأنفسهم، وعادة عن طريق التجربة والخطأ، لأن التجربة والخطأ غالبا ما يقود الناس إلى وضع "قواعد من الإبهام" ولأن هذه العملية غالبا ما يؤدي إلى أخطاء أخرى، أيضا يمكن أن يعرف الاستدلال بأنه استخدام الخبرة والجهود العملية للإجابة على الأسئلة أو لتحسين الأداء، يرجع ذلك إلى حقيقة أن المزيد والمزيد من المعلومات تنتشر أسرع لصناع القرار فتصبح الأمور أكثر تعقيدا في الأسواق المالية، هذا يعني زيادة استخدام الاستدلال الذي غالبا ما يكون الأسلوب متاح ولكن مستخدميه ليس دائما هم المستفيد.¹

ثانيا: الثقة العالية في قدرات الأفراد

يقصد بها مبالغة الأفراد في تقدير قدراتهم، وما بحوزتهم من معلومات (الوهم المعرفي) فالكل يعتقد في قدرته على التغلب على السوق، والتمادي في هذه الثقة يقود إلى حالة من التفكير السحري، ومن المرجح أن تكون هذه الثقة بالنفس المفرطة منتشرة بين رجال الأعمال خاصة، و تتجلى في عدة طرق من أمثلتها التقليل المبالغ فيه للتنويع، بسبب الميل إلى استثمار الكثير فيما نحن على دراية به. وهكذا، فالأفراد يستثمرون في الشركات المحلية، على الرغم من أن هذا أمر سيء من وجهة نظر التنويع كما أنهم يستثمر كثيرا في الأسهم الشركات التي كانوا يعملون بها.²

ثالثا: المحاسبة العقلية واتخاذ القرار

المحاسبة العقلية مفهوم اقتصادي وضعه الاقتصادي ريتشارد ثالر (Richard Thaler)، مفاده أن الأفراد تقسم أصولها الحالية والمستقبلية إلى أجزاء منفصلة غير قابلة للتحويل. هذه النظرية بموجبها الأفراد تعين مستويات مختلفة من فائدة لكل مجموعة الأصول، الأمر الذي يؤثر على قرارات

¹ مهدي عطية موحى الجبوري، مرجع سابق، ص 792.

² Ritter ,Jay R, op-cit,p4.

الاستهلاك والسلوكيات الأخرى¹. أي الأفراد في بعض الأحيان تفصل القرارات التي ينبغي أن تكون مجتمعة من حيث المبدأ للاستفادة من بعض المزايا كالحصول على خصم لبعض قرارات الشراء، والمحاسبة العقلية هي جزء من نظرية التوقع فهي تصف ميل الناس لوضع أحداث معينة في الحسابات العقلية مختلفة على أساس سمات سطحية².

رابعاً: التمثيل والمحافظة

الأفراد يميلون إلى إعطاء وزن متوسط على المدى الطويل، في حين يميلون إلى إعطاء وزن أكبر للتجربة الأخيرة أو ما يعرف أحياناً باسم "قانون الأعداد الصغيرة law of small numbers"، فعلى سبيل المثال، عندما كانت عوائد الأسهم عالية لسنوات عديدة (من 1982 إلى 2000 في الولايات المتحدة وغرب أوروبا) فإن كثير من الناس بدأ في الاعتقاد بأن عوائد الأسهم عالية هي أمر طبيعي وهي الأصل أما العوائد المنخفضة فهي استثناء³.

خامساً: تأثير التصرف بسلوك المجموعة

يعتبر (Shefrin and Statman، 1985) أول من قدم تحليل رسمي للتأثير التصرف (the disposition effect) حيث دافعوا عن وجود فكرة تأثير التصرف، من خلال الاعتماد على نتائج دراسة سابقة لـ Schlarbaum أنجزت سنة 1978، فقد استخدم الباحثان بيانات للمعاملات على الأوراق المالية لـ 2500 زبون لشركة وساطة مالية خلال الفترة 1964-1970، وتحليل مدى تحقق

¹ investopedia ,Mental Accounting, web site:

<http://www.investopedia.com/terms/m/mentalaccounting.asp> (consultation date 13/09/2014).

² Shiller R , J , Human Behavior and the Efficiency of the Financial System .New York , John Wiley & Sons,(1999),

³ Ritter ,Jay R, op-cit,p4.

*وذلك في بحث موسوم بـ: "The disposition to sell winners too early and ride losers too long", Journal of Finance 40:3, 777-90.

عائدات الصفقات ذهابا وإيابا لهؤلاء المستثمرين عن طريق حساب العوائد على الأسهم اشتريت وبيعت في وقت لاحق.¹

فتأثير التصرف يشير إلى نمط يسعى الأفراد من خلاله تحقيق إلى تحقيق المكاسب و تجنب الخسائر عند الاستثمار في الأوراق المالية²، فمثلا البحث عن تحقيق المكاسب وتجنب الخسائر هي واحدة من أكثر الاستشارات المقدمة من قبل الخبراء والمستشارين على مستوى أسواق الأوراق المالية، كما أنه خلال عام 2008 وردت فيها هذه العبارة أو عبارة مماثلة في 19 كتاب.³

أن تأثير التصرف يظهر في حالتين لحجم تداول الأسهم، فخلال السوق الصاعدة يميل حجم التداول إلى النمو والملاحظة الأساسية عن المجتمع البشري هو أن الناس الذين يتواصلون بانتظام مع بعضها البعض يفكر بالمثل، فمن المهم أن نفهم أصول هذا التفكير المتماثل، حتى نتمكن من الحكم على معقولة نظريات تقلبات المضاربة القائلة بأن التغيرات في الأسعار تنسب إلى التفكير الخاطئ .

جزء من أسباب الأحكام المتشابهة هي أنها رد فعل على نفس المعلومات، كما أن للتأثير الاجتماعي قوة كبير على حكم الفرد ، فعندما يتعارض حكم الأفراد مع حكم مجموعة كبيرة من الناس، فإنها تميل إلى تغيير هذه الإجابات " الخاطئة " لأنهم ببساطة يعتقدون أن كل المجموعات الأخرى لا يمكن أن تكون خاطئة ، فهي رد فعل على معلومات تفيد بأن المجموعة الكبيرة من الناس وصلت إلى الحكم عن رغبتهم المختلفة فهذا هو السلوك العقلاني من منظورهم، كما أن تأثر الناس من خلال البيئة الاجتماعية يجعلهم غالبا ما يشعرون بالضغط في سبيل توافق سلوكهم مع سلوك المجموعة وأحسن مثلا عن ذلك هو وجود اتجاه لمراقبة المستثمرين الراحين بشكل وثيق

¹ Markku, kaustia, Disposition Effect, finland :Aalto University ,p2, web site:

finance.aalto.fi/en/people/.../disposition_effect.pdf(consultation date 13/09/2014)

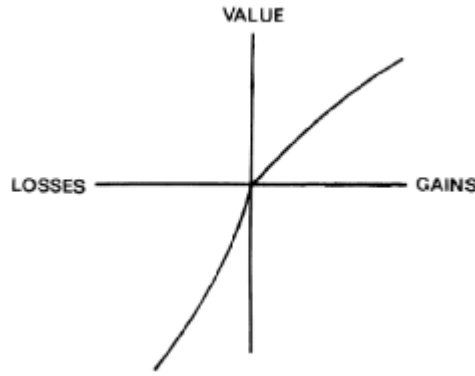
² مهدي عطية موي الجبوري، مرجع سابق، ص794.

³ Markku, kaustia,op.cit.p2.

جدا، وخاصة عندما يتكرر الأداء الجيد نفسه بضع مرات.

سادسا: تأثير التأطير في اتخاذ القرار

أظهر كانيمان وتفيرسكي سنة 1986 من خلال أعمال اقتصادية تجريبية وجود تحيز في القرار أو ما يسمى "تأثير التأطير"، هذا التحيز يمكن شرحه من خلال الشروط التالية: المتعاملون ليس لديهم نفس السلوك في اتخاذ القرار عند مواجهة نفس المشكلة مقدمة بشروط مختلفة، سمي هذا التحيز بتأثير عرض (présentation de effet) فمن خلال العديد من التجارب لـ (كانيمان وتفيرسكي) أظهرت أنه إذا تم عرض مشكلة بعبارات سلبية، فالسلوك العون الاقتصادي سوف يحب المخاطرة (risquophile) وعلى العكس، إذا تم تقديمها بعبارات إيجابية سوف يكره المخاطرة (risquophobe)، فعبارة أخرى دالة المنفعة للمستثمر ستكون محدبة في منطقة الخسارة (المتعامل يثمن المخاطر)، بعد ذلك سوف تكون مقعرة في منطقة المكاسب (المتعامل تجنب المخاطر)¹، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (20): تأثير التأطير على اتخاذ القرار

Source : Christophe, barraud. Luc, op.cit.

¹ Christophe, barraud. Luc, paugam. Elements de finance comportementale, Université Paris-Dauphine, site web

http://www.christophe-barraud.com/wp-content/uploads/2013/04/Elements_de_finance_comportementale.pdf

(consultation date 13/09/2014)

سابعاً: سوء الفهم العشوائي

سوء الفهم العشوائي تشير إلى رؤية الأنماط التي لا وجود لها، لأنها مقيدة بالقدرات الإدراكية المحدودة والمعلومات غير مكتملة، وبالتالي قد تكون أفعالهم أقل من عقلانية تماماً على الرغم من أفضليات نواياهم وجهودهم " وحدد الباحثون أربع مغالطات للإنسان وهي : محدودية الاهتمام؛ إذا [ل]رة الخاطئة؛ قدرات الاستيعاب محدودة؛ محدودية قدرات الاتصال. نتيجة لهذه الحدود ،استخدم صناع القرار مختلف استراتيجيات المعلومات و القرارات للتعامل مع القيود في المعلومات.¹

من خلال سبق يتضح وجود مجموعة من التشوهات في أداء أسواق الأوراق المالية ، والتي تتعارض فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية خاصة الكاملة منها ، لأن سلوك الأعوان الاقتصاديين لا يتسم بالرشادة المطلقة بل يتأثر بعدة سلوكيات كالثقة العالية في قدرات على اتخاذ قرارات استثمار مثلى ، كما الفرد يتأثر بسلوك الجماعة و يعطي وزن أكبر للتجربة الأخيرة.

المبحث الثاني : التحليل الفني كأداة للتحليل في اطار المالية السلوكية

يركز التحليل الفني على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، بهدف اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن للمحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. وسيتم التطرق إلى مفهوم التحليل الفني وأسس وأدواته المستخدمة في تحليل السوق وأسهم المؤسسات من خلال ما يلي:

المطلب الأول: مفهوم وأسس التحليل الفني

ترجع جذور التحليل الفني لنظرية داو التي وضعت حوالي عام 1900 من قبل تشارلز داو ، والمستخلصة بشكل غير مباشر من مؤشر داو جونز ، وسيتم التطرق إلى مفهوم وأسس التحليل الفني من خلال ما يلي:

¹مهدي عطية موحى الجبوري، المرجع المذكور سابقا ، ص795.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بأنه التحليل الذي يهتم بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية، وذلك مثل تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي أو حركة التداول، بهدف توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء.¹

كما يعرف أيضا بأنه أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، وإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية معينة، وبالتالي اهتمام التحليل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً، ثم على مستوى ورقة مالية معينة.²

كما عرفه "جون مورفي (John Murphy) بكونه دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً.³

هناك من عرف التحليل الفني بأنه تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، إذن فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهذا المدخل تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها المستقبلية⁴ أي هو عملية تحليل البيانات التاريخية لأسعار القيم المنقولة (أسهم، سلع وعمليات... الخ) بهدف تحديد سعرها المستقبلي.⁵

¹ إيهاب الدسوقي، المرجع المذكور سابقاً، (2000)، ص 47.

² صالح الحناوي، محمد. وآخرون. مرجع سابق، (2002)، ص 141.

³ John J. Murphy. Technical analysis of the financial markets , New York Institute of Finance,usa,(1999),p20.

⁴ صالح الحناوي، محمد. تحليل وتقييم الأسهم والسندات، المرجع المذكور سابقاً، ص 139

⁵ achelis Steven B," Technical Analysis From A To Z". Equis international, (2003), p.4.

وعليه، فإن التحليل الفني يهدف إلى تحليل أفضل الأوقات للدخول إلى السوق، حيث أن التوقيت السليم لقرار المستثمر في الشراء سوف يضعه في موقف أفضل للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً من عملياته، كما أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليست كفوء، وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير باتجاهها وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق.

الفرع الثاني: أسس التحليل الفني

- يستند التحليل الفني إلى مجموعة من الأسس يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن المعلومات الرشيدة كل من المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل العوامل النفسية، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي ومستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون الاتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبياً بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.¹
- وبناء على الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني، فإنه لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق، ومن هذا المنطق فإنه لا يمكن إنكار بعض الأساسيات المتمثلة في أن سعر السهم الذي يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب والتي تحكمها متغيرات عديدة، وأن السوق يعطي كل متغير وزناً بصفة آلية ومستمرة.

¹أنظر:

صالح الحناوي، محمد . المرجع المذكور سابقاً، ص 142.

آل شبيب، دريد. الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عمان: دار المسيرة للنشر، (2012)، ص 275.

فالانتقاد الموجه إلى أسس التحليل الفني يكمن في مدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير، فالاعتقاد بأن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها إحداث تغير في العلاقة بين العرض والطلب، والسبب قد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.¹

تعتبر الرسوم البيانية الأداة الرئيسية في التحليل المالي للأوراق المالية، واستخدام الرسوم البيانية في التحليل الفني يشبه إلى حد ما استخدام صور الأشعة في المجال الطبي إذ تعطي صورة واحدة أو رسم بياني واحد الكثير من المعلومات لمستخدم هذه الصورة أو الرسم البياني.²

من خلال ما سبق يمكن القول أن فلسفة التحليل الفني تقوم على النقاط التالية:

- إن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب؛
- إن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد؛
- يعطي السوق وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب؛
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر، فإن سلوك أسعار الأسهم تميل عادة إلى التحول في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت؛
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير العلاقة بين العرض والطلب.

المطلب الثاني: فرضيات نظرية دو DOW لتحليل الأسواق المالية

يعد شارل داو (Charles Dow) رائد التحليل الفني، حيث كان أول من وضع المبادئ الأولية له وأول من قام بتحليل الأسواق المالية من خلال ما يعرف بنظرية داو، حيث قام بنشر المبادئ

¹ إبراهيم هندي، منير. أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 424.

² ربابعة، عبد الرؤوف. خطاب، سامي. التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf. (تاريخ المعاينة: 2015/03/03).

الأساسية لهذه النظرية في جريدة وال ستريت* في الفترة الممتدة ما بين 1900 إلى 1902¹، وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة أسواق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات.

تشير نظرية " دو " إلى وجود ثلاث حركات سعرية الأولى هي حركات يومية تحدث من يوم إلى آخر، والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو أشهر، والثالثة تستغرق عدة سنوات حيث يستمر حدوث تغير لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد.²

هذا وتعتمد نظرية داو على الافتراضات الستة التالية:

أولاً: المؤشرات تعكس كل شيء: كل المعلومات المتوفرة في أي وقت تنعكس على اتجاه الأسعار في السوق، لذلك فإن المعطيات التاريخية لحركة أسعار الأسهم تعكس تطورها المستقبلي. وقد اعتمدت هذه الفرضية على أن ملخص التعاملات التي جرت في بورصة وول ستريت تحتوي على ماضي الأسهم ويمكن تطبيقه على مستقبلها بدون إضافة أي معادلات أو بيانات أخرى، حتى الإحداث السياسية والاقتصادية والكوارث الطبيعية يترجمها السوق فعلياً ويستوعبها ويضعها أمامنا على هيئة أسعار واضحة وتمثل في النهاية العرض والطلب الحقيقي داخل السوق.

ثانياً: للسوق ثلاث اتجاهات (الحركات السعرية): من خلال ملاحظة السوق المالي يمكن التعرف على ثلاث أنواع من الاتجاهات:

أ- حركة أولية (أساسية): هي تمثل الاتجاه السائد في السوق سواء كان صعودي أو نزولي، تمتد هذه الحركة إلى ما يزيد عن السنة كما أنها قد تصل لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه معاكس.

* Wall Street Journal

¹ Béchu, Therry, Bertrand, Eric, L'analyse technique pratiques et méthodes, 5ème édition, economica, paris, 2003, p20.

² Béchu, Therry, Bertrand, Eric, op-cit, p21.

- السوق التنازلي: هو انخفاض كبير غير متقطع للأسعار، يبدأ عندما تضعف مصداقية المعلومات التي أدت إلى شراء أسهم شركة ما، يتبعها مرحلة ثانية نلاحظ فيها أن كل من النشاط الاقتصادي والأرباح تنكمش. وفي المرحلة الأخيرة يتم التخلص من الأسهم بأي سعر وبغض النظر عن قيمتها

- السوق التصاعدي: هو ارتفاع في الاتجاه السائد في السوق ولمدة تدوم عدة سنوات، تبدأ هذه الحركة بعد استعادة الثقة في المستقبل، تتبعها مرحلة ترتفع فيها مستويات النشاط الاقتصادي وأرباح الشركات لتزيد في الأخير المبادلات في السوق المالي وترتفع أسعار الأسهم المتداولة.

ب- الحركة الثانوية: تؤثر هذه الحركة على الاتجاه الأساسي السائد في السوق لمدة تصل من 3 أسابيع إلى عدة أشهر. و يكون هذا التأثير في شكل تعديل للنمط الأساسي للحركة السائدة في السوق بنسبة تتراوح ما بين: 33 % 50 % أو 60 % ونادرا ما تصل إلى 100 % .

ج- الحركة السعرية اليومية: تمتد هذه الحركة من بضع ساعات إلى ثلاثة أسابيع كحد أقصى والملاحظ أن نظرية" داو "لم تخص هذه الحركة بالدراسة. غير أن المحلل الفني مجبر على تتبع هذه التقلبات ووضع إطار لها؛ كما أن المستثمرين على المدى الطويل لا يهتمون بها على عكس المستثمرين على المدى القصير¹.

¹انظر:

Béchu, Therry, Bertrand, Eric, op-cit, p21-22.

John J. Murphy. op-cit ,p24-29.

هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، (1997)، ص427-428
عبد العال حماد، طارق. التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 ،
ص179-180.

ثالثاً: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل:

أ- المرحلة الأولى تراكم التداول أو التجميع: درس داو هذه المرحلة من السوق وسلوك

التجار وقتها فعندما يكون اتجاه الأسعار هابط بشكل كبير يبدأ المستثمرون بالشراء بعد

أن يدركوا أن الأسعار قد استوعبت كل الأخبار السيئة

ب- المرحلة الثانية المشاركة العامة: في هذه المرحلة يبدأ المحللون توقعاتهم باستمرار

صعود الأسعار وتبدأ الأخبار الايجابية في الظهور ويدرك الجميع أن الاتجاه قد بدأ في

التحسن

ت- المرحلة الثالثة التفرق: تبدأ الصحف بنشر الأخبار حول صعود الأسعار

وتحسنها أفضل من أي وقت مضى ويبدأ المحللون في مزيداً من التوقعات الايجابية

بشكل مبالغ فيه مع نشر الأخبار حول الأسواق الناجحة بشكل كبير وتزداد أحجام

التداول بشكل مبالغ ويبدأ غير ذوي الصلة وعديمي الخبرة بدخول السوق لأنه يحقق

أرباحاً وتكون هذه هي آخر مراحل صعود السوق.

رابعاً: المؤشرات تؤكد بعضها البعض

استخدم داو مؤشر القطاع الصناعي ومؤشر المواصلات لمعرفة حركة السوق وحتمية تأكيد

نفس الإشارة على المؤشرين قبل اتخاذ أي قرار بأن يتفوق كلا من المؤشرين بالارتفاع فوق القمم

الثانوية السابقة لهم، ويجب حدوث هذه الإشارة بشكل متزامن على كلا المؤشرين وكلما اقترب وقت

حدوث الإشارة بين المؤشرين كلما كان هذا الاتجاه اقوي أما في حال انحراف مسار مؤشر من

المؤشرين فيعتبر داو أن الاتجاه السابق مستمراً.

خامساً: أحجام التداول تؤكد اتجاه السعر: العلاقة الطبيعية بين الحجم والاتجاه، هي أن الحجم يزيد

في فترات الارتفاع وينخفض في فترات النزول إذا لم تحترم هذه العلاقة يكون الاتجاه مهدد بعدم

الاستمرار. وقد اعتبر داو أن أحجام التداول هي إشارة ثانوية ولكنها هامة في تحديد ذلك الاتجاه وبشكل عام يجب أن تتزايد أحجام التداول في نفس اتجاه السوق الرئيسي ففي السوق الصاعد تزيد أحجام التداول مع الصعود وتتناقص مع الهبوط وفي الأسواق النازلة تزيد أحجام التداول مع الهبوط وتقل في الصعود، وهذه من مبادئ دراسة أحجام التداول التي يدرسها المحللين الفنيين حتى يومنا هذا مع تفاصيل أخرى، وذلك كما هو موضح في الشكل الموالي:



الشكل رقم (21) : أحجام التداول تؤكد اتجاه السعر

Source : John J. Murphy. Op-cit,p28.

سادسا : استمرار خط الاتجاه في مساره حتى يعطي إشارات تؤكد انعكاسه

يشكل هذا الفرض أساس الطرق في تتبع خط الاتجاه وهو من فروض التحليل الفني الأساسية، فأى أداة مالية يعتقد استمرارها في نفس الاتجاه حتى يتبدل الوضع وتأتي قوة أخرى قادرة علي تغيير هذا المسار، ويدرس المحلل الفني أساليب كثيرة للتعرف علي هذا الاتجاه من دراسة خطوط الدعم والمقاومة ونماذج السعر و المتوسطات المتحركة .

المطلب الثالث: نظريات فنية أخرى لتحليل الأسواق المالية

بالإضافة إلى نظرية دو DOW، سنتطرق في هذا المطلب إلى نظريات فنية أخرى لتحليل

الأسواق المالية من خلال ما يلي:

أولاً: نظرية ويليام جان

ارتكزت فلسفة ويليام جان على وجود نظام وقانون طبيعي يحكم كل شيء، ولا يدع أي مجال للعشوائية فهناك علاقة سببية بين أسعار الماضي وأسعار المستقبل. وقد قام تحليله على جملة مبادئ نفسية في معظمها، كونه أولى أهمية كبيرة للعناصر ذات الدلالة النفسية، فعلى سبيل المثال نجد أنه يهتم كثيراً بيوم الذكرى السنوية، فهو يرى أن المضاربين لا ينسون وقع بعض الأحداث الأساسية ولو مرت عليها مدة من الزمن، ويميلون نتيجة لذلك للقيام بردود أفعال معينة في هذه التواريخ، كما أولى أهمية كبيرة أيضاً لعامل الزمن أكثر من اهتمامه بالسعر، وهذا ما يعكس معتقداته الدينية، فهو يرى أن لكل شيء أوانه وتوقيت حدوثه، وأن هناك تواريخ فاصلة يجب أخذها في الاعتبار أثناء دراسة حركة السوق.¹

ثانياً: نسب تصحيحات فيبوناتشي

تعتبر خطوط نسب تصحيحات فيبوناتشي* من الأدوات الشهيرة في التحليل الفني التي يستخدمها المحللين وهي تستند على الأرقام التي أكتشفها فيبوناتشي في حله للمسألة الشهيرة السابقة والتي عرضها في كتابه الأول فيما بعد. لكن المهم في هذه المسألة ليست الأرقام نفسها بل العلاقة الرياضية والتي عبر عنها من خلال نسب محددة تظهر العلاقة الرياضية بين سلسلة الأرقام. في التحليل الفني تستخدم تراجعات فيبوناتشي من خلال تحديد نقطتين رئيسيتين في الحد الأقصى من المخطط، وهما في العادة قمة رئيسية وقاع رئيسي في المخطط، ومن ثم تقسيم المسافة العمودية بين هاتين النقطتين من خلال استخدام نسب فيبوناتشي الأشهر وهي : 23.6% , 38.2% , 50% , 61.8% و 100%. وما أن يتم هذا تقسيم وتحديد هذه النسب في المخطط حتى يتم رسم

¹ عبد المجيد المهيلمي، المرجع المذكور سابقاً ، ص 204-205.

*أرقام فيبوناتشي هي: 0, 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144, 233, 377, 610, ... إلى ما لا نهاية.

خطوط أفقية لتستخدم فيما بعد كمستويات دعم ومقاومة محتملة.

ثالثاً: نظرية موجات إليوت

تأثر " رالف نلسون إليوت " كثيرا بنظرية " داو "، ولطالما اعتبر بأن نظريته تعد جزءا ضروريا ومكملا لها، وقد ألف قبل وفاته كتابا يحمل عنوان "قانون الطبيعة وسر الكون"، وأهم ما تضمنه محاولة " إليوت " لفهم سيكولوجية القطيع، إذ يرى في هذا الشأن أن هناك نمطا متكررا يقيس نفسية الجماهير يتكون من خمس موجات إلى أعلى وثلاث موجات إلى أسفل، ولهذا النمط قيمة تنبؤية فحين تنتهي الخمس موجات الصاعدة تليها ثلاث هابطة ¹.

أي أن نظرية موجات إليوت تعتقد أن سوق الأسهم تتأثر بسلسلة من الموجات في السعر . وأن أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل. كما توجد خمس موجات في نفس الاتجاه لتحديد الاتجاه الأساسي ويتبعها 3 موجات تصحيحية ويطلق عليها "3-5 حركة" ويتم تحديد أهداف هذه الموجات عن طريق نسب فيبوناتشي سابقة الذكر .

الفرغ الثالث: مبدأ الرأي المخالف

يعد مبدأ الرأي المخالف نوعا من أنواع التحليل النفسي للحشود الكبيرة من الناس، ويعرف بأنه: "رأي استثماري معاكس لآراء الغالبية العظمى للمستثمرين والمضاربين بسوق معينة، ويعد أحد أهم المؤشرات القائدة لأنه يلفت النظر في وقت مبكر جدا، وقبل تحرك السعر في الاتجاه المعاكس بكثير إلى قرب وصول هذا الاتجاه إلى نهايته". إن هذا المؤشر يبرز ويستفيد في الوقت ذاته من انحراف سلوكي منتشر في أسواق المال هو التقليد أو التفكير بـ "سلوك أو عقلية القطيع"، فحين تظهر استطلاعات الرأي أن هناك ميلا شديدا واقتناعا من قبل الأكثرية باتجاه الأسعار ناحية معينة، فإن ذلك يعد دليلا على وصول أو قرب وصول الأسعار إلى القمة والعكس صحيح. ونشير إلى أن

¹ عبد المجيد المهيلمي، المرجع المذكور سابقا، ص204-205.

هذا التحليل مبني على قاعدة إحصائية متينة، إذ يتم قياس آراء شريحة كبيرة من المتعاملين، فإذا كان السواد الأعظم منهم يرى استمرار صعود الأسعار فهذا يدل على أنهم قاموا بالشراء فعلا، وهو ما يعني أن القوة الشرائية الفاعلة والمؤثرة المتبقية في السوق صارت ضعيفة ولم تعد هناك قوة دفع قادرة على رفع الأسعار والعكس، إذا اعتقدت الغالبية باستمرار نزول الأسعار فهذا يعني أنهم قد باعوا بالفعل ولم تبق في السوق قوة قادرة على دفع الأسعار إلى مستويات أدنى¹. إذن مفاد هذا المبدأ أن ما يراه اغلب المستثمرين محققا سيتحقق عكسه في نهاية المطاف نظرا لتلاشي القوى المؤدية ومحقة لرأي الاغلبية.

المبحث الثالث: أدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات

بعد التطرق إلى مفهوم وأسس التحليل الفني أهم نظرياته -مقدمتها نظرية دو- ، سنتناول في هذا المبحث الأدوات التي يستخدمها الفنيون في تحليل مؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات ، مع الإشارة إلى أهم ميزات وعيوب هذا التحليل من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: أدوات التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية

تسمح أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق بتحديد اتجاه الأسعار، بمعنى هل تتجه هذه الأسعار نحو الصعود أم نحو الهبوط، كما تسمح هذه الأدوات بقياس قوة السوق. وتطبق هذه المؤشرات في الولايات المتحدة الأمريكية، لذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار أن النسب المعيارية المعتمدة هنا هي خاصة بالولايات المتحدة الأمريكية، وعموما توجد ثلاثة أنواع من مؤشرات (مقاييس) السوق، وهي: مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين، مقاييس وجهة النظر المضادة، مقاييس المستثمر المحترف.

¹ عبد المجيد المهيلمي، المرجع المذكور سابقا ، ص211-213.

أولاً: مقاييس ميل واتجاه المستثمرين

تستعمل هذه المقاييس في التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم مستقبلاً، كما أنها تعتبر مؤشرات جيدة

للحالة الاقتصادية العامة، من بين هذه المؤشرات نذكر:

✓ مؤشر بارون: يسمى بذلك مؤشر الثقة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مؤشر الثقة} = (\text{عائدات السندات مرتفعة الجودة} / \text{عائدات السندات متوسطة الجودة}) \times 100$$

من المتوقع أن تكون قيمة المؤشر أقل من 100 ، وذلك طالما أن عائدات السندات مرتفعة

الجودة عادة ما يكون أقل من عائدات السندات متوسطة الجودة¹ ، ينطلق مؤشر الثقة من فكرة أنه

إذا كانت ثقة المستثمرين في السوق كبيرة ، فإن ذلك سيشجعهم على زيادة الطلب على السندات

متوسطة الجودة ، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، و بالتالي انخفاض عائدها،

وسيستمر هذا العائد في الانخفاض إلى أن يقترب من عائدات السندات مرتفعة الجودة، مما يعني أن

قيمة مؤشر الثقة سيقترّب من % 100 والعكس صحيح بمعنى إذا كانت ثقة المستثمرين في السوق

ضعيفة، وكانوا غير متفائلين، فإننا سنتوقع زيادة الطلب على السندات مرتفعة الجودة، والتي تمتاز

بانخفاض درجة المخاطرة فيها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية ، ومن ثم انخفاض عائدها، وهو

يؤدي إلى انخفاض قيمة مؤشر الثقة.

عليه انطلاقاً من قيمة مؤشر بارون يستطيع المستثمر اتخاذ قرار الاستثمار المناسب بالبيع أو

الشراء. ففي حالة ارتفاع قيمة مؤشر الثقة، فإن هذا يعني أن أسعار السوق ستعرف اتجاه نحو

الصعود وسيستمر هذا الارتفاع مستقبلاً ، وهو ما يعكس تحسن في الوضع الاقتصادي العام للدولة ،

وعليه فإنه سيكون من المناسب أن يتخذ المستثمر قرار الشراء.

أما في حالة انخفاض قيمة مؤشر الثقة، فإن هذا يعني أن الأسعار ستعرف انخفاضاً وسيستمر

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص226.

هذا الانخفاض مستقبلا، وهو ما يعكس ذلك تدهور في الوضع الاقتصادي العام للدولة، وسيكون قرار البيع في هذه الحالة قرارا مناسباً.

يواجه هذا المؤشر مشكلة تتمثل في تعقد استخدامه في التفسير وهي أنه يهتم فقط بجانب الطلب ويهمل جانب العرض، فوفقاً لهذا الأسلوب فإن التغيرات في أسعار فائدة السندات تنتج من خلال التغيرات في طلب المستثمرين لسندات مختلفة الجودة ، إلا أن الواقع يشير إلى أن الاختلافات في عوائد السندات كانت ترجع باستمرار إلى اختلاف العرض المتاح من المجموعات المختلفة من السندات وهـ إذا فإنه من الممكن أن يؤدي العرض إلى التأثير على مؤشر الثقة لبارون وبالتالي نصل إلى تفسيرات خاطئة لهذا المؤشر¹.

ثانياً: مؤشر المستويات العليا و الدنيا

يسمح هذا المؤشر باتخاذ قرار الاستثمار المناسب، وتحديد توقيت هذا القرار، و يحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{مؤشر المستويات العليا و الدنيا} = \frac{d}{d+d}$$

حيث

d : يمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل؛

"d": تمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.²

قيمة هذا المؤشر تكون محصورة بين 0 و 1 وعلى أساس هذه القيمة يستطيع المستثمر اتخاذ قرار الشراء أو البيع، عندما تكون قيمة هذا المؤشر قريبة من 1 ، فهذا دليل على أن عدد الأسهم التي عرفت ارتفاعاً في أسعارها أكبر من عدد الأسهم التي عرفت انخفاضاً في أسعارها، والعكس صحيح عندما تقترب قيمة المؤشر من 0 ، بمعنى أن انخفاض قيمة هذا المؤشر عن 0.1 معناه أن

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً ، ص222.

² إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص227.

السوق سيعرف مرحلة ارتفاع في أسعار الأسهم (مرحلة صعود)، في حين أن تجاوز قيمة هذا المؤشر 0.9 يعني أن السوق سيعرف مرحلة انخفاض في الأسعار (مرحلة هبوط) بعد انتهاء مرحلة الصعود.

ثالثاً: نسبة الارتفاع والانخفاض

يقاس مؤشر نسبة الارتفاع والانخفاض حسب الصيغة التالية:

نسبة الارتفاع والانخفاض = عدد الأسهم التي حققت صعوداً / عدد الأسهم التي حققت صعوداً أو هبوطاً.¹

انطلاقاً من قيمة هذا المؤشر يمكن الحكم على الاتجاه العام لأسعار الأسهم في السوق، فإذا كانت قيمة هذا المؤشر أكبر أو تساوي 0.6 فهذا يعني أن مرحلة ارتفاع أسعار الأسهم ستصل إلى نهايتها، لتفسح بذلك المجال إلى مرحلة الهبوط في الأسعار. أما إذا كانت قيمة هذا المؤشر تساوي 0.35، فإن هذا يعني أن الانخفاض في أسعار الأسهم قد وصل إلى نهايته، لتبدأ الأسعار بعد ذلك في الارتفاع، ومن خلال هذا الاتجاه التصاعدي والتنازلي لأسعار الأسهم، يمكن للمستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب لأن ما يؤخذ على هذه النسبة هو أنها لا تأخذ بعين الاعتبار الأسهم التي لم تعرف أي تغير في سعرها.

رابعاً: مقاييس وجهة النظر المضادة

تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الاستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية، ومن المتفق عليه أن المعلومات المتاحة لصغار المستثمرين عادة ما تكون أقل من تلك التي تتاح للمستثمرين المحترفين، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمراً محتملاً. يضاف إلى ذلك أنه قد لوحظ أن صغار المستثمرين حتى لو توافرت لديهم المعلومات عادة ما ينتظرون

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 228.

طويلا قبل انتهاء فرصة متاحة، فمثلا عندما تأخذ الأسعار في الاتجاه نحو الصعود فإنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية، بل وعادة ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها، وعليه عندما يبدأ هؤلاء في إصدار أوامر بالشراء، يكون الوقت ملائما للمستثمر المحترف لأن يصدر أوامر بالبيع¹، ويعد مؤشر نسبة البيع على المكشوف و من ابرز مؤشرات مقاييس وجهة النظر المضادة

أ - مؤشر نسبة البيع على المكشوف

تحسب نسبة البيع على المكشوف وفق العلاقة التالية:

مؤشر نسبة البيع على المكشوف = المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف / المتوسط اليومي للصفقات²

إن السياق الطبيعي للمعاملات في أسواق الأوراق المالية يقوم على أساس أن يشتري المستثمر الأوراق المالية عندما تكون أسعارها منخفضة، ليبيعهما عندما ترتفع أسعارها، فيحقق بذلك ربح ناتج عن الفرق في الأسعار، غير أن عملية البيع على المكشوف تقوم على مبدأ مختلف، إذ يقوم المستثمر ببيع أوراق مالية ليست ملكا له أصلا، حيث يقوم باقتراضها من شخص آخر ليبيعهما في الوقت الحالي، لأنه يتوقع انخفاض في قيمتها السوقية مستقبلا، بطبيعة الحال سوف يستعين المستثمر (المقترض) بسمسار لإتمام العملية، حيث يقوم هذا الأخير ببيع الأسهم المقترضة بسعر السوق الحالي، ويقدم حصيلة هذا البيع لصاحب الأسهم كضمان لأسهمه التي أقرضها.

بعد فترة وعند انخفاض القيمة السوقية للسهم يأمر المستثمر السمسار بشراء نفس الكمية من الأسهم المقترضة بالسعر الحالي (السعر المنخفض)، ليسلمها للشخص المقرض والذي يقوم بدوره بتسليمهم مبلغ بيع الأسهم السابقة ، وبذلك يحقق المستثمر ربح ناتج عن الفرق بين سعر السهم في الفترة السابقة وسعره في الفترة الحالية.

¹إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مصر: منشأة المعارف، (2008)، ص 197-198.

²إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص230.

ب- توازن الكميات الكسرية:

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية

الكميات الكسرية هي المعاملات التي تقل عن 100 سهم، ويقوم بها عادة صغار المستثمرين، ويقوم هذا لمؤشر على قسمة مبيعات الكميات الكسرية على مشتريات الكميات الكسرية، وإذا كانت النسبة تزيد عن الواحد الصحيح فهذا يعني أن مبيعات الكميات الكسرية أكثر من مشتريات الكميات الكسرية، وأن حال صغار المستثمرين هي التشاؤم، ولذلك يأخذ المحلل الفني بالجانب العكسي ويقومون بالشراء والعكس.¹

خامسا: مقاييس المستثمر المحترف

ومن المؤشرات التي تستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين نسبة البيع على المكشوف، مؤشر الكميات الكبيرة.

أ- نسبة البيع على المكشوف (البيع القصير من قبل المتخصصين): تحسب بالعلاقة التالية:

نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف

وتمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو 40 % وينظر الفنيون إلى انخفاض هذه النسبة إلى أقل من 30 % على أنه علامة تفاؤل لأنها تعني أن المتخصصين يقللون من عملية المشاركة في البيع على المكشوف، وعلى العكس من ذلك فإن الزيادة في هذه النسبة عن 50 % تعتبر علامة تشاؤم وهي إشارة إلى السوق الهابطة.²

ب- مؤشر الكميات الكبيرة: وهي الصفقات التي تكون بحدود 50 ألف سهم فأكثر في الصفقة الواحدة والتي تبرم من قبل المستثمر المؤسسي، وعليه فإن تتبع هذه الصفقات من قبل الآخرين يكون مثمرا، إذ أن إبرام تلك الصفقات بأسعار أعلى من ذي قبل يعد مؤشرا لحماس المستثمرين

¹دريد آل شبيب، المرجع المذكور سابقا ، ص291.

²طارق عبد العال حماد،. التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا، ص 20

ويفسر اتجاه الأسعار نحو الارتفاع والتوقيت الملائم للشراء، والعكس إذا أبرمت بأسعار أقل من ذي قبل فإنه مؤشر لتراجع رغبة البائع في تشجيع المستثمرين ويفسر اتجاه الأسعار نحو الانخفاض. يحسب هذا المؤشر وفقا للعلاقة التالية:

مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعودية / عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية

ويقصد ببسط المؤشر عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة أما مقام المؤشر فيقصد به عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بسعر أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، إضافة إلى عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وبالنسبة للصفقات التي تبرم بنفس السعر الذي أبرمت به آخر صفقة فلا تؤخذ في الحسبان. وقيمة المؤشر تتراوح بين 0،1 . وكلما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشرا لاتجاه الأسعار نحو الهبوط، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.¹

المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني لأسهم الشركات

يهدف التحليل الفني لتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لإتمام هذه العملية، ويعتمد في ذلك على دراسة التغير في مستويات الأسعار في السوق وتحديد نمط هذه التغيرات من خلال الرسوم البيانية، لذلك يعرف الفنيون براسمي الخرائط، وسيتم التطرق إلى هذه الأدوات من خلال ما يلي:

الفرع الأول: الرسم البياني الخطي

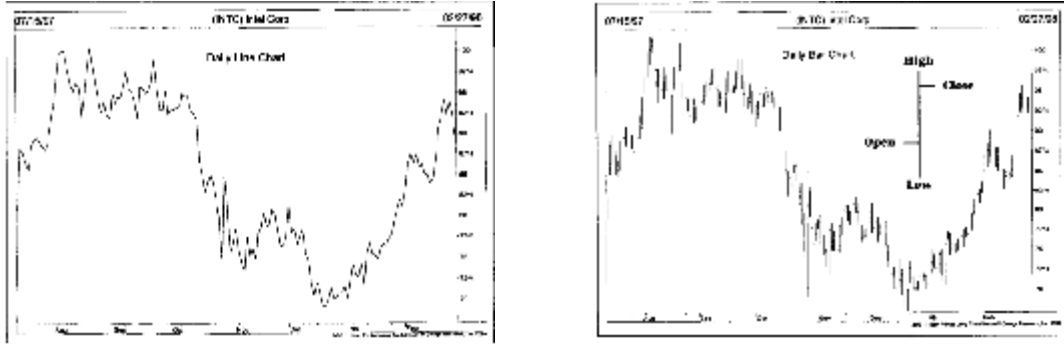
تم تسمية هذا النوع من الرسوم البيانية بهذا الاسم بسبب الخط الذي يتحرك عبر الرسم البياني واصلا أسعار الغلق لسلعة مالية أو سوق محددة ضمن فترة مقرر من الزمن. هذا النوع من الرسوم

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المرجع المذكور سابقا، ص

البيانانية مفيد بشكل خاص في عرض رسم توضيحي واضح لخط اتجاه سعر السلعة المالية أو حركة السوق¹.

أولاً: اتجاه حركة الأسعار

يعتبر خط اتجاه السعر من أبسط الأدوات الفنية التي يقوم دارس الخرائط بتوظيفها لكنه في نفس الوقت من أهم أدوات التحليل الفني، يتم رسم خط اتجاه السعر عندما يوجد ثلاثة قمم أو ثلاثة قيعان يمكن ربطهم معا بخط واحد، حيث يشكل هذا الخط مساراً يمكن أن يراقب حركة السعر. كما هو مبين في الشكل التالي:



شكل رقم (22): اتجاه حركة الأسعار

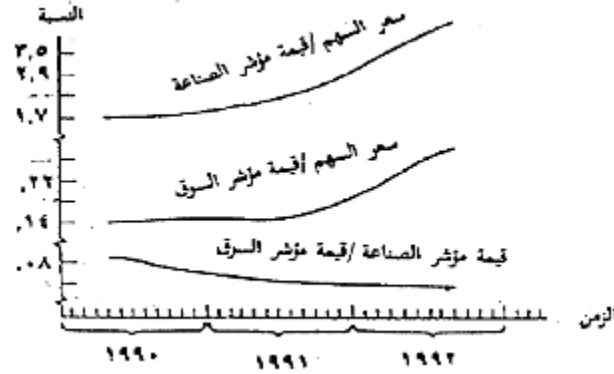
Source : John J. Murphy. Op-cit,p36-37.

ثانياً: القوة النسبية للسهم

تتفاوت درجة تقلب أسعار الأسهم فيما بينها، حيث توجد أسهم سرعان ما تتأثر بأي تقلب في السوق، في حين يوجد نوع آخر من الأسهم تتميز أسعارها بنوع من الثبات النسبي، حيث ترتفع أسعارها ببطء إذا كان السوق صاعداً وتنخفض ببطء إذا كان السوق نازلاً، وهي الأسهم التي تتمتع بقوة نسبية بمعنى وجود أسهم فردية أو أسهم مجموعة صناعية معينة تسيطر بأدائها على السوق أي

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المرجع المذكور سابقاً، ص

تقود السوق. ويعتقد الفنيون أن هذه الأسهم سوف تستمر في القيام بهذا الدور ولهذا يقوم الفنيون أسبوعيا أو شهريا بحساب مؤشر لتلك الأسهم التي تقود السوق.¹



الشكل رقم (23): القوة النسبية للسهم

المصدر: المعهد العربي للتخطيط، التحليل الفني، مرجع سابق، ص5.

ويشير الشكل أعلاه إلى أن مؤشر القوة النسبية يستخدم لكي يكشف عن حالة السوق أو السهم أو ما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها.

ويمكن حساب مؤشر القوة النسبية للسوق أو السهم وفق الصيغة الموالية:

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{((\text{التغيرات الموجبة} / \text{التغيرات السالبة}) + 1)}{100}$$

وتقع قيمة المؤشر بين الصفر والمائة، حيث يفضل شراء السهم عندما تكون قيمة المؤشر أقل من 30 ، بينما يكون قرار البيع ملائما عندما يبلغ مستوى المؤشر 70 أو أكثر.

ثالثا: المستويات المساعدة والمقاومة

الدعم والمقاومة تمثل منعطفات رئيسية أين تلتقي قوى العرض و الطلب في الأسواق المالية، هي التي تحرك الأسعار من خلال العرض (أسفل down) والطلب (أعلى up)، حيث العرض مرادف الانخفاض (البيع) والطلب مرادف للارتفاع (الشراء).²، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص381.

² Stockcharts, Support and resistance, web site:

http://stockcharts.com/school/doku.php?id=chart_school:chart_analysis:support_and_resistance , (consultation date :15-08-2015)

مستويات المقاومة



مستويات المساعدة



الشكل رقم (24): المستويات المساعدة والمقاومة

Source : Stockcharts, op-cit.

المستوى المساعد هو المنطقة حيث تكون لقوة الشراء الحالية والمحملة القدرة على إيقاف الانخفاض في الأسعار وقلب الاتجاه العام، وب نفس الشكل يمكن تعريف المستويات المقاومة على أنها مستوى لا يمكن عنده للسعر أن يرتفع أكثر بسبب وجود قوة بيع حالية ومحملة يلبى حجمها كل طلبات الشراء، وبالتالي لا يمكن للسعر أن يرتفع خلال مدة من الزمن.

الفرع الثاني: خرائط المنحنيات وخرائط الأعمدة

بالإضافة إلى الأدوات سابقة الذكر، تعد أيضا خرائط المنحنيات وخرائط الأعمدة من أدوات التحليل الفني لأسهم الشركات، وسنتناول هذه الأدوات بالدراسة من خلال ما يلي:

أولاً: خرائط المنحنيات

خريطة الرأس والكتف (Head & Shoulder Move) : تتميز بـ:

— ارتفاع مضطرب في الأسعار يتبعه انخفاض ثانوي (الكتف الأيسر)

- ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر، يتبعه انخفاض في السعر يصل إلى أعلى قليلاً من المستوى المتدني الذي وصل إليه الكتف الأيسر، ولكنه أقل قليلاً من مستوى قمة الكتف الأيسر (الرأس)
- زيادة في حجم الصفقات بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس. وتفشل هذه الزيادة أن تصل بالأسعار إلى مستوى قمة الرأس ثم تأخذ في الهبوط مكونة الكتف الأيمن
- حدوث انخفاض في السعر في نهاية المرحلة السابقة يتعدى خط الرقبة الذي يمثل خط التماس أدنى مستوى سعري للرأس والأكتاف. وتعد هذه النقطة مؤشراً ملائماً لقرار البيع.¹ (أنظر الرسم البياني)



الشكل رقم (25): خريطة الرأس والأكتاف

المصدر: المعهد العربي للتخطيط، التحليل الفني، المرجع المذكور سابقاً، ص6.

يتضح من الشكل السابق، أنه يتضمن أربعة مكونات أساسية وهي:

- ارتفاع مضطرد في الأسعار نتيجة لزيادة مضطردة في حجم الصفقات يصل حتى مستوى معين نتيجة انخفاض في حجم الصفقات، مما يؤدي إلى انخفاض في السعر مكوناً بذلك الكتف الأيسر.
- زيادة في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل

¹ المعهد العربي للتخطيط، التحليل الفني، ص6، متوفر على الموقع الإلكتروني:

(تاريخ المعاينة) http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-6.pdf

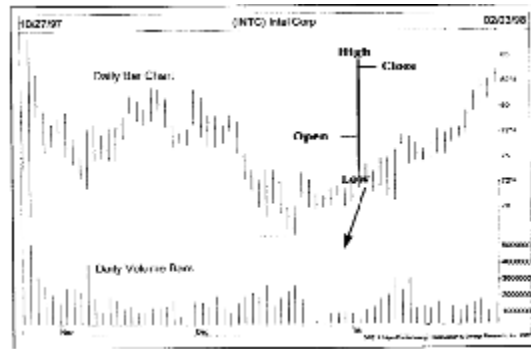
إليها الكتف الأيسر، يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات، يترتب عليه انخفاض في السعر ليصل إلى مستوى أعلى قليلا من مستوى الكتف الأيسر وهذا ما يكون الرأس.

- زيادة حجم الصفقات وان كان ذلك بمعدل أقل بالمقارنة مع الزيادة في حجم الصفقات التي ساهمت في بناء الكتف الأيسر والرأس، بعد ذلك تباشر الأسعار في الهبوط مكونة الكتف الأيمن.

- حدوث انخفاض في السعر يتعدى خط الرقبة الذي يمثل التماس لأدنى مستوى سعري للرأس والأكتاف، وهو ما يشير إلى التوقيت الملائم لقرار البيع.

ثانيا: خرائط الأعمدة

يستخدم المحللون الفنيون خرائط توضح سلسلة زمنية لأسعار الأسهم سواء كانت يومية أسبوعية أو شهرية. ويتم بناء خرائط الأعمدة باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الإقفال، ويقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى وأدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسيا لكي يشكل عمود، وكذلك يقوم الفني برسم خط أفقي صغير عبر هذا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإقفال.¹



الشكل رقم (26): خرائط الأعمدة

Source : John J. Murphy. Op-cit, p71.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص401.

ثالثاً: خرائط النقط والأشكال

في خريطة النقط والشكل يمثل المحور الرأسي سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثل عنصر الزمن كما لا يمثل أي شيء آخر، ولا يسجل السعر الجديد للسهم على الخريطة إلا إذا كان التغير فيه بحجم معين، أما الأنماط الأكثر شيوعاً فهو التغير الذي تكون قيمته وحدة واحدة، وإذا ما حقق السهم ارتفاعاً في السعر فيضع العلامة (x) أمام السعر الجديد، أما إذا انخفض السعر فيسجل العلامة (o) أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر¹، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



الشكل رقم (27): خرائط النقط والأشكال

Source : <http://stockcharts.com/docs/doku.php?id=other-tools:pnf-charts> (consultation date :15-08-2015)

وبعد بناء الخريطة يهتم المحلل الفني بالمنطقة المكدسة للأسعار والاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة، هل هو اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي، فإذا كان الخروج تنازلياً يكون القرار ملائماً للبيع، أما إذا كان الخروج تصاعدياً فيكون القرار ملائماً للشراء.

المطلب الثالث: مميزات وعيوب التحليل الفني لمؤشرات الأسواق المالية وأسهم

الشركات

من خلال هذا المطلب سنتطرق لمميزات التحليل الفني، والانتقادات الموجهة إليه من قبل رواد

التحليل الأساسي، فيما يلي:

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص453.

الفرع الأول: مميزات التحليل الفني

إن متبعي ومؤيدي التحليل الفني يرون فيه العديد من المزايا نذكر منها:

- السهولة والسرعة فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها على أي عدد من الأسهم مسألة سهلة وبسيطة؛
- توفير في الوقت والجهد لأنها تعتمد على معلومات مشتقة من السوق المالية نفسها ، كما تتصف القاعدة الفنية بشمولية التطبيق آليا على أي عدد من الأسهم؛
- المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني متاحة يوميا وبانتظام عبر تقارير السوق والصحف اليومية؛
- الميزة الرئيسية للتحليل الفني هي أنها لا تعتمد بصورة كبيرة بيانات المحاسبة المالية عكس التحليل الأساسي وذلك لوجود مشاكل تواجه تلك البيانات المحاسبية أهمها : أنها لا تحتوي على قدر كبير من المعلومات التي يحتاجها محللو الأوراق المالية مثل: تفاصيل المبيعات والمصروفات حسب خطوط الإنتاج أو العملاء والمناطق الجغرافية؛ يحتل اختلاف الطرق والسياسات المحاسبية المستعملة عند إعداد القوائم المالية في الشركات، والتي تؤدي إلى نتائج وقيم كثيرة مختلفة، ونتيجة لهذا فإن المستثمر سيواجه متاعب في مقارنة بيانات الشركة؛ هناك العديد من العوامل النفسية والمتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل ولاء العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة ...، بالإضافة إلى عدم توفرها بالوقت المناسب وبالنوعية المطلوبة.¹

الفرع الثاني: عيوب التحليل الفني

- لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية، وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعا، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع

¹ أنظر:

منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقا ، ص 191

طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، المرجع المذكور سابقا ، ص 156

صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكناً إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية؛

- يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار؛

- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجداول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية؛

- التحقق التلقائي للتوقعات، حسب هذا الانتقاد فالمحللون الفنيون يؤثرون على الاتجاه العام من خلال تطبيقهم للنتائج التي وصلوا إليها، فإذا أظهرت تحليلات المحللين الفنيين أن مستويات الأسعار سترتفع وأن سوقاً سعودياً متوقفاً سيقوم كل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني بالشراء استعداداً لارتفاع الأسعار، ولكن هذا سيؤدي بالطلب إلى الارتفاع وفي النهاية ترتفع الأسعار فعلاً ولكن بسبب العمليات التي قام بها المحللون الفنيون.¹

من خلال ما سبق يتضح أن التحليل الفني الذي لا يعترف بكفاءة أسواق الأوراق المالية عند المستوى الضعيف، وبالتالي إمكانية الاعتماد على معلومات مشتقة من أسواق الأوراق المالية نفسها ومتاحة يومياً وبانتظام عبر تقارير السوق والصحف اليومية، لكن في المقابل -كما أشارنا إليه سابقاً- التحليل الأساسي تتوافر له المعلومات والقدرة التحليلية، مما يمكنه من التوصل إلى نتائج أفضل من التحليل الفني الذي يغلب عليه طابع الذاتية والعوامل السلوكية عند تحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات.

¹ إبراهيم منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المرجع المذكور سابقاً، ص 222.

خلاصة الفصل السادس:

تم في هذا الفصل الموسوم بالاستثمار وتحليل الأوراق المالية في ظل المالية السلوكية التطرق إلى التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية حيث توصلت العديد من الدراسات والأعمال التجريبية إلى مجموعة من التشوهات تمثلت في التشوهات الموسمية كأثر نهاية الأسبوع وأثر نهاية السنة وآثار الشهور والأيام، بالإضافة إلى التشوهات المرتبطة بالشركة كتأثير الشركة الصغيرة و الاكتتابات والتذبذب المفرط في أسعار السوق و تأثير مضاعف السعر إلى العائد وأثر إدماج ورقة مالية في مؤشر الأسعار.

كما تم التطرق إلى المالية السلوكية التي جاءت لتفسر التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية ، من خلال بيان أن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها على الأسعار في أسواق الأوراق المالية، وقد وثق أنصار التمويل السلوكي عدة أنماط لتصرفات الافراد هي الاستدلال؛ الثقة العالية في قدرات الأفراد؛ المحاسبة العقلية واتخاذ القرار؛ التمثيل والمحافظة؛ تأثير التصرف بسلوك المجموعة؛ تأثير التأطير في اتخاذ القرار؛ سوء الفهم العشوائي.

بالإضافة إلى بحث التحليل الفني كأداة للتحليل في ظل المالية السلوكية وأهم نظريته (نظرية دو)، والذي يهدف إلى تحليل أفضل الأوقات للدخول إلى السوق، حيث أن التوقيت السليم لقرار المستثمر في الشراء سوف يضعه في موقف أفضل للحصول على عوائد مرتفعة نسبيا من عملياته، كما أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليست كفؤ، وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير

باتجاهها وفقا لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق، ويستخدم المحللون الفنيون مجموعة من الأدوات لتحليل مؤشرات الأسواق المالية وأسهم الشركات.

الفصل السابع

دور التطور التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح والأداء في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة

تمهيد:

كما تم بيانه في الفصول النظرية تخضع أسواق الأوراق المالية - كغيرها من أسواق السلع والخدمات- لمجموعة من القوانين التنظيمية والرقابية من جانب سلطات الدولة، ضمانا لتحقيق المصلحة العامة وتنظيم سير العمل بما يضمن العدالة بين جميع المتدخلين فيها، فتضع لها السلطات التشريعية ما يناسبها من قوانين وأنظمة واجبة التطبيق، في حين تتولى الهيئات الادارية مهمة التأكد من احترام هذه القوانين والأنظمة واتخاذ الاجراءات اللازمة قانونا في حالة مخالفتها.

بورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي على غرار باقي أسواق الأوراق المالية لابد أن تتولى الهيئات المنظمة فيها قانونا المسؤولية التنظيمية لها من خلال التحديد الدقيق لمتطلبات ادراج الأوراق المالية وشروط الترخيص للوسطاء وأنواعهم ومهامهم واجراءات التعامل وتسوية الصفقات المبرمة...، بهدف تحديد مهام كل الأطراف لتسهيل عملية الرقابة الضرورية لضمان أداء هذه البورصات لوظائفها المحددة مسبقا.

تعد مهمة حماية المستثمرين من أهم صلاحيات ومهام هذه الهيئات المنظمة، بغية التحسين المستمر لرشادتهم الاستثمارية وتعزيز ثقتهم فيها بكل مكوناتها خاصة في الأزمات المالية المتعقبة.

ولتوضيح كل المسؤوليات سابقة الذكر سنتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

- ظروف نشأة والتطور لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة؛
- دور الإطار التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح بأسواق الأوراق المالية محل الدراسة؛
- أداء أسواق الأوراق المالية محل دراسة خلال الفترة (2006-2014).

المبحث الأول: ظروف نشأة والتطور لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة

قبل التطرق إلى الإطار التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودية باعتبارهما من أهم متطلبات دعم الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية وحماية المستثمر، لابد من الوقوف على ظروف نشأة هذين السوقين وأهم التطورات التي عرفتھا خلال فترة الدراسة وما لها من دور في تحسين مستوى الإفصاح وتعزيز مدى الالتزام به من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: ظروف نشأة وتطور بورصة الجزائر

شهد الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال تحولات وتغيرات هامة أملتھا الظروف والتحولت التي شهدتها الساحتين الوطنية والدولية، فغداة الاستقلال تبنت استراتيجية وفق نظرة اشتراكية قائمة على التخطيط المركزي وهيمنة القطاع العام على الاقتصاد، لكن سرعان ما بدأت هذه الاستراتيجية تكشف عن بوادر الضعف والاختلال وهذا ابتداء من سنة 1986 بفعل الأزمة النفطية وتأثيرها السلبي على الاقتصاد الجزائري.

نتيجة لذلك وعندما وصلت الجزائر إلى طريق مسدود، لم تجد أمامها من حل سوى البحث عن مصادر أخرى خارجية لتمويل نفقاتها، فكانت إعادة الدولة التي حتمت عليها القبول بإجراء تعديلات على مختلف الأصعدة، وتجلّى ذلك من خلال برنامج التعديل الهيكلي المدعم من طرف صندوق النقد الدولي، الذي يعتبر الخطوة الأولى نحو اقتصاد السوق وذلك بتطبيق مجموعة من الإصلاحات التي تشمل السياسة المالية، السياسة النقدية، والسياسة التجارية بالإضافة إلى الإصلاح الهيكلي الذي يقوم على فتح المجال أمام الاستثمار الخاص والخصوصية.

لذا تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه

البورصة فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية نهاية فترة الدراسة، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي :

الفرع الأول: المرحلة التقريرية (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة مقيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضاتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى ، وفي أكتوبر من نفس السنة ، ومن خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العلمية لصناديق المساهمة ، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة للقيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قلمت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام للذي يتولى مهمة تسيير الشركة¹. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للوقي و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها . ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير أسمها لتحمل بذلك أسم بورصة الأوراق المالية².

¹شمعون شمعون، البورصة، الجزائر: الأطلس النسر، (1999)، ص 144.

²محمد براق، المرجع المذكور سابقا، ص 369.

لكن بالرغم من كل المجهودات المبذولة أنفلذ لار، إلا أن بورصة الجزائر لم تتمكن من أن تكون عملية في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

الفرع الثاني: المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للإدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تغيير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى :

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للإدخار.

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للإدخار.¹

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الإدخار، أما فيما يخص للقيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب ، إن اتخاذ قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .

في إطار هذا المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي: القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في

البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها ،
لذا يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.¹

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصية (COSOB) و هي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة .
- شركة تسيير للقيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، و لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .²

الفرع الثالث: مرحلة الانطلاق الفعلية لنشاط البورصة (من 1996 إلى 2014*)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة

القيم المنقولة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة ؛
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة ؛
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير للقيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

¹ رشيد بوكساني، المرجع المذكور سابقا ، ص228.

² المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 .

* نهاية فترة الدراسة

ومع بداية سنة 1997 ، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء الوسطاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا ، بهدف الاستفادة من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد و هو نهاية سنة 1997¹، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدرج سوق الأوراق المالية في الجزائر ، وفي سنة 2011 انضمت شركة لئانس للتأمين وبعدها تم إدراج سهم " أن سي أل رويبة" بتاريخ 03 جوان 2013 حيث وصلت فقط الى 4 شركات مدرجة في سنة 2013 وبقيت دون تغيير حتى نهاية فترة الدراسة. كما تم إنشاء سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 يناير 2012، المعطل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. بهدف توفير للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم.

¹ الجودي صاطوري، المرجع المذكور سابقا ، ص301.

وعليه يمكن القول أن الصعوبات التي عرفت الجزائر منذ منتصف الثمانينات والتي حتمت عليها تبني مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية، أدت إلى إصدار جملة من القوانين التي يمكن اعتبارها حجر الأساس في إنشاء بورصة الجزائر التي مرت بمراحل تم توضيحها فيما سبق. لأن رغم ذلك وعلى اعتبار أن بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة مع غيرها من بورصات العالم بما فيها بورصات الدول النامية، فقد واجهت عدة صعوبات لأنها في مراحلها الأولى وتعتبر مفهوم جديد بالنسبة المواطن الجزائري، وكل شيء جديد سيعامل بنوع من التحفظ والتخوف، كما أن مناخ الاستثمار خلال مراحل تطورها لم يرقى إلى المستوى الداعم والمطور لهذه البورصة.

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

بعد البحث في مراحل تطور بورصة الجزائر في المطلب السابق، سنتطرق في هذا المطلب إلى كل من نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1954، بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة، والمتمثلة في «الشركة العربية السعودية»، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية السبعينيات على اثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء، وقيام الحكومة أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص الوطني حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام.

لقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين. وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم وقامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء

وبيع الأسهم. ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور الممارسات غير القانونية، ومنها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 القاضي بتنظيم عملية تداول الأسهم من طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق.¹

الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأسهم السعودي

لقد مر السوق المالي السعودي في تطوره بثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى: البداية (1954-أوائل الثمانينات)

تميزت هذه المرحلة بما يلي:

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1954-1975 أربعة عشرة شركة برأس مال يبلغ 1.7 مليون ١؛
- حتى نهاية السبعينات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة؛
- مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينات ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة؛
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت الأسهم مستويات عالية؛
- أن انهيار سوق الكويت سنة 1982 بالإضافة إلى النمو المفرط في حجم التداول بسوق الأسهم السعودي سببا في التفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

المرحلة الثانية: التنظيم (أوائل الثمانينات-2003)

وأهم خصائص هذه المرحلة نذكرها فيما يلي:

¹ جمال بن عبد الله السحيمي، سوق الأسهم السعودية "مسيرة حافلة بالتطوير والنجاح"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، (2009)، ص 2.

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م؛
- صدر عام 1983 مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم وعليه فقد تشكل هيكل السوق المالية السعودية أي البورصة؛
- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:
- ✓ إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم.
- ✓ إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد.
- ✓ قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية.
- ✓ بدأ في عام 1990م العمل بنظام آلي للتداول.
- ✓ تحديث نظام التداول في أكتوبر 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم «تداول».

المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2014)

تميزت هذه المرحلة بتأسيس هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 2003/07/31 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط. وقد باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادى الأولى 1425هـ الموافق 30 يوليو 2004م.

وتتمثل هيئة السوق المالية السعودية:

- تنظيم المشاركين وسطاء مستثمرين ومصدر أوراق مالية.
- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية.

- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية.

- وضع آليات المتابعة والتقاضي والتنفيذ¹

يتضح من خلال مراحل تطور سوق الأسهم السعودي أنها أقدم نشأة من بورصة الجزائر، حيث بدأت نشاطها الفعلي سنة 1954 كسوق للأوراق المالية وحتى نهاية السبعينات كانت تفتقد للبعد التنظيمي والمؤسسي لأنها في بداية نشأتها، بعد تبني المملكة العربية السعودية لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة، بدأ سوق الأسهم السعودية في التطور التنظيمي إلى غاية إنشاء نظام السوق المالية.

المبحث الثاني: دور الإطار التنظيمي والرقابي في دعم الإفصاح بأسواق الأوراق المالية

محل الدراسة

لضمان سير أسواق الأوراق المالية نحو تحقيق الأهداف المسطرة وفي مقدمتها حماية المستثمر لا بد من جهة تنظيمية ورقابية تتولى إصدار اللوائح التنظيمية والسهر على تطبيقها واحترامها من طرف المتعاملين، وعلى هذا الأساس سيتم التطرق في هذا المبحث إلى الإطار التنظيمي والرقابي في كل من بورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي ودورهما في دعم الإفصاح - خدمة للمستثمرين بالدرجة الأولى - من خلال تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: الإطار التنظيمي والرقابي لبورصة الجزائر

لضمان عمل بورصة الجزائر وتطورها لا بد من جهة تنظيمية ورقابية تتولى هذه المهمة، وسيتم التطرق إلى التنظيم والرقابة في بورصة الجزائر من خلال الفروع التالية:

¹ سيد شورجي عبد المولى، السياسة الاقتصادية وأداء القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 80، الكويت، 2010، ص106

الفرع الأول: المؤسسات المسيرة لبورصة الجزائر

يتم تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛ مؤسسة تسيير القيم المنقولة.

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

تعتبر هذه اللجنة أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية وهي أعلى هيئة في البورصة حيث تتمتع بالاستقلالية والمصادقية كما أنها تسعى لإرساء الإطار القانوني

والمؤسساتي للبورصة وتتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء غير دائمين.

– رئيس يعين لمدة أربع سنوات وتحدد الشروط التي يجب أن تتوفر فيه من نظام اللجنة المحددة بالمرسوم الصادر سنة 1993 والمتعلق ببورصة الجزائر، يعين أعضاء اللجنة لمدة أربع سنوات حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم وتبعاً لتوزيع التالي:

* قاضي يقترحه وزير العدل؛

* عضو يقترحه محافظ البنك الجزائري؛

* عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسبها في المجال المالي المصرفي أو البورصي؛

* عضوان يختاران من بين الشركات المصدرة للأوراق المالية.

وتتمثل مهمة اللجنة فيما يلي:

- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الغش والتزوير؛
- تحقيق السير الحسن للبورصة وضمان الشفافية اللازمة؛
- قبول الأوراق المالية للتفاوض بشأنها وشطبها وتحديد أسعارها؛
- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات المطلوبة منهم لدى زبائنهم؛

– القيام بنشر المعلومات دوريا والتي تخص الشركات المدرجة في البورصة؛

– تنظيم عمليات المقاصة؛

– القيام بالوظيفة التأديبية والتحكمية حيث تفصل في النزاعات التي تحدث بين المتدخلين على

مستوى البورصة وتتمثل العقوبات التي تصدرها اللجنة في الإنذار أو التوبيخ أو حضر

النشاط كله أو جزء منه مؤقتا أو نهائيا أو فرض غرامات مالية.

ويمكن التفصيل في مهام هذه اللجنة كالآتي:

أ-الوظيفة القانونية:

حيث تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما

يأتي على الخصوص: رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة و القواعد المهنية

التي تطبق عليهم، العروض العمومية لشراء القيم المنقولة و غير ذلك من الأحكام التي تضبط عبر

السوق المالي.

ب-الوظيفة التأديبية:

تقوم بمعاقبة كل مخالفة تتعلق بالحقوق المهنية للوسطاء وكذا مخالفة اللوائح والقواعد التشريعية

والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة

عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة، حيث تحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي

تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.¹

من خلال ما سبق يظهر أن دور لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ترتبط بالجانب

التنظيمي والرقابي من خلال جملة من المهام تأتي في مقدمتها مهمة حماية المستثمرين من خلال

وظيفتين هما الوظيفة القانونية والوظيفية التأديبية ، الوظيفة القانونية تتمثل في إصدار التشريعات

¹نعيمة عبيدي، دور آليات الرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة ورقلة: كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، (2009)، ص 147.

واللوائح التنظيمية لتنظيم العلاقة بين الأطراف المتداخلة في بورصة الجزائر، أما الوظيفة التأديبية فتخول للهيئة معاقبة الأطراف التي لم تحترم هذه التشريعات واللوائح التنظيمية.

ثانيا: مؤسسة تسيير القيم المنقولة SGBVM

هي مؤسسة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأس مالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة، حيث لا يصب اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتتب في قسط من رأسمال الشركة، كما أنها تتلقى عمولات مقابل العمليات التي تجرى في البورصة.¹

الفرع الثاني: شروط الإدراج والنظام العام للتسعيرة والمقاصة في بورصة الجزائر

بعد التطرق إلى الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر، سنتناول في هذا الفرع شروط الإدراج والمقاصة من خلال ما يلي:

أولاً: شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

لإدراج الأسهم في السوقي الرئيسي ببورصة الجزائر* لابد من توفر الشروط التالية:

- ينبغي ان تكون شكلها القانوني شركة مساهمة؛
- يجب أن يكون رأس مالها المدفوع بقيمة خمسمائة مليون دينار (500 مليون دينار) ؛
- نشر البيانات المالية المدققة للسنوات الثلاث السابقة التي تم فيها تقديم الطلب؛
- تقديم تقرير تقييم أصولها التي أدلى بها عضو في جمعية المحاسبين القانونيين غير المدقق للشركة، أو خبير اخر من الذين تقيمهم معترف بها من قبل اللجنة؛
- تحقيق الشركة أرباحا خلال السنة السابقة على طلب القبول، (علما ان لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة يمكن ان تنتازل عن هذا الشرط) ؛

¹ رشيد بوكساني، المرجع المذكور سابقا، ص52.

*ستتطرق فقط إلى شروط إدراج الأسهم تماشيا مع هدف البحث أو الدراسة

- الشركة يجب أن تبقي اللجنة على علم تصفية الاستثمارات أو التخلي عن الأصول التي وقعت قبل عرضه؛

- وجود هيكل للتدقيق الداخلي مع تقديم تقرير مراقب الحسابات عن الرقابة الداخلية بالشركة.¹
على خلاف ذلك، يجب أن تتعهد الشركة لتنفيذ هذا الهيكل خلال السنة المالية التالية لإدراج أوراقها المالية في البورصة.

- السهر على إدارة عمليات نقل الأوراق المالية؛
- حل الصراعات (نتيجة تضارب المصالح) بين المساهمين والشركة؛
- التعهد بالامتثال لمتطلبات الإفصاح عن المعلومات المحددة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- طرح للجمهور أسهم تمثل على الأقل 20٪ من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز اليوم قبل تاريخ الإدراج؛
- الاسهم المتاحة للجمهور يجب أن يتم توزيعها على 150 مساهم كحد الأدنى قبل يوم من القبول.²

ثانيا: إجراءات ادراج الأوراق المالية في بورصة الجزائر

يتم ادراج الأوراق المالية التي يتم قبولها من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة وفق الإجراءات التالية:

- (أ) إجراء العرض العمومي للبيع بسعر أدنى :على هذا الأساس يوضع تحت تصرف جمهور المستثمرين عددا معينا من الأوراق المالية يوم الإدخال بسعر أدنى يقبل به المصدرون للتنازل عنها .فيؤخذ بعين الاعتبار الأوامر بسعر محدد فقط والتي يكون فيها السعر لا يقل عن سعر العرض الأدنى.

¹ Bourse d'Alger, Conditions d'admission, Marché Principal, site web : [http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=78\(date de consultation :02/09/2015\)](http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=78(date de consultation :02/09/2015))

² Bourse d'Alger, Conditions d'admission, Marché Principal, op-cit.

ب) إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: يسمح هذا الإجراء بوضع تحت تصرف الجمهور عددا معينا من الأوراق المالية بسعر يحدد سلفا، وبعد جمع أوامر الشراء لا تقبل إلا تلك الموافقة لسعر العرض وفي حالة نجاح العرض يكون سعر الشراء هو نفسه سعر العرض.

ت) الإجراء العادي: يستعمل هذا الإجراء في حالة دعوة عمومية للإدخال قصد زيادة رأس المال أو إصدار سندات حيث يتم نشر سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير البورصة في جدول التسعيرة للتفاوض عليه وفق شروط السوق أين يتحدد سعر التنازل على أساس العرض والطلب.¹

ثالثا: نظام التسعيرة في بورصة الجزائر

يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظامين للتسعيرة هما: نظام التسعيرة المستمرة ونظام التسعيرة الثابتة سواء يدويا أو بواسطة الإعلام الآلي. ولقد تم تحديد النظام الذي تعمل به بورصة الجزائر من طرف شركة تسيير بورصة القيم، حيث تم اختيار نظام التسعيرة الثابتة اليدوية بالنسبة لمرحلة الانطلاق أين يكون حجم المبادلات ضعيف ويتطور إلى نظام التسعيرة الثابتة باستعمال الإعلام الآلي عند نمو حجم المبادلات.*

رابعا: نظام المقاصة في بورصة الجزائر

حدد التشريع نظام المقاصة كما يلي:

- شركة تسيير بورصة القيم مكلفة بتنظيم عمليات المقاصة؛
- يتم تحويل ملكية الأوراق المالية بعد تنفيذ الأمر مباشرة؛
- تسوية رؤوس الأموال وتسليم الأوراق المالية يجب أن يتم آنيا (فوريا) ؛

¹رشيد بوكساني، المرجع المذكور سابقا ، ص 229 .

* علما أن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر تتضمن سوقا لسندات رأس المال (الأسهم) وسوقا لسندات الدين.

- ترسل شركة تسيير بورصة القيم كشف بالتداول المثبت عن تسوية وتسليم الأوراق المالية للوسطاء في عمليات البورصة.
- تحديد مدة الجلسة من طرف شركة تسيير بورصة القيم؛
- في حالة إخلال الوسيط بآجال تسليم الأوراق المالية المحدد من طرف شركة تسيير بورصة القيم، تقوم هذه الأخيرة بإجراءات إعادة الشراء ويتحمل الوسيط التكاليف، وفي حالة عدم سماح شروط السوق بإعادة الشراء على الوسيط أن يسوي وضعيته بدفع نقدي على أساس الطريقة التي تحددها شركة تسيير بورصة القيم؛
- في حالة عدم التزام الوسيط بالدفع يتم إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من طرف شركة تسيير بورصة القيم التي تقوم بالإجراءات اللازمة.

الفرع الثالث: الوسطاء المعتمدون وماسك الحسابات في بورصة الجزائر

تزداد أهمية الوساطة بسبب تطور الدور الذي تقوم به في مجال التعامل بالأوراق المالية، فبعد أن كان دوره يقتصر على مجرد تنفيذ أوامر البيع والشراء للزبائن مقابل عمولة، تطور إلى تقديم خدمات الاستثمار في هذا المجال نتيجة الخبرة العملية والعلمية التي يحظى بها نتيجة لاحتراؤه هذه المهنة. وسيتم التطرق في هذا الفرع إلى الوساطة ومسك الحسابات في بورصة الجزائر فيما يلي:

أولاً: الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر

يتمثل الوسطاء المعتمدون في بورصة الجزائر في ثلاثة بنوك هي: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي تهدف إلى تكوين حافطة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير، وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان صغيرا لاستثماره في السوق المالية حسب سياسة توظيف محددة، وتصنف إلى:

- هيئات ذات أسهم: 60 % من المحافظ تتكون من أسهم.
 - هيئات ذات سندات الدين: 60 % من المحافظ تتكون من سندات دين وسندات أخرى مشابهة لها.
 - هيئات النقدية: 60 % من المحافظ تتكون من أدوات السوق النقدية .
 - هيئات متنوعة ولا تحدد لها أي نسبة، فهي تخضع إلى مبدأ التسيير النشط للمحفظة وفق الفرص التي توفرها السوق.
- يوجد نوعان من هيئات التوظيف الجماعي **إان** **إان** الفرق بينهما في الطبيعة القانونية فقط ولا يوجد أي اختلاف في الوظائف والمهام وهما شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة للتوظيف، ومن مزايا الاستثمار في هذه الهيئات :إمكانية الشراء والبيع في أي وقت، المساهمة في المحافظ المتنوعة، قواعد استثمارية واضحة، إطار قانوني وتنظيمي مأمون فيما يخص المكتتبين.

ثانيا: شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر:

فيما يخص شروط اعتماد الوسطاء في بورصة الجزائر فقد حددتها COSOB كالتالي :

أ: بالنسبة للأشخاص الطبيعيين :

- أن لا يقل عمرهم عن 25 سنة.
- أن يكون لديهم محل واضح وملائم لممارسة نشاطهم.
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة لضمان حماية المدخرين.
- التمتع بتكوين عالي في هذا المجال.
- تقديم ضمان **إافي** يقدر بـ 500000 دينار جزائري.

ب: بالنسبة للأشخاص المعنويين :

بالإضافة للشروط اللازمة في المكلف بإدارة شؤون الشركة (شروط الشخص الطبيعي) فإنه يجب

امتلاك على الأقل 1000000 دينار جزائري.¹

ثالثا: ماسك الحسابات (حافظ السندات)

وفقا لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يمكن أن يكون حافظ السندات إما من البنوك أو

المؤسسات المالية، الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يقدم ماسك الحسابات الخدمات التالية:

- يتولى حفظ وإدارة السندات التي يعهد له بها باسم أصحابها .
 - ينفذ التعليمات التي يستلمها (التداول، الرهن، النقل والتحويل...) .
 - يطبق العمليات على السندات (دفع الفوائد، نقل الحقوق....) .
 - كما يقوم بإشعار أصحاب الحسابات بالتنفيذ، حركات حساباتهم، العمليات على السندات التي يؤتمن عليها (إشعار بالعمليات على السندات).²
- من خلال سبق نستنتج أن الوسطاء وماسك الحسابات يتم تحديد شروط اعتمادهم ومهامهم من طرف الهيئة المنظمة لبورصة الجزائر ضمانا لحسن سير نشاط البورصة وحماية لكل الاطراف المتدخلة فيها، مع الاشارة ان الوسطاء في البورصة يتمثلون في ثلاث بنوك تجارية وهيئات توظيف الجماعي في القيم المنقولة بهدف تكوين المحافظ المالية وتسييرها لحساب الغير مع ضرورة اتباع سياسة توظيف محددة من قبل الهيئة.

المطلب الثاني: إدارة وتنظيم سوق الأسهم السعودي

شهدت الأسهم السعودية بداية من سنة 2003 تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة التطورات العالمية في مجال تشريعات الأسواق المالية، وقد كان في مقدمة تلك

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، نظام المؤرخ في 3 يوليو سنة 1996 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم و مراقبتهم.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :سلسلة الاستعلام عن حافظ الحسابات، الجزائر، 2004 ، ص35

التطورات نظام السوق المالية الذي يمثل الإطار التشريعي والتنظيمي والمؤسسي للسوق وقد اكتسب هذا النظام أهمية بالغة نظرا لان الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالية السعودية بشكل أكثر انضباطا واستقرارا، حتى تكون التعاملات في السوق موثوق فيها وذلك بإعداد هيكل تنظيمي ومتكامل تحت إشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالية.

الفرع الأول: البنية التنظيمية للسوق السعودية

ظلت عملية تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودية قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر من عام 2002 تحت إشراف ثلاثة أجهزة تنظيمية هي: اللجنة الوزارية المشكلة من وزير التجارة ووزير المالية ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، ولجنة الإشراف الدائمة (وهي مكونة من مندوبين من كل من وزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي)، وإدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي السعودي التي كانت مهمتها التحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول.¹

لكن وبإقرار مجلس الوزراء السعودي نظام السوق المالية في ديسمبر من عام 2002 والمصادقة عليه في يوليو عام 2003 بموجب المرسوم الملكي رقم م/30 الصادر في 1426/02/02هـ. خطت سوق الأسهم السعودي مرحلة جديدة، بدأت بتأسيس هيئة السوق المالية بشكل رسمي في يوليو عام 2004، وقد كان هناك حاجة ماسة لإنشاء جهة مستقلة تصطح بالرقابة، وتعمل على تسهيل الإجراءات بما يبعث الثقة في أركان السوق المالية السعودية، من خلال مساعدة السوق على تحقيق درجة عالية من الشفافية والإفصاح، وقد كانت هناك أيضا حاجة ملحة لتنظيم فئة المستثمرين في الشركات ضمانا للاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة.²

ووفقا لنظام السوق المالية الجديد، وبالإضافة إلى عملية تسجيل الشركات التي لا تزال تحت

¹ إجمال بن عبد الله السحيمي، المرجع المذكور سابقا، ص 27

² عبد العزيز مجيد الخيل، سوق الأسهم السعودي: قراءة في التاريخ ورؤية للمستقبل، ورقة عمل مقدمة بمناسبة المنتدى الأول للسوق المالية، المركز الاستشاري والتمويل، الرياض، (أفريل 2005)، ص: 26

إشراف وزارة التجارة والصناعة، فقد أصبحت كل الأنشطة المرتبطة بتنظيم وتشغيل وإدارة السوق الأولية والثانوية ابتداء من عام 2004 ضمن مهام هيئة السوق المالية التي تصدر اللوائح والقواعد والتوجيهات الخاصة بإدارة السوق، وكذلك تنفيذ نظام السوق المالية مباشرة برئاسة مجلس الوزراء وتتمتع بالشخص الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري. ويديرها مجلس إداري يتكون من خمسة أعضاء متفرعين تفرعا تاما، يتم تعيينهم بمرسوم ملكي، وهم على التوالي رئيس مجلس الهيئة ونائبه وثلاثة أعضاء يتم تجديدهم دوريا.¹

ويمكن توضيح صلاحيات هيئة السوق المالية فيما يلي:²

- تنظيم وتطوير السوق المالية، والعمل على حماية المستثمرين من الممارسات عند المعادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب، أو التداول بناءا على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- توفير وتطوير الإجراءات الكفيلة بتقليل المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها وتعامل الأطراف المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال أنشطة الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
- وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ أمر نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والإدارات المنظمة لعمل السوق وفيما يلي عرض لهذه الأجهزة.

¹ جمال بن عبد الله السحيمي، المرجع المذكور سابقا ، ص52.

² هيئة سوق الأوراق المالية، "صلاحيات هيئة السوق المالية"، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.cma.org.sa/IA/categories/rules/rules_015.html (تاريخ المعاينة 20/09/2015)

أولاً: سوق الأسهم السعودي

نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة ويمكن أن يتداول في هذه السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل، أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، ومن أهم أهدافها:

- تطوير عملية تداول الأسهم على نحو يخدم خطط التنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية؛
- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها وقواعد التداول وآلياته التقنية ومعلومات الأوراق المدرجة في السوق؛
- إعداد القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية لتسوية الصفقات من خلال مركز إيداع الأوراق المالية؛
- تحديد جدول الرسوم والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء نظير خدماتهم.¹

ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة السعودية المرخص لها بممارسة العمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.²

ثالثاً: لجنة الفصل في المنازعات:

عهد نظام السوق المالية إلى هيئة السوق المالية بمهمة إنشاء هذه اللجنة وتكوينها من

¹ عبد العزيز محمد الدخيل، المرجع المذكور سابقاً ، ص32.

² هيئة السوق المالية، "مركز إيداع الأوراق المالية"، متوفر على الموقع الإلكتروني:

http://www.cma.org.sa/Ar/AboutCMA/Pages/Securities_Depository.aspx (تاريخ

مستشارين قانونيين لفترة ثلاث سنوات قابلة لتجديد، وقد اشترط نظام السوق أن يكون هؤلاء المستشارين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية، ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة أو صلة قرابة حتى الدرجة الرابعة بأصحاب الشكوى، أو الدعوى المرفوعة أمام اللجنة.¹

رابعاً: لجنة الاستئناف:

نص نظام السوق المالية أيضاً على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية. وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوماً من تاريخ الإخطار بذلك. وتعد قراراتها بذلك نهائية، وإلى جانب الأقسام السابقة، فقد أنشأت هيئة السوق المالية في سبيل تحقيق مهامها عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي: إدارة تمويل الشركات، وإدارة التراخيص والتفتيش، وإدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة.²

الفرع الثاني: أنظمة التداول في سوق الأسهم السعودي

مرت عملية التداول في السوق الأسهم السعودي بعدة تغيرات منذ نشأتها، فإلى غاية بداية شهر ديسمبر من عام 1984 كان الاتصال بين البائع والمشتري يتم عن طريق مجموعة من

¹ ماجد محمد قاروب، دور صناع السوق، ورقة عمل مقدمة خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية تحت عنوان: السوق المالية السعودية، الواقع والمأمور، الرياض (نوفمبر 2005)، ص 08.

² هيئة السوق المالية "إدارة التراخيص والتفتيش"، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.cma.org.sa/cma-ra/sutpage.aspx?secserno=386> (تاريخ المعاينة 20/09/2015)

الأشخاص يتولون مهمة الوساطة المالية التي لم تكن ممارستها تتطلب أي تصريح أو رأس مال أو كفاءات محددة، وقد كان غياب اللوائح المنظمة لأنشطة السماسرة وعدم توفر البيئة القانونية الرسمية التي تتم ضمنها عملية التداول عند هذا التاريخ دافعا وراء صدور المرسوم الملكي في أبريل من 1984 الذي نص على إقامة لجنة مشتركة مهمتها تحديد تفاصيل النظام المؤطر للسوق، وقد كان من بين أهم ملامح هذا النظام الذي دخل حيز التنفيذ في 23 ديسمبر من العام ذاته، توكيل لجنة تضم في عضويتها ممثلين عن وزارة المالية والاقتصاد، ومؤسسة النقد العربي السعودي للإشراف على كافة نشاطات التعامل في السوق، إضافة إلى قصر نشاطات الوساطة على البنوك التجارية، والزام الراغبين في بيع وشراء الأسهم بضرورة التوجه إلى فرع البنك وتعبئة نموذج طلب تحديد القيمة والأسعار المرغوبة وفي المقابل تقوم البنوك التجارية بالتوفيق بين طلبات البيع والشراء ضمن شبكاتها الخاصة، وقد أدى هذا النظام إلى زيادة رقابة الجهات على السوق المالية، كما أنه عمل على إلغاء دور السماسرة غير المسجلين الذين ادو دورا هاما في صنع السوق قبل عام 1984، وقد ظل هذا النظام ساري المفعول حتى ماي عام 1987 ومع بداية عام 1990 شهد نظام التعامل في سوق الأسهم السعودية نقلة نوعية باعتمادها لأول مرة في منطقة الشرق الأوسط لأنظمة التداول الإلكتروني المتمثلة في النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية، ونظام التداول الإلكتروني المطور المعروف اختصارا بنظام "تداول".¹

أولاً: النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودي

اعتمدت مؤسسة النقد العربية السعودي في النصف الثاني من عام 1990 نظاما آليا لمقاصة وتسوية عمليات الأسهم وأطلق عليها النظام الآلي لمعلومات الأسهم السعودية، وقد اعتبر هذا

¹ هيئة السوق المالية، إدارة المتابعة والتنفيذ، متوفر على الموقع الإلكتروني:

<http://www.cma.org.sa/cma.ar/subapge.aspx?secureno=385&mirraid=145&serro=38>

(تاريخ المعاينة 20/09/2015)

الاجراء الخطوة الأولى لتطبيق التقنية الحديثة في مجال إجراء الصفقات في السوق، ويمثل هذا النظام نظاما إلكترونيا والتسوية دون الاعتماد على قاعدة التداول التقليدية، ويقوم هذا النظام بتوفير معلومات آنية عن أسعار وأحجام الصفقات المنقذة، إضافة إلى توفير المعلومات عن الشركات المساهمة المتداولة أسهمها في السوق من خلال شاشات العرض المتواجدة في أكثر من 400 فرع من فروع البنوك المحلية وبعض فروعها في الخارج.

ووفقا لهذا النظام تتم تسوية الصفقات في نفس اليوم بالنسبة للإشعارات، اما بالنسبة لتسوية شهادات الأسهم فتتم في اليوم التالي من تنفيذها وهي التسوية المعروفة بالتسوية النقدية، أي وقت الصفقة مضافا إليها يوم واحد $T+1$ أما بقية التسويات فتتم في اليومين التاليين، أي وقت الصفقة مضافا إليها يومين $T+2$.¹

ثانيا: نظام تداول الأسهم الإلكترونية المطورة:

بادرت مؤسسة النقد العربي السعودي في شهر أكتوبر 2001 في سبيل التغلب على أوجه القصور في النظام الآلي السابق بتطبيق نظام معدل أطلق عليه نظام تداول، وقد كان الغرض من هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى، ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء الواردة الى السوق من حين لآخر، ومن أهم مزايا نظام تداول التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها، أما التسوية النقدية فتتم بعد يوم من تنفيذ الصفقة $T+1$ ، كما يتسم هذا النظام بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر، والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين.

وقد أدى تطبيق نظام تداول إلى خفض زمن معالجة طلبات التداول من خلال العملية

¹ جمال بن عبد الله السحيمي، المرجع المذكور سابقا، ص 43.

المباشرة، حيث ترتبط داخليا كل نظم الشبكة مثل البنوك والتداول والتسجيل والمراقبة، وقد سمح الربط المباشر مع المداولين بالتحويل الفوري لملكية الأسهم، علاوة على المعالجة الفورية لأوامر البيع والشراء حال إدخالها في شبكة الأنترنت.¹

الفرع الثالث: الرقابة على تعاملات الأوراق المالية في سوق الأسهم السعودي

نصت المادتين الخامسة والسادسة من نظام السوق المالية على مسؤولية الهيئة عن تطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية ومراقبتها لحماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تتطوي على غش أو تدليس أو تلاعب، وتقوم الهيئة بمراقبة كل من الأسهم، الصكوك، السندات وصناديق المؤشرات المتداولة. كذلك واصله الهيئة عملها لتعزيز أدائها الرقابي على عمليات التداول من خلال تكثيف المتابعة لعمليات التداول من التزام المشاركين في السوق لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ.

- آلية الرقابة على التداولات: تتم عملية الرقابة على التداولات وفق التالي:

- يصدر النظام الرقابي الالكتروني (سمارت) تنبيهات على أي ممارسات أو تعاملات قد يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ.
- يجري بحث مكثف بشأن التداولات والتعاملات اليومية من خلال تحليل بيانات السوق ومراجعة الأوامر والصفقات المنفذة وتحليلها.
- يعد تقرير عن أي اشتباه في مخالفة لنظام السوق المالية ولوائح التنفيذ ويحال الى الإدارة المعنية بمخالفات نظام السوق المالية للتحري والتحقيق وإصدار القرارات اللازمة حياله.

¹ سوق الأسهم السعودية، مجلة تداول، سوق الأسهم السعودية 20 عاما، العدد الثاني، (2005)، ص5.

■ يجري استفسار رقابي عن أي سلوك أو ممارسة يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.¹

من خلال ما سبق نستنتج أن سوق الأسهم السعودي شهد تطورات تشريعية وتنظيمية معتبرة بهدف المواكبة المستمرة للتطورات العالمية وتحسين البيئة الاستثمارية.

المطلب الثالث: متطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها في أسواق الأوراق

المالية محل دراسة الحالة خلال الفترة 2006-2014

باعتبار الإفصاح من أهم متطلبات تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية، يتعين على الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية محل الدراسة التحديد الدقيق لهذه المتطلبات إلزام الشركات المدرجة على التقيد بها، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى هذه المتطلبات من خلال ما يلي:

الفرع الأول: متطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها في بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

لقد زاد الوعي بأهمية الحكم الراشد (الحوكمة) للمؤسسات الجزائرية على اثر الانتقال نحو اقتصاد السوق، بهدف تطوير هذه المؤسسات وتفعيل أدائها لخلق الثروة وإيجاد بدائل لاقتصاد النفط، خاصة بالنظر الى ما تملكه الجزائر من طاقات كامنة للنمو والتطور خارج قطاع المحروقات.²

وبالرجوع إلى الأنظمة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فإنها قد اصدرت النظام 96-02 المؤرخ في 22 يونيو 1996 والمتعلق بالإعلام الواجب نشره من طرف الشركات التي تلجأ للدخار علانية عند اصدارها قيما منقولة وهو النظام المعدل بموجب نظام رقم 04-01 المؤرخ

¹ سوق الأسهم السعودية، مجلة تداول، المرجع المذكور سابقا ، ص8.

² قدي عبد المجيد، امكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بخصوص حوكمة الشركات في البلاد العربية الجزائر نموذجا، متوفر على الموقع: <http://www.kantakji.com/media/1396/911.doc> (تاريخ المعاينة: 2016/03/16).

في 22 يونيو 2004.¹

وفقا لنظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-2000 المؤرخ في 20 يناير 2000

يجب أن يودع المصدر للقيم المنقولة لدى اللجنة وشركة ادارة بورصة القيم تقرير سنويا يحتوي على الجداول المالية السنوية وتقرير مندوب أو مندوبي الحسابات والمعلومات الأخرى التي تتطلبها اللجنة خلال ثلاثين يوما على الأكثر قبل اجتماع الجمعية العامة العادية للمساهمين.

تحتوي الجداول المالية المنصوص عليها على ما يلي:

- الميزانية؛
- جدول حسابات النتائج؛
- مشروع تخصيص النتائج؛
- المذكرات الملحقة بالجدول المالية.

مع الاشارة إلى أن شكل كل قائمة ومحتواها يمكن تحديدها بتعليمه من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة²، حيث تتضمن الجداول المالية السنة المالية الأخيرة (الحالية) بالإضافة إلى السنة الفارطة، كما يجب على مصدري الأوراق المالية اعلام الجمهور بأي معلومات يمكن أن تؤثر على الأوراق المالية المتداولة في البورصة .

كما يتعين على مصدري الأوراق المالية وفقا للمادة 15 من النظام المذكور أعلاه ايداع لدى اللجنة وشركة ادارة بورصة القيم تقرير عن التسيير السداسي يحتوي على القوائم المالية السداسية وشهادة مندوب أو مندوبي الحسابات في التسعين يوما التي تلي نهاية السداسي لأول السنة المالية.

¹ الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريد الرسمية، عدد 22 ، 2005.

² لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 02-2000 المؤرخ في 20 يناير 2000،

الفرع الثاني: متطلبات الإفصاح ومدى الالتزام بها في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

يعد الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة وفعالية أي سوق مالية، ولقد أعطت المادة الخامسة من نظام السوق المالية الهيئة صلاحية تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها ونقوم الهيئة بتنظيم ومراقبة نوعين من الإفصاح هما:

أولاً: الإفصاح الأولي

يفصح عن المعلومات الأولية للشركة التي ستطرح أسهمها للاكتتاب العام المهمة للمستثمرين في السوق المالية وفق ما جاء في لائحة طرح الأوراق المالية وقواعد التسجيل والإدراج ويفصح عن تلك المعلومات من خلال نشرة الإصدار حيث تتضمن ما يلي:

- وصف كاف لمصدر الأوراق المالية وطبيعة عمله والأشخاص القائمين على إدارته مثل: أعضاء مجلس الإدارة، المديرين التنفيذيين.
- وصف كاف للأوراق المالية المقرر إصدارها أو طرحها من حيث حجم إصدارها وسعرها.
- بيان واضح عن المركز المالي للمصدر وأي معلومة مالية ذات علاقة بما في ذلك الميزانية، رحاب الأرباح والخسائر وبيان التدفق النقدي المدققة.

ثانياً: الإفصاح المستمر

وفيه تقوم الهيئة بمتابعة الشركات المدرجة في السوق المالية للتأكد من التزامها للآتي:

- الإفصاح عن التقارير والقوائم المالية السنوية مع نهاية السنة المالية؛
- الإفصاح عن التقارير الأولية ربع السنوية؛

- الإفصاح عن التطورات والأحداث المهمة "المعلومات الجوهرية" بشأن أي حدث يهم المستثمرين ويؤثر في أسعار أوراقها المالية على موقع تداول قبل نشرها في وسائل الاعلام أو أي موقع آخر؛

- الإفصاح عن أي تطورات أو أحداث متعلقة بزيادة رأس المال أو خفضه؛

- الإفصاح عن أي تغيير في بيانات أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين؛

- متابعة التزام الشركات المدرجة للإفصاح كما تم تطبيقه من أحكام لائحة حوكمة الشركات والأحكام التي لم تطبق مع ذكر الأسباب بحسب متطلبات لائحة الحوكمة؛

- متابعة استثمار الشركات في أسهم الشركات المدرجة؛

- مراجعة إعلانات الشركات المدرجة عن نتائجها المالية وعن أي تطورات أو أحداث مهمة للتأكد من توافق تلك الإعلانات مع نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية ومع تعليمات الإعلانات الصادرة عن الهيئة.¹

تتأكد الهيئة من التزام الشركات بالإفصاح عن أي تطور أو حدث تتعرض له وذلك بإعلانه على موقع تداول وفق المتطلبات التي أقرتها الهيئة من حيث المحتوى والتوقيت بالإضافة الى مراجعة القوائم المالية السنوية وربيع السنوية المفصلة والمختصرة للشركات المدرجة في السوق المالية.² والجدول التالي يبين كل من القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي للفترة (من 2006 الى 2014).

¹ هيئة السوق المالية "إفصاح الشركات المدرجة في السوق المالية، متوفر على الموقع الالكتروني:

<http://www.cma.org.sa/cma.ar/subapge.aspx?secureno=271mirrorrd=182&serno=271>

(تاريخ المعاينة: 2015/09/26)

² جمال بن عبد الله السحيمي، المرجع المذكور سابقا ، ص 17.

الجدول رقم (07): القوائم المالية المختصرة و المفصلة و عدد الإعلانات المنشورة على موقع

التداول خلال الفترة(2006-2014)

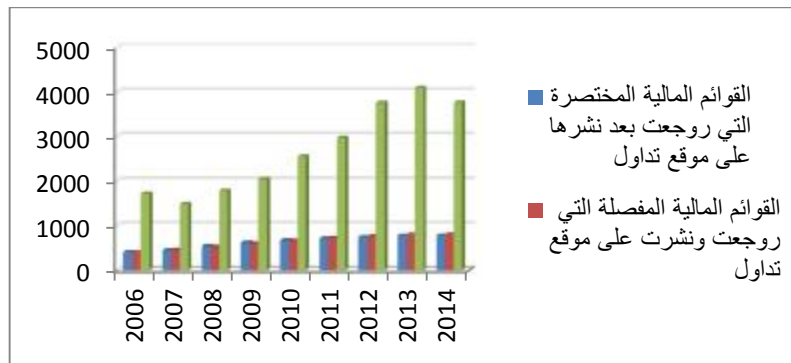
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010
القوائم المالية المختصرة التي روجعت بعد نشرها على موقع تداول	418	461	550	624	676
القوائم المالية المفصلة التي روجعت ونشرت على موقع تداول	411	466	534	606	665
عدد الإعلانات المنشورة على موقع تداول	1724	1489	1787	2052	2554
السنوات	2011	2012	2013	2014	
القوائم المالية المختصرة التي روجعت بعد نشرها على موقع تداول	714	742	789	790	
القوائم المالية المفصلة التي روجعت ونشرت على موقع تداول	724	760	808	811	
عدد الإعلانات المنشورة على موقع تداول	2975	3761	4102	3765	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير الإحصائية لهيئة السوق المالية السعودية للسنوات (من 2006

إلى 2014)

ويمكن توضيح عدد القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع

التداول خلال الفترة(2006-2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (28): القوائم المالية المختصرة والمفصلة وعدد الإعلانات المنشورة على موقع

التداول خلال الفترة(2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (07)

من خلال الجدول والشكل نلاحظ أن نتائج مراجعة القوائم المالية السنوية المختصرة والمفصلة

للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي هي في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، فقد بلغت

القوائم التي روجعت في بداية فترة الدراسة (سنة 2008) 550 قائمة مختصرة واستمرت في الارتفاع خلال باقي سنوات الدراسة إلى أن وصلت إلى 811 قائمة مختصرة سنة 2014، وكان الأمر ذاته فيها يخص القوائم المالية المفصلة والمنشورة على موقع تداول وقد روجعت سنة 2008 (بداية فترة الدراسة) 534 قائمة مالية مفصلة ونشرت على موقع تداول أما باقي السنوات فقد شهدت هي الأخرى تطوراً وارتفاعاً ملحوظاً من سنة إلى أخرى لتصل إلى 970 قائمة مالية منشورة على موقع تداول سنة 2014 وهذا ما يدل على التزام غالبية الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بالإفصاح عن نتائج أعمالها وتقاريرها المالية السنوية. كما نلاحظ أيضاً من خلال الجدول أن عدد الإعلانات المنشورة على موقع تداول قد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً خلال فترة الدراسة فقد بلغ عددها سنة 2008 (بداية فترة الدراسة) 1787 إعلاناً، واستمر الارتفاع في باقي السنوات كما هو مبين في الجدول إلى أن وصلت إلى 3765 إعلاناً سنة 2014 وهذا ما يدل أيضاً على التزام الشركات بالإفصاح عن أي تطور أو حدث تتعرض له بإعلانه على موقع تداول وفق المتطلبات التي أقرتها الهيئة من حيث المحتوى والتوقيت.

المبحث الثالث: أداء أسواق الأوراق المالية محل دراسة خلال الفترة (2006-2014).

بعد التطرق إلى ظروف نشأة كل من بورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي والتطور التنظيمي والرقابي فيهما، سنبحث في هذا المبحث أداء السوقين محل الدراسة خلال الفترة (2006-2014) من خلال اعتماد جملة من المؤشرات الكفيلة بقياس وتقييم أداء هذين السوقين في ظل الازمة المالية العالمية الاخيرة وانهييار سوق الاسهم السعودي سنة 2006 ، من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: تطور أداء بورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

لبحث تطور أداء السوق الرئيسي ببورصة الجزائر ستعتمد مجموعة من المؤشرات فيما يلي:

الفرع الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق الرئيسي بورصة الجزائر

من خلال التقارير الفصلية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة يمكننا ملاحظة عدم تطور

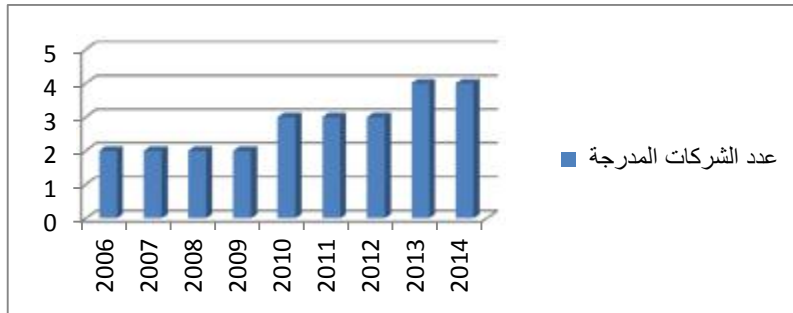
عدد الشركات في بورصة الجزائر وسيتم توضيح ذلك في الجدول الموالي:

الجدول رقم(08): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الشركات المدرجة	2	2	2	2	3	3	3	4	4

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير COSOB

ويمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم(29): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم(08)

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن السوق الرئيسي ببورصة الجزائر من سنة 2006 إلى 2009، كان

يتداول فيها سهمين فقط هما سهم الأوراسي وسهم صيدال، أما في سنة 2011 فقد انضمت شركة

اليونس للتأمين وبعدها تم إدراج سهم " أن سي أروبية" بتاريخ 03 جوان 2013 . حيث وصلت

فقط إلى 4 شركات مدرجة في سنة 2013 وبقيت دون تغيير حتى نهاية فترة الدراسة. وعليه يعد

عدد الشركات المدرجة لأسهمها غير كافي، وبالتالي تعد بورصة الجزائر من أصغر البورصات من

حيث عدد الشركات المدرجة على المستوى الدولي ككل.

الفرع الثاني: مؤشر القيمة السوقية في بورصة الجزائر

يبين الجدول والشكل الآتين البيانات الخاصة بمؤشر القيمة السوقية للسوق الرسمي بورصة الجزائر:

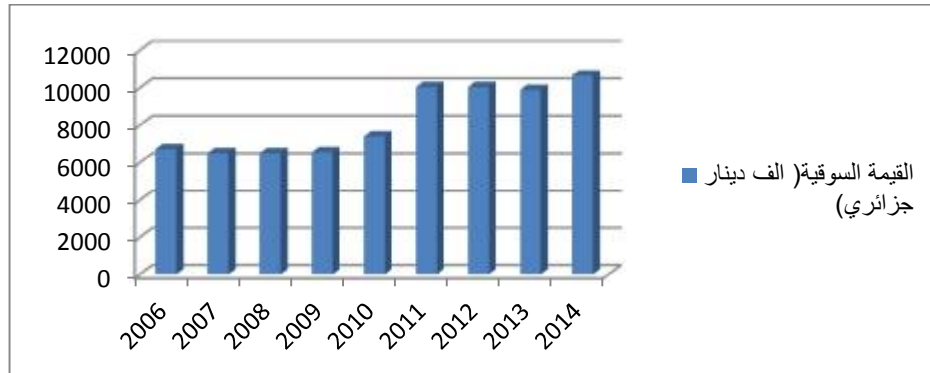
الجدول رقم (09): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-

(2014

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة السوقية (الف دينار جزائري)	6710	6500	6500	6550	7400	10041	10041	9889	10645,22
معدل نمو القيمة السوقية (%)	—	3,13%	0%	0.76%	12.97%	37.58%	%00	-1.51%	7.64%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير الفصلية لصندوق النقد العربي و COSOB

ويمكن توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (30): تطور مؤشر القيمة السوقية في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة

(2014-2006)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (09)

من خلال الشكل رقم (30) نلاحظ أن السوق الرسمي ببورصة الجزائر حققت معدلات نمو

ضعيفة في بداية فترة الدراسة، لكن هذه معدل النمو تحسن ابتداء من سنة 2010 ، فقد سجلت

البورصة في سنة 2011 أعلى معدل نمو بـ 37.58% ، كما سجلت قيمة السوقية بقيمة 10.04

مليار دينار جزائري نتيجة لإدراج سهم شركة آليونس للتأمين ، لتسجل انخفاض بعدها بمعدل 11,89%.

الفرع الثاني: تطور مؤشر السيولة في بورصة الجزائر

يبين الجدول والشكل الآتين البيانات الخاصة بسيولة السوق الرسمي بورصة الجزائر:

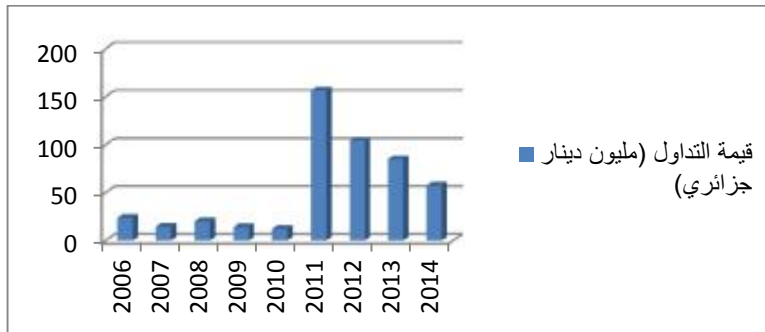
الجدول رقم (10): تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-

(2014

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
قيمة التداول (مليون دينار جزائري)	23,75	14,22	20,39	13,77	11,98	156,787	104,35	85,084	57,578
معدل نمو قيمة التداول %	--	-40,15	43.39	32.46-	12.99-	30.87	33.44-	18.46-	32.32-

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير COSOB

ويمكن توضيح تطور مؤشر قيمة التداول في بورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (31): تطور مؤشر قيمة التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-

(2014

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (10)

نلاحظ من خلال الشكل رقم (31) أن قيمة التداول في بداية فترة الدراسة كانت ضعيفة حتى

سنة 2010، لكن بعدها عرفت ارتفاع معتبر سنة 2011 نتيجة لإدراج شركة جديدة وهي آليونس

للتأمين ثم تراجعت بعض الشيء في السنوات اللاحقة رغم إدراج سهم أن سي أروبية بتاريخ 03

جوان 2013، كما نلاحظ من خلال الشكل أعلاه التذبذب الكبير في معدل نمو قيمة التداول خلال فترة الدراسة خاصة في سنة 2011 التي تعتبر الأحسن من ناحية الأداء ، حيث وصل معدل نمو قيمة التداول إلى 30.87% بعدها انخفض إلى -33.44%، وهو ما يعني أن التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر غير مستقر ولا بتوفر على الاستمرارية في الأداء ، فهو يرتبط بإدراج أسهم جديدة كما هو الحال مع سنة 2011 أين تم إدراج سهم أليانس للتأمينات والذي حضي بـ 161414250 من قيمة التداول وهو ما نسبته 87,17%.

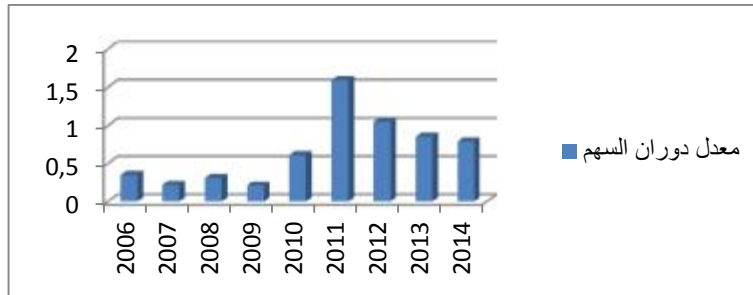
الجدول رقم (11): تطور مؤشر معدل دوران السهم في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006-

(2014

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل دوران السهم %	0,35	0.22	0.31	0.21	0.61	1.59	1.05	0.85	0.79

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير COSOB

ويمكن توضيح تطور مؤشر معدل دوران السهم في بورصة الجزائر من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (32): تطور مؤشر معدل دوران السهم في السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة

(2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم(11)

معدل دوران الأسهم يستهدف بصفة أساسية قياس درجة سيولة سوق الأوراق المالية ما أو سهم ما دون الآخر ويقصد بالسيولة في هذه الحالة توافر أوامر الشراء والبيع في معظم أيام التداول أو من الأفضل في جميع أيام التداول، أو بمعنى آخر إمكانية تحويل السهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة

وبسعر يقارب آخر سعر للتداول. ومن خلال الشكل السابق يلاحظ أن معدل دوران السهم في السوق الرسمي ببورصة الجزائر بدأ منخفضا حيث انخفض من 0.31% إلى 0.21% سنة 2009 ثم ارتفع بنسبة ضئيلة سنة 2010، في سنة 2011 حقق معدل دوران 1.59%، مسجلا أكبر معدل دوران خلال فترة الدراسة نتيجة لإدراج شركة جديدة وهي آليونس للتأمين كما تم الإشارة سابقا، بعدها بدأ في الانخفاض تدريجيا إلى أن وصل سنة 2014 إلى 0.79%، وهذا يشير إلى انخفاض تداول الأسهم في بورصة الجزائر رغم التحسن الملحوظ مقارنة بداية فترة الدراسة.

المطلب الثاني: تطور أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

واكبت التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الأسهم السعودية تطورات مماثلة في جانب الأداء التشغيلي للسوق، فقد كان لتشكيل مجلس هيئة السوق المالية ومباشرة أعماله والإجراءات التي اتخذها في مجال: الشركات المدرجة في السوق ومدى التزامها بالإفصاح وتطور مؤشرات السيولة والتداول وحماية المستثمرين انعكاسا إيجابيا على أداء السوق خلال الفترة (2006-2014) وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفروع التالية:

- تطور عدد الشركات المدرجة والرسمة البورصية في سوق الأسهم السعودي والتزامها بالإفصاح خلال الفترة (2006-2014)؛
- تطورات مؤشرات السيولة والتداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)؛

- مؤشرات حماية المستثمر خلال الفترة (2006-2014).

الفرع الأول: تطور عدد الشركات المدرجة والرسمة البورصية في سوق الأسهم السعودي

يؤدي اتساع حجم السوق قياسا بعدد الشركات المسجلة في البورصة إلى توسيع القاعدة

الاستثمارية للسوق وأحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة، وسيتم

التطرق إلى عدد الشركات المدرجة والرسطة البورصية في سوق الأسهم السعودي من

خلال ما يلي:

أولاً: تطور عدد الشركات المدرجة في السوق خلال الفترة (2006-2014)

يمكن رصد تطور عدد الشركات المدرجة في السوق خلال الفترة (2006-2014) من خلال

الجدول التالي:

الجدول رقم (12): تطور عدد الشركات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

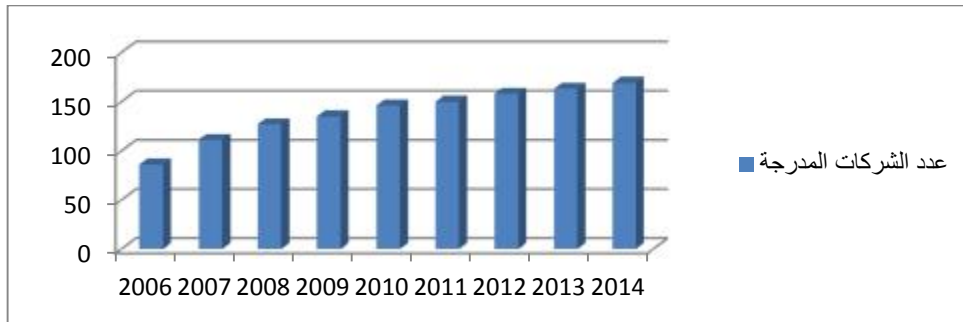
السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الشركات المدرجة	86	111	127	135	146	150	158	163	169
معدل نمو عدد الشركات %	--	29.07	14.41	6.29	1.14	2.73	5.33	3.16	3.69

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006

إلى 2014.

ويمكن توضيح تطور عدد الشركات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014) من

خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (33): تطور عدد الشركات في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (12)

يوضح الشكل اعلاه تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة من

(2006-2014) حيث عرفت هذه الفترة ارتفاع مستمر ولكن بوتيرة متباينة من سنة الى اخرى،

حيث سجلت سنة 2007 اكبر ارتفاع في عدد الشركات المدرجة بـ 25 شركة والتي تمثل معدل نمو

29.07 %، بعد ذلك شهدت معدلات النمو تراجع نتيجة الازمة المالية في 2008 وتداعياتها على سوق الاسهم السعودية في السنوات اللاحقة. وبالتالي نستنتج أن عدد الشركات المدرجة في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة ولكن بمعدلات نمو متراجعة من سنة إلى أخرى.

ثانياً: تطور القيمة السوقية ومؤشر تداول جميع الشركات من الفترة (من 2006 إلى 2014)

سيتم دراسة تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة

(2006-2014) من خلال ما يلي:

الجدول رقم (13): القيمة السوقية والمؤشر العام خلال الفترة من 2006 إلى 2014

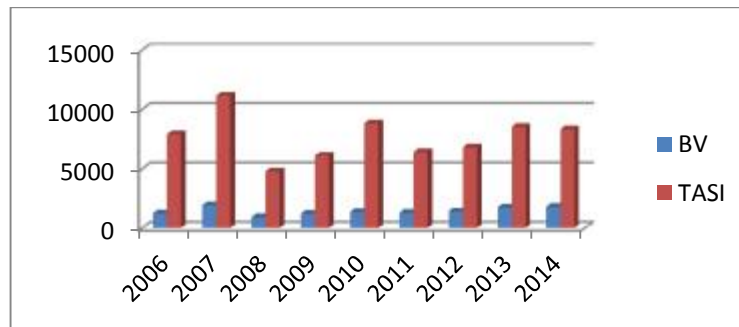
العام	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة السوقية (مليار ريال)	1225.86	1946.35	924.53	1195.51	1325.39	1270.84	1400.34	1752.86	1812.89
نسبة التغير %	--	58.77	-52.50	29.31	10.86	-4.12	10.19	25.17	3.12
المؤشر العام	7933.29	11175.96	4802.99	6121.76	8820.75	6417.73	6801.22	8535.60	8333.30
نسبة التغير %	--	40.87	-56.49	27.46	8.15	-3.07	5.48	25.50	-2.37

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006

إلى 2014.

ويمكن توضيح تطور القيمة السوقية والمؤشر العام في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة

(2006-2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (34): القيمة السوقية والمؤشر العام خلال الفترة من 2006 إلى 2014

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (13)

نلاحظ من خلال الجدول والشكل السابقين أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي قد كانت منخفضة في سنة 2006 نتيجة لانهايار سوق الاسهم السعودية ثم بدا الاداء السوق في التحسن سنة 2007 ، لكن سرعان ما انخفضت القيمة السوقية مجدد سنة 2008 نتيجة لتداعيات الازمة المالية، فقد بلغت قيمتها 924.53 مليار ريال بنسبة انخفاض -52.50 مقارنة بسنة 2007، لتعود القيمة السوقية الارتفاع خلال السنتي التاليتين دون بلوغها مستوى سنة 2007 ، أما باقي سنوات الدراسة فقد شهدت ارتفاعا متباينا بلغ معدله 10.19% خلال سنة 2012 و 25.17% خلال سنة 2013 و 3.42% خلال سنة 2014.

أما فيما يخص المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي فقد عرفت تذبذبا خلال فترة الدراسة على غرار مؤشر القيمة السوقية حيث شهد انخفاضا في بداية سنة 2008 ، اين استقر في نهاية السنة عند 4803 نقطة أي نسبة انخفاض 56.49% ثم عاود الارتفاع بداية من سنة 2009 الى 2010 بنسبة 27.46% و 8.15% على التوالي، ليعاود الانخفاض سنة 2011 بنسبة انخفاض 3.07% ، ليصل المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي الى 8535.60 نقطة في نهاية سنة 2013 لكنه سرعان ما عاود الانخفاض سنة 2014 ليصل إلى 8333.30 نقطة بنسبة انخفاض 2.37%. اذن نلاحظ تراجع أداء السوق الأسهم السعودي بشكل كبير خلال سنتين 2006 و 2008 بسبب أزمة انهيار سوق الأسهم السعودي خلال سنة 2006 و الأزمة المالية العالمية التي بدأت خلال السنة 2008.

الفرع الثاني: تطورات مؤشرات السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

تزداد سيولة السوق كلما كان هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكميات المعروضة والمطلوبة ويعتبر مؤشر التداول أكثر المؤشرات تمثيلا وتعبيرا عن سيولة السوق.

أولاً: قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2014-2006)

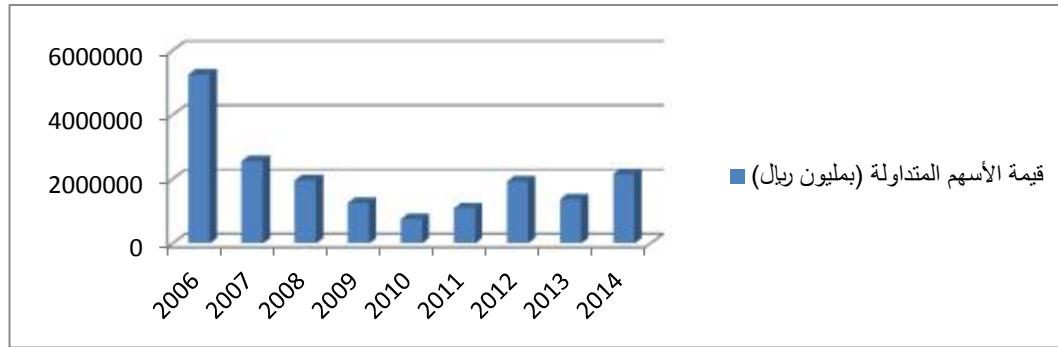
الجدول رقم (14) : قيمة الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2014-2006)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
قيمة الأسهم المتداولة (بمليون ريال)	5261851,4	2557712,5	1962945,6	1264011,3	759184,48	1098836	1929318,3	1369665,8	2146511,9
نسبة التغير %	-	-51.39%	-23.25%	-35.61%	-39.94%	44.74%	75.58%	-29.01%	56.72%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006 إلى 2014.

ويمكن توضيح تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-

2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (35): قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2014-2006)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (14)

بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة نلاحظ انها قد شهدت انخفاضاً في بداية سنوات الدراسة من

2006 إلى غاية 2010 بسبب تداعيات انهيار سوق الاسهم وقبل تحسن الاداء جاءت الازمة

المالية العالمية لتفاقم من حدة التراجع عند نسبة تغير سالبة 35.61 في سنة 2009 و-39.94 في

سنة 2010، بعدها شهدت قيمة الأسهم المتداولة تحسن في سنتي 2011 و 2012 بعد تراجع

تداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثانياً: عدد الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

الجدول رقم (15) : عدد الاسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

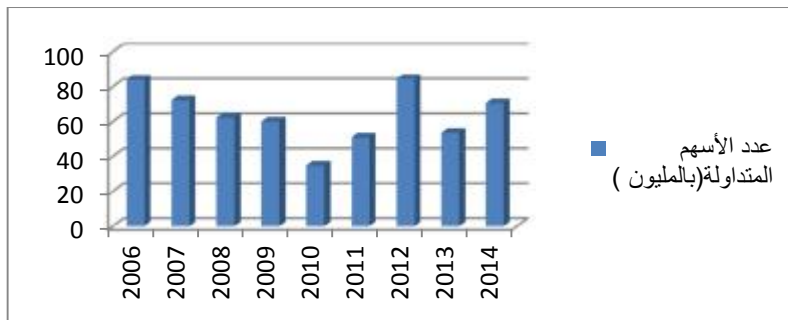
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	84,079	72,24	62,259	60,057	34,773	50,921	84,435	53,47	70,57
نسبة التغير %		-14.08%	-13.82%	-3.54%	-42.10%	46.44%	65.82%	-36.67%	31.98%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006

الى 2014.

ويمكن توضيح تطور عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (36): عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (15)

نلاحظ من خلال الشكل اعلاه تراجع مستمر في عدد الأسهم المتداولة بداية من سنة 2006 كنتيجة

لتداعيات انهيار سوق الأسهم السعودي سنة 2006 وقبل أن يتحسن أداء المؤشر جاءت تداعيات

الأزمة المالية العالمية لتزيد من معدلات انخفاض عدد الأسهم المتداولة حتى سنة 2010، لتبدأ في

التحسن في سنتي 2011 و 2012.

ثالثاً: عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

الجدول رقم (16) : عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

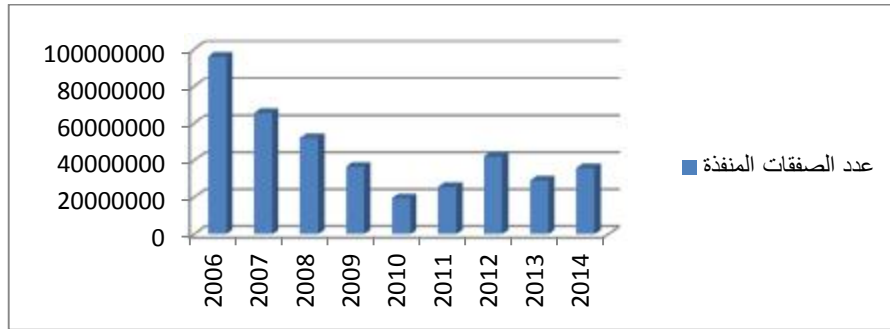
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الصفقات المنفذة	96095920	65665500	52135929	36458326	19536143	25546933	42105048	28967694	35761091
نسبة التغير %	-	-31.67%	-20.60%	-30.07%	-46.42%	30.77%	64.81%	-31.20%	23.45%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006

إلى 2014.

ويمكن توضيح تطور عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-

2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (37) : عدد صفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (16)

أما بالنسبة لعدد الصفقات المنفذة فقد شهدت هي الأخرى انخفاضاً في بداية سنوات الدراسة كنتيجة لتداعيات انهيار سوق الاسهم السعودي سنة 2006 والازمة المالية العالمية، ليرتفع في سنتي 2011 و 2012 بنسبة 30.77% و 64.81% على التوالي ثم تتخفص مجدداً في سنة 2013 بنسبة 31.20% لترتفع في سنة 2014 بنسبة 23.45%، ويفسر تراجع حجم التداول بالنسبة لكل من قيمة الأسهم المتداولة وعددها وعدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم السعودي خلال السنوات الأولى للدراسة (2008-2009-2010) بسبب تداعيات الأزمة العالمية.

الفرع الثالث: مؤشرات حماية وتوعية المستثمر للفترة (2006-2014)

سيتم التطرق في هذا الفرع إلى عدد الشكاوى والمخالفات التي وقعت في سوق الأسهم السعودي بالإضافة إلى طرق معالجتها وذلك لمعرفة مدى حماية وتوعية المستثمر في سوق الأسهم السعودي.

أولاً: المخالفات وشكاوى المستثمرين

تبذل هيئة السوق المالية جهوداً حثيثة في سبيل حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة التي قد تتطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب ولتحقيق ذلك تقوم الهيئة بعمل الآتي:

- تلقي شكاوى المستثمرين ومتابعة مخالفات نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والتعليمات والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة؛
- إجراء التحقيق في الإحالات الواردة من إدارات الهيئة المعنية بمخالفات السوق المالية أو شكاوى المستثمرين أو من خارجها؛
- الادعاء أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية في مخالفات نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- متابعة تنفيذ القرارات والأحكام الصادرة عن مجلس الهيئة أو عن لجنتي الفصل والاستئناف في منازعات الأوراق المالية.

ثانياً: قنوات استقبال الشكاوى

سعت الهيئة إلى فتح عدة قنوات استقبال شكاوى المستثمرين، إذ تستقبل الشكاوى في مقر الهيئة الخاص بإدارة شكاوى المستثمرين، أو عبر موقع الهيئة الإلكتروني، أو بالفاكس أو بالبريد، وتقوم بدراسة كل شكوى ومراجعتها و التأكد من أن الهيئة هي الجهة المخولة للنظر فيها.¹

¹ - هيئة السوق المالية، " المخالفات وشكاوي المستثمرين " ، متوفر على الموقع الإلكتروني:

Http://www.cma.org..sa/cma-ar/subpage.secerno=271mirrorid=182&serno=271 (تاريخ

المعينة: 2015-06-23).

ثانياً: عدد الشكاوى خلال الفترة (2006 – 2014)

من خلال الجدول رقم (17) يتم توضيح عدد الشكاوي التي تسلمتها الهيئة خلال فترة الدراسة

(2006 – 2014)

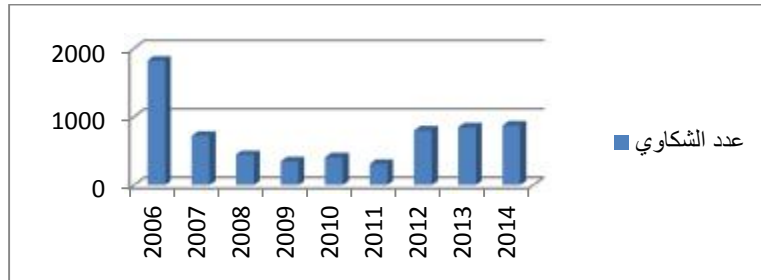
الجدول رقم (17): عدد الشكاوي في الفترة (2006 – 2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الشكاوي	1818	725	444	348	405	311	800	846	871

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية السعودية "تداول" للسنوات من 2006 إلى 2014.

ويمكن توضيح تطور عدد الشكاوى في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2014)

من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (38): عدد الشكاوي في الفترة (2006 – 2014)

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (17)

يتضح من الشكل اعلاه تراجع عدد الشكاوى المقدمة في سوق الأسهم السعودي بداية من سنة

2006 الى غاية 2009، حين كان عدد الشكاوى مرتفع جدا في 2006 كنتيجة لانتهاء السوق

والخسائر التي لحقت بالمستثمرين ثم بدء عدد الشكاوى بالتراجع، وهذا ما تعتبر مؤشر ايجابي يدل

تحسن عدالة السوق، لكن بداية من سنة 2011 بدأ عدد الشكاوى في الارتفاع إلى غاية سنة

2014.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة شهدت عدة تطورات تمثلت في زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق ومدى الإفصاح فيها عن القوائم المالية، كما تحسنت أحجام التداول والسيولة، بالإضافة إلى تراجع عدد الشكاوى التي قدمت إلى هيئة السوق المالية، كلها مؤشرات تدل على التحسن الذي شهده أداء سوق الأسهم خلال فترة الدراسة باستثناء فترة الأزمة المالية.

خلاصة الفصل السابع

تم في هذا الفصل الموسوم دور التطور التنظيمي والرقابي في دعم الافصاح والأداء في أسواق الأوراق المالية محل الدراسة الوقوف على ظروف نشأة بورصة الجزائر وسوق الأسهم السعودي وأهم التطورات التي عرفت خلال الفترة (2006-2014)، وفي هذا الصدد فقد مرت فكرة انشاء بورصة الجزائر بعدة مراحل تمثلت في المرحلة التقريرية (1990-1992) و بهذا نص المرسوم رقم 101-90 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990، ثم المرحلة الابتدائية من 1993 إلى 1996 ، لتعرفها بعد بورصة الجزائر مرحلة الانطلاق الفعلية لنشاط من 1996 إلى 2014 سنة نهاية الدراسة، أما سوق الاسهم السعودي فهو اقدم نشأة من بورصة الجزائر ، اذ تعود نشأته إلى عام 1954 من خلال تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في «الشركة العربية السعودية»، وقد تطورت هذه السوق على ثلاث مراحل هي البداية (1954-أوائل الثمانينات) ثم التنظيم (أوائل الثمانينات-2003) واخيرا نظام السوق المالية من 2003 إلى غاية نهاية فترة الدراسة .

أما بخصوص التنظيم والرقابة فيتم تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتان هما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛ مؤسسة تسيير القيم المنقولة، الأولى تعتبر أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية وهي أعلى هيئة في البورصة حيث تتمتع بالاستقلالية والمصادقية كما أنها تسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسساتي للبورصة الجزائر ، أما الثانية فهي مؤسسة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأس مالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة، حيث لا يصب اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتتب في قسط من رأسمال الشركة، كما أنها تتلقى عمولات مقابل العمليات التي تجرى في البورصة، أما في سوق الاسهم السعودي تتولى هيئة السوق المالية كل الأنشطة المرتبطة بتنظيم وتشغيل وإدارة السوق الأولية والثانوية ابتداء من عام 2004، وذلك من

خلال الأجهزة والإدارات التالية: سوق الأسهم السعودية؛ مركز إيداع الأوراق المالية؛ لجنة الفصل في المنازعات؛ لجنة الاستئناف.

ولقد عرف السوق الرسمي ببورصة الجزائر بعض التطور في الأداء خلال فترة الدراسة. إن هذه التطورات مازالت دون المستوى المطلوب خاصة إذا ما قرنت بالتطور في سوق الأسهم السعودي خصوصا في مجال متطلبات الإفصاح والزام الشركات المدرجة بضرورة التقيد بها، بالإضافة إلى تفعيل الموقع الإلكتروني للهيئة وموقع تداول لتزويد المستثمرين وباقي المتدخلين بكل المستجدات المتعلقة بالجانب التشريعي والتنظيمي وإفصاح الشركات، وهذا ما لم نسجله على مستوى الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر.

الفصل الثامن

كفاءة السوق وأثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام تداول الأسهم في

ظل الأزمات المالية

تمهيد:

هناك الكثير من الباحثين الذين يرون - كما سبق بيانه - عدم كفاءة أسواق الأوراق المالية، كنتيجة للأزمات المالية المتعاقبة والتشوهات التي تم ملاحظتها على مستوى هذه الأسواق، لأنه من المفروض في ظل السوق الكفاء أن يكون سعر الورقة المالية دائما يعكس القيمة الحقيقية لتلك الورقة بناء على المعلومات المتاحة عنها. كما أنه طالما هناك من يحقق عوائد غير عاديه فأن السوق يعتبر غير كفاء.

انطلاقا مما سبق سنبحث في هذا الفصل تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الجزائر والسعودية لما لها من اثر على ثقة المستثمر* ، كما سنختبر كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة عند المستوى الضعيف في ظل الأزمة المالية من خلال مجموعة من الاختبارات لمعرفة استقرار السلسلة الزمنية لمؤشر السوق خلال الفترة الزمنية المدروسة أو عدم استقرارها

كما سنبحث أثر مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على أسعار وأحجام التداول على أسهمها من خلال نماذج البائل لتحديد مدى قدرة أسواق الأوراق المالية على التفرقة بين الشركات على أساس أدائها المالي خاصة في ظل الأزمات المالية. كل هذا سيتم بحثه من خلال المباحث

التالية:

*علما أنه تم التطرق إلى أهم الاجراءات المتخذة للخروج من الأزمة المالية العالمية عند تطرقنا إلى اثرها واجراءات مواجهتها من طرف الاقتصادات العربية.

- تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الجزائر والسعودية ؛
- اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة في ظل الأزمة المالية؛
- أثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول للمؤسسات المدرجة.

المبحث الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الجزائر والسعودية

قبل التطرق إلى اختبار إفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة عند المستوى الضعيف و إذا أثر مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على أسعار وأحجام التداول على أسهم هذه الشركات، لابد من تحديد تداعيات أهم الأزمات المالية التي تخللت فترة الدراسة على اقتصاديات الدول محل الدراسة بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية فيها بصفة خاصة من خلال المطالب التالية:

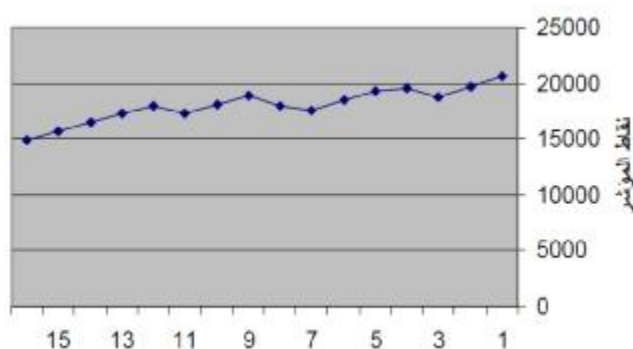
المطلب الأول: أثر الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي

عرفت فترة الدراسة أزميتين أساسيتين أثرتا سلبا على الاقتصاد السعودي بما فيه سوق الأسهم السعودي، وهما انهيار سوق الأسهم السعودي سنة 2006 والأزمة المالية العالمية سنة 2008 وتداعياتها، وسنقوم في هذا المطلب ببحث هاتين الأزميتين المالييتين وأثرهما على الاقتصاد السعودي عموما وسوق الأسهم السعودي خصوصا من خلال ما يلي:

الفرع الأول: انهيار سوق الأسهم السعودي سنة 2006

عرف سوق الأسهم السعودية نمو بداية من سنة 2001، فقد كان عدد الشركات المدرجة في السوق 76 شركة سنة 2001 حتى وصل إلى 145 شركة في بداية 2011، كما بلغت قيمة الأسهم المتداولة سنة 2001 أكثر من 83 مليار ريال، وارتفع صافي الأرباح بشكل كبير من 14 مليار ريال سنة 2001 حتى استقر عند 58 مليار ريال تقريبا سنة 2006، لكن أعلى رقم وصلته الأرباح الصافية كان في 84.6 مليار ريال عام 2007 أي بعد عام من انفجار فقاعة أسعار الأسهم. أما المؤشرات الأساسية للسوق وأهمها مكرر الربحية فقد ارتفع بشكل كبير ليصل إلى 39 مكررا للسوق بشكل كلي في 2005 أي قبل فيفري 2006.

لأنه بتاريخ 26 فيفري 2006 شهد سوق الأسهم السعودي بداية التراجع بعد موجة من الارتفاعات غير المسبوقة فيما اصطلح بتسميته (فقاعة الأسهم) ، حيث وصلت فيها أسعار أسهم الشركات المدرجة إلى مستويات مبالغ بها ساعد في ذلك السيولة الكبيرة التي كان متداولة في هذه السوق (والتي تجاوزت مستوى الـ 40 مليار ريال في بعض جلسات التداول). وبعد مرور أكثر من ثماني سنوات مازال المؤشر العام بعيد عن المستوى الذي كان عليه في 25 فيفري 2006 ، فقد سجل المؤشر في نهاية سنة 2014 قيمة 8333,3 مقارنة بقيمة 20635 يوم واحد قبل انهيار السوق. ويمكن توضيح انهيار سوق الأسهم السعودي من خلال الشكل الموالي:



الشكل رقم (39): مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال أزمة 2006

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات موقع تداول.

هذا ولا تزال أسهم الشركات يتم تداولها عند أسعار تقل كثيراً عما كانت عليه في تلك الفترة

باستثناء 5 شركات فقط، كما يظهر الجدول الآتي:

الجدول رقم(18): الشركات المرتفعة منذ انهيار السوق في 2006

الشركة	25 فيفري 2006	26 فيفري 2014	التغير
جرير	65.20	177.75	172 %
المراعي	47.40	62.00	31 %
تهامة للإعلان	120.60	140.75	17 %
اسمنت السعودية	101.70	113.25	12 %
الخزف	130.70	131.50	1 %

المصدر: تقارير التداول اليومية لسوق الأسهم السعودي لسنتي 2006 و 2014

أما فيما يخص الشركات الأقل انخفاضا فقد سجل سهم "سافكو" خلال جلسة اليوم الأربعاء عند سعر 167 ريال وهو مستوى قريب من مستوى إغلاقه بتاريخ 25 فيفري 2006 عند 174.1 ريال، ويتم تداول أسهم شركات "موبايلى" و "اسمنت الجنوبية" و "سدافكو" و "اسمنت ينبع" عند مستويات تعتبر قريبة من أسعار التي سجلتها قبل 8 سنوات . والجدول التالي يوضح الشركات التي يتم تداولها قريبا من الأسعار التي كانت عليها بتاريخ 25 فبراير 2006.

الجدول رقم(19): الشركات الأقل انخفاضا منذ انهيار السوق في 2006

الشركة	25 فيفري 2006	26 فيفري 2014	التغير
سافكو	174.10	167.00	(4 %)
موبايلى	103.40	92.50	(11 %)
اسمنت الجنوبية	148.40	116.75	(21 %)
سدافكو	111.60	83.75	(25 %)

المصدر: تقارير التداول اليومية لسوق الأسهم السعودية لسنتي 2006 و 2014

أما الشركات الأكثر انخفاضا منذ انهيار السوق في 2006 فيمكن توضيحها من خلال الجدول

التالي:

الجدول رقم(20): الشركات الأكثر انخفاضا منذ انهيار السوق في 2006

الشركة	25 فيفري 2006	26 فيفري 2014	التغير
أنعام القابضة	425.90	31.30	(93 %)
عسير	247.60	24.30	(90 %)
المتطورة	182.95	20.20	(89 %)
الكابلات	100.40	12.05	(88 %)
نماء للكيماويات	102.60	13.90	(86 %)
القصيم الزراعية	127.4	17.65	(86 %)
الجبس	198.80	29.20	(85 %)
الإحساء للتنمية	101.75	15.30	(85 %)
جازان للتنمية	113.60	17.75	(84 %)
أنابيب	150.70	24.00	(84 %)

صدق	117.20	18.95	(% 84)
وفرة	190.60	32.30	(% 83)
المصافي	352.1	60.00	(% 83)
الغاز والتصنيع	154.00	26.80	(% 83)
سيسكو	94.20	16.95	(% 82)
امياتيت	91.40	17.55	(% 81)

المصدر: تقارير التداول اليومية لسوق الاسهم السعودية لسنتي 2006 و 2014

وقد أرجع عدة خبراء ومحللين هذا الانهيار إلى عدة أسباب نورد أهمها فيما يلي:

- قلة عدد الأسهم والشركات المطروحة للتداول المباشر، مقابل زيادة السيولة لدى المواطنين التي لم تجد مجالا للاستثمار إلا في سوق الأسهم، وازداد الأمر تعقيدا عندما كانت تلك السيولة تنمو والأرباح تتحقق، مقابل ندرة الفرص الاستثمارية، وتوسع البنوك في الإقراض، مما تبب في تضخم الأسعار أو ما يسمى بفقاعة الأسهم الذي أسهمت الجهات الرقابية في حدوثه في بداية الامر لكن فيما بعد اشارت جميع التحركات الرسمية التي حدثت قبيل الانهيار إلى توجه هيئة السوق المالية نحو تطبيق خطة مقننة لإيقاف نمو فقاعة الأسعار في السوق وكبح جماح المؤشر خصوصا بعد أن تعالت أصوات الناصحة رغم أنها كانت متأخرة خاصة مع تجاوز مؤشر السوق 10000 نقطة؛

- عدم اكتمال أدوات السوق وتسييل كثير من المحافظ نتيجة انخفاض أسعار الأسهم فيما بعد؛
- قيام مؤسسة النقد العربي السعودي في نهاية 2005م بإصدار ضوابط جديدة تحكم فيها اتفاقيات التمويل الاستهلاكي الممنوح من قبل البنوك واتفاقيات الضمان ذات الصلة، بدأ سريان العمل بها مع مطلع 2006م، ورغم أنها كانت ضوابط جيدة، إلا أنها جاءت في وقت متأخر، إذ نمت القروض الاستهلاكية خلال الفترة 2002- 2005 بأكثر من 370 %، حيث ارتفعت من نحو

38.4 مليار ريال في مطلع 2002م إلى أن وصلت بنهاية 2005م إلى نحو 180.9 مليار ريال،

فيما وصل عدد المتعاملين في السوق إلى نحو 2.6 مليون متعامل.

الفرع الثاني: آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد السعودي

على الرغم من عدم وجود أي ارتباط مباشر للاقتصاد السعودي بصفة عامة، وقطاعاته المالية بصفة خاصة بأزمة الرهن العقاري سنة 2008، إلا أن التداعيات اللاحقة للأزمة المالية العالمية لا بد وأن تلقي بظلالها على الاقتصاد السعودي وسوق الأوراق المالية فيه، خاصة إذا ما علمنا أن هذا الاقتصاد تعتمد بصورة أساسية وكبيرة على إيرادات تصدير النفط والمشتقات البتروكيمياوية، وقد تأثرت سلباً أسعارهما وكمياتهما كثيراً مع بداية الأزمة، مقابل التراجع الحاد في الطلب العالمي عليهما، وفقاً لحالة الركود التي مست الاقتصادات والأسواق حول العالم.

فركود الاقتصاد العالمي الذي شهده الاقتصاد العالمي أدى إلى انخفاض الطلب العالمي، الأمر الذي أثر سلباً في نمو الصادرات غير البترولية للمملكة وعلى رأسها الصادرات من المنتجات البتروكيمياوية، بعد أن شهدت هذه الصادرات غير البترولية نمواً متسارعاً منذ بداية العقد الحالي. الأمر الذي انعكس سلباً على أرباح الكثير من الشركات التي تعتمد على تصدير معظم منتجاتها أو نسبة من منتجاتها، كما إن ركود الاقتصاد العالمي قد أدى إلى تراجع تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المملكة العربية السعودية. حيث سجل صافي الاستثمارات الوافدة تراجعاً من 16,308 مليار دولار أمريكي سنة 2011 إلى 11,786 مليار دولار أمريكي سنة 2014¹. وفيما يلي أهم مؤشرات الاقتصاد العالمي للمملكة العربية السعودية خلال فترة الدراسة:

¹ البنك الدولي، الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD> (تاريخ المعاينة: 2015-06-27).

أولاً: تطور إجمالي الناتج المحلي

يوضح الجدول أسفله تطور إجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006-2014).

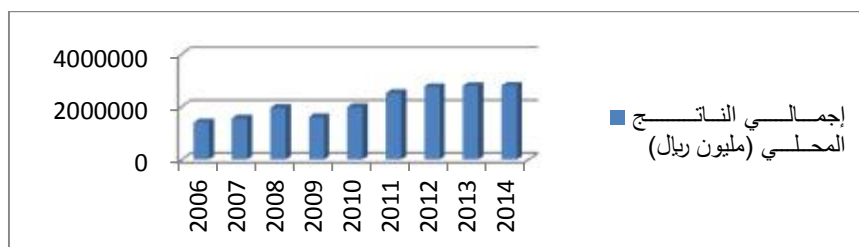
الجدول رقم (21): تطور إجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006 - 2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
إجمالي الناتج المحلي (مليون ريال)	1411491	1558827	1949238	1609117	1975543	2510650	2752334	2791259	2798432

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية للفترة (2006-2014)،

ويمكن توضيح تطور إجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006-2014) من خلال

الشكل التالي:



الشكل رقم (40): تطور إجمالي الناتج المحلي في السعودية خلال الفترة (2006 - 2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (21).

يبرز من خلال ملاحظة الشكل رقم (40) أن الارتفاع المتصاعد لإجمالي الناتج المحلي

طيلة فترة الدراسة باستثناء سنة 2009 التي عرفت تراجع في قيمة إجمالي الناتج المحلي بسبب

تداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثانياً: تطور معدل التضخم

الجدول الموالي يبين تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014).

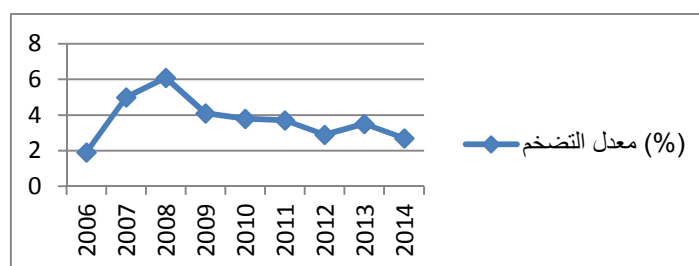
الجدول رقم (22): تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل التضخم (%)	1,9	5	6,1	4,1	3,8	3,7	2,9	3,5	2,7

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، مرجع سابق.

ويمكن توضيح تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل

التالي:



الشكل رقم (41): تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (22).

يلاحظ من خلال الشكل السابق ارتفاع معدل التضخم في بداية فترة الدراسة، حيث سجل معدل التضخم في السعودية ارتفاعا بلغت نسبته 5% في عام 2007 ثم ارتفع إلى 6.1% في 2008 وهو أعلى معدل للتضخم خلال الـ 24 سنة الأخيرة*، وكانت الأزمة المالية العالمية من أهم أسباب نشوء الضغوط التضخمية خلال السنوات الأخيرة. لكن معدلات التضخم بدأت في التراجع بداية من سنة 2009 لتسجل أقل معدل سنة 2014 عند مستوى 2,7% وهو الأقل خلال فترة الدراسة.

ثالثا: تطور معدل النمو الاقتصادي

يوضح الجدول الموالي تطور معدل النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

الجدول رقم (23) : تطور معدل النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

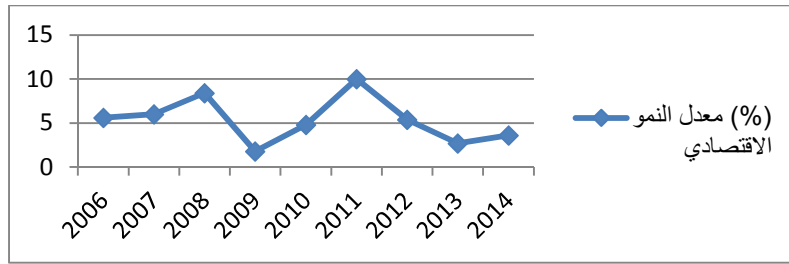
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(%) معدل النمو الاقتصادي	5,6	6	8,4	1,8	4,8	10	5,4	2,7	3,6

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، مرجع سابق.

ويمكن توضيح تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة (2006-2014) من خلال

الشكل التالي:

* وفقا لتقارير مؤسسة النقد العربي السعودي.



الشكل رقم (42) : تطور معدل النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (23).

من خلال الشكل رقم (42) يلاحظ تذبذب في معدل النمو الاقتصادي حيث تراوح هذا المعدل

بين 1,8% سنة 2009 كأدنى مستوى له و 10% سنة 2011 كأعلى مستوى له خلال الفترة

الدراسة. كما نلاحظ تراجع معدل النمو سنة 2009 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

رابعاً: تطور معدل البطالة

يوضح الجدول الموالي تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

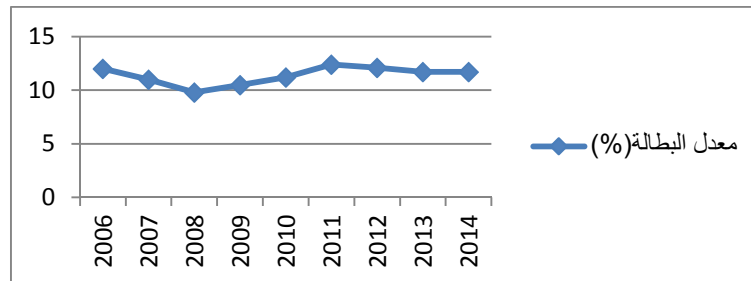
الجدول رقم (24) : تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل البطالة (%)	12	11	9,8	10,5	11,2	12,4	12,1	11,7	11,7

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، مرجع سابق.

ويمكن توضيح تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل

التالي:



شكل رقم (43): تطور معدل البطالة في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (24).

يلاحظ من خلال الشكل السابق أن معدل البطالة يلحظ معدلات متذبذبة من سنة الى اخرى حيث تتمثل اعلى نسبة لها سنة 2011 بـ 12,4% وكأدنى نسبة لها سنتي 2008 و 2009 بـ 9,8% و 10,5% على التوالي. كما نلاحظ بداية تراجع معدل البطالة بداية من سنة 2011 كنتيجة لجهود وزارة العمل التي قامت خلال هذه الفترة بتعزيز برنامج العودة، وشرعت في إجراء إصلاحات هيكلية هامة لرفع مستويات التوظيف للمواطنين الذكور والإناث في القطاع الخاص. وشملت الإصلاحات الحملة الحكومية الرامية إلى إعادة تنظيم سوق العمل، وتصحيح أوضاع العمال الأجانب، والزام الشركات الخاصة بتوظيف مواطنين طبقاً لصيغة معينة، واستحداث مبدأ الحد الأدنى للأجور للمواطنين السعوديين.

خامساً: ميزان الحساب الجاري

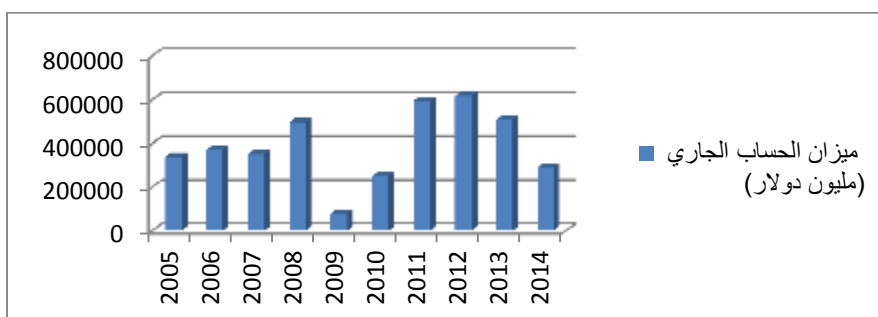
الجدول رقم (25) : تطور ميزان الحساب الجاري في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ميزان الحساب الجاري (مليون دولار)	337463	371003	349985	496208	78580	250316	594545	617864	507909	288434

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، تقارير سنوية، مرجع سابق.

ويمكن توضيح تطور ميزان الحساب الجاري في السعودية خلال الفترة (2006-2014) من

خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (44) : تطور ميزان الحساب الجاري في السعودية خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (25).

من خلال الشكل رقم (44) يلاحظ التراجع الكبير المسجل في ميزان الحساب الجاري سنة 2009 كنتيجة لتراجع الطلب على المحروقات بسبب الأزمة المالية العالمية، ويمكن في الغالب عزو هذا التراجع في فائض الحساب الجاري إلى ثلاثة عوامل رئيسية، وهي تباطؤ نمو الصادرات غير النفطية، والزيادة المستمرة في التدفقات الخارجية للتحويلات الأجنبية.

مما سبق يمكن القول أن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي كان لها تأثيرات غير مباشرة في الاقتصاد السعودي، أهمها حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد السعودي.

المطلب الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري

لمعرفة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على الاقتصاد الجزائري سنقوم بدراسة أداء هذا الأخير خلال الفترة (2006-2014) من خلال تسليط الضوء على مؤشرات الاقتصاد الكلي التالية:

أولاً: تطور الناتج الداخلي الخام

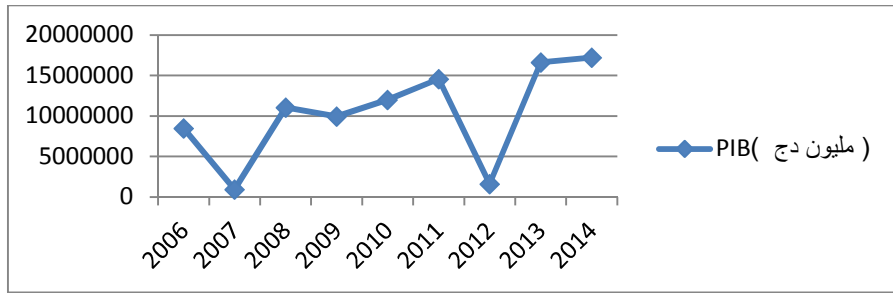
يوضح الجدول التالي تطور الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2006-2014).

الجدول رقم (26): تطور الناتج الداخلي في الجزائر الخام خلال الفترة (2006 - 2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (مليون دج)	8501635,8	935886,4	11043703,5	9968025,3	11991563,9	14588531,9	1620898,4	16643833,6	17205106,3

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

ويمكن توضيح تطور الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (45): تطور الناتج الداخلي في الجزائر الخام خلال الفترة (2006 – 2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (26).

يبرز من خلال ملاحظة الشكل رقم (45) أن الارتفاع المتصاعد للناتج الداخلي الخام طيلة هذه الفترة بانتهائه من 7564.6 مليار دينار جزائري سنة 2005 إلى 17205.1 مليار دينار جزائري سنة 2014، حيث تضاعف بحوالي مرتين ويلاحظ في سنة 2009 انخفاضاً في حجم الناتج الداخلي الخام وأصبح 10135.6 مليار دينار بعدما كان 11042.8 مليار دينار جزائري سنة 2008 وهذا بسبب انخفاض ناتج قطاع المحروقات وذلك بسبب الصدمة البترولية في الأسواق العالمية مما يؤثر بشكل واضح على السوق المالي العالمي وبالتالي التأثير على الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، أي أن هناك علاقة طردية بين الأسواق المالية والاستثمارات الأجنبية، وبالتالي التأثير على السوق المالي في الجزائر.

ثانياً: تطور معدل التضخم

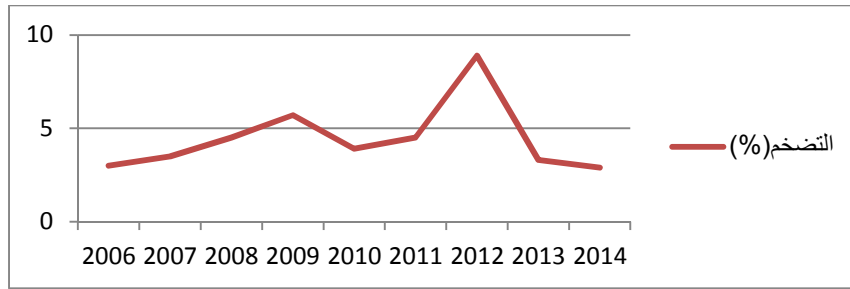
الجدول الموالي يبين تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2006-2014).

الجدول رقم (27): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
التضخم(%)	3	3,5	4,5	5,7	3,9	4,5	8,9	3,3	2,9

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

ويمكن توضيح تطور معدل التضخم خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم(46): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة (2005-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم(27).

يلاحظ من خلال الشكل رقم(46) ارتفاع معدل التضخم بشكل متذبذب من سنة إلى أخرى ففي سنة 2005 كان يقدر بـ 1.9% إلى أن وصل إلى 5.7% سنة 2009، ثم انخفض إلى 3.9% سنة 2010 إلى أن يرتفع بنسبة 8.9% خلال سنة 2012 مما قد يؤثر سلبا على عوائد الأسهم في بورصة الاوراق المالية.

ثالثا: تطور معدل النمو الاقتصادي

يوضح الجدول الموالي تطور معدل النمو خلال الفترة(2006-2014)

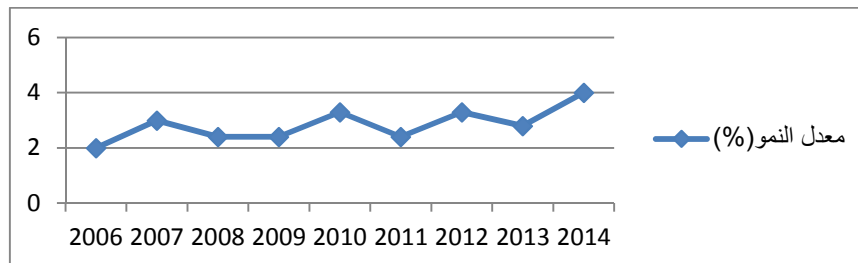
الجدول رقم (28) : تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل النمو (%)	2	3	2,4	2,4	3,3	2,4	3,3	2,8	4

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

ويمكن توضيح تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2006-2014) من خلال

الشكل التالي:



الشكل رقم (47) : تطور معدل النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2006-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم(28).

من خلال الشكل السابق يلاحظ تذبذب في معدل النمو الاقتصادي حيث تراوح هذا المعدل بين 2% سنة 2006 كأدنى مستوى له و 5.1% سنة 2005 كأكبر مستوى له خلال الفترة (2005-2014). كما نلاحظ تراجع معدل النمو سنتي 2008 و 2009 عند مستوى 2.4 % بسبب الأزمة المالية العالمية.

رابعاً: تطور معدل البطالة

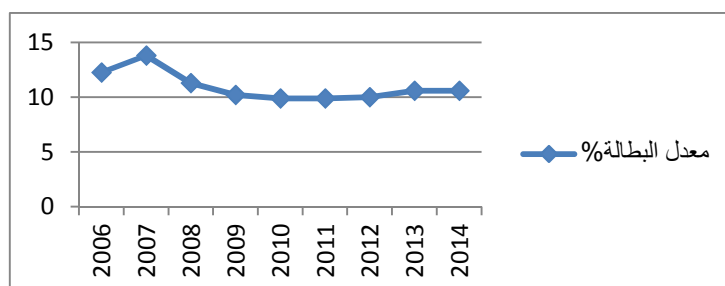
تشكل البطالة عائقاً كبيراً للأفراد مما يمنعهم من توجيه مدخراتهم للاستثمار في أسواق الأوراق المالية وهذا ما يبينه الشكل التالي:

الجدول رقم (29): تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2005-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
معدل البطالة %	12,27	13,8	11,3	10,2	9,9	9,9	10	10,6	10,6

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول اعلاه.

ويمكن توضيح تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل التالي:



الشكل رقم (48): تطور معدل البطالة في الجزائر خلال الفترة (2005-2014)

المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (29).

يلاحظ من خلال الشكل رقم (48) أن معدل البطالة يلحظ معدلات متذبذبة من سنة إلى أخرى حيث تتمثل أعلى نسبة لها سنة 2005 بـ 15.27 % وكأدنى نسبة لها سنتي 2010 و 2011 بـ 9.9 %.

خامسا: احتياطي الصرف

الجدول رقم (30) : تطور احتياطي الصرف للجزائر خلال الفترة (2014-2005)

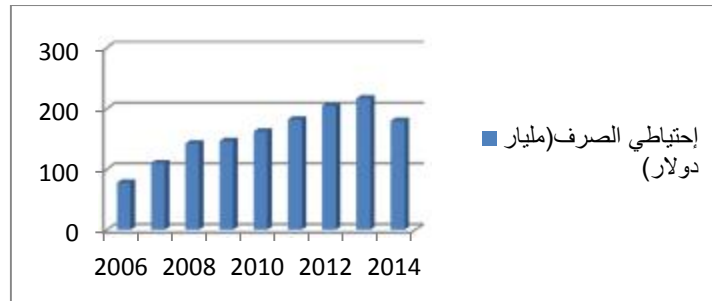
السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
إحتياطي الصرف(مليار دولار)	77,78	110,18	143,1	147,22	162,22	182,22	204,9	216,6	180

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

ويمكن توضيح تطور احتياطي الصرف في الجزائر خلال الفترة (2014-2006) من خلال الشكل

التالي:

الشكل رقم (49) : تطور احتياطي الصرف للجزائر خلال الفترة (2014-2005)



المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم(30).

من خلال الشكل اعلاه نلاحظ أن احتياطي الصرف شهد ارتفاع مستمر بداية من سنة 2005

الى غاية سنة 2013 كنتيجة لارتفاع اسعار المحروقات ، لكن مع تراجع اسعار هذه الاخيرة تراجعت مداخيل الجزائر من المحروقات مما اضطر الحكومة الى استخدام احتياطي الصرف لسد هذا التراجع في المداخيل.

سادسا: الميزان التجاري

بعد تحول الأزمة المالية العالمية حالة من الركود الاقتصادي متسببة في انخفاض أسعار العديد من المنتجات (القمح، السكر، الحديد، الحليب...). وكان بالإمكان أن يعدل هذا الانخفاض من انخفاض إيرادات الجزائر من العملات الصعبة. إلا أن السلطات الجزائرية وحفاظا على احتياطي البلد من العملات الصعبة لجأت إلى تخفيض قيمة الدينار الجزائري للتأثير على الطلب على الواردات

ومن تم الإبقاء على فاتورة الاستيراد على الأقل عند مستواها السابق. وفيما يلي تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2005-2014)

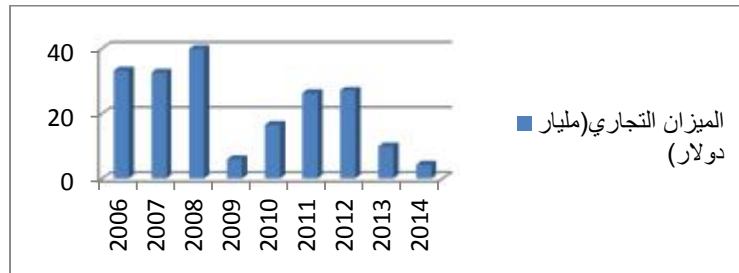
الجدول رقم (31) : تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2006-2014)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
الميزان التجاري (مليار دولار)	33,157	32,532	39,819	5,9	16,58	26,242	27,1	9,95	4,3

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

ويمكن توضيح تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2006-2014) من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (50) : تطور الميزان التجاري للجزائر خلال الفترة (2006-2014)



المصدر: من اعداد الطالب بناء على الجدول رقم (31).

من خلال الشكل رقم (50) يلاحظ التراجع الكبير المسجل في الميزان التجاري سنة 2009

كنتيجة لتراجع الطلب على المحروقات بسبب الأزمة المالية العالمية، فتقلص صادرات الجزائر من المحروقات وتدهور مستوى إيراداتها بسبب انخفاض أسعار النفط من 147 دولار للبرميل الواحد إلى حوالي 28* دولار للبرميل الواحد نتيجة تقلص الطلب العالمي على هذه المادة الاستراتيجية ودخول الاقتصاد العالمي حالة من الركود أثر سلبا على مداخيل الدول النفطية. لقد تضافرت جملة من العوامل مسببة انخفاض أسعار النفط فانخفاض مستوى النمو الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الصين، اليابان والهند بسبب الأزمة المالية العالمية أثر سلبا على مستوى الطلب. وازداد هذا الأمر تعقدا في ظل وجود سياسات ترشيد استهلاك الطاقة ووجود بدائل طاقوية، مثل الفحم،

*حيث وصل خام البرنت إلى أدنى مستوياته بتاريخ 19 جانفي 2016

وجود عرض فائض من النفط .ولم تفلح المحاولات المتكررة المبذولة من طرف منظمة الأوبك في وقف هذا التدهور من خلال تخفيض مستوى الإنتاج وذلك بسبب تدخل أطراف أخرى في سوق النفط. من خلال ما سبق يستنتج أن مؤشرات الاقتصاد الكلي في الجزائر شهدت تراجع طفيف 2008 و2009 كنتيجة للتداعيات غير مباشرة للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري، باستثناء مؤشر معدل البطالة الذي لم يتأثر بالأزمة المالية، لأن عدم ارتباط النظام المالي الجزائري بالنظام المالي الدولي، وهو ما يظهر من خلال غياب سوق ما بين البنوك الجزائرية والبنوك العالمية وفي ظل اتباع تشريع صارم في مجال الصرف، جعل هذا النظام في مأمن من التقلبات المالية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية. فالخسائر التي يمكن أن تلحق بالبنوك وصناديق الاستثمار وكذا القطاع الخاص الذين يتعاملون مع السوق الأمريكية ومع كل الأسواق التي لحقتها أضرار أزمة الرهون العقارية تبقى غير مهمة.

المبحث الثاني: اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة في ظل

الأزمة المالية

بعد التطرق أثر أهم الأزمات المالية التي تخللت فترة الدراسة على اقتصاديات الدول محل الدراسة بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية فيها بصفة خاصة، سيتم في هذا المبحث اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة عند المستوى الضعيف من خلال ما يلي:

المطلب الأول: منهجية دراسة كفاءة أسواق الأوراق المالية عند المستوى

الضعيف

السياق العشوائي عبارة عن متتالية لتغيرات عشوائية X_t مؤشرة بالزمن، بحيث نتقيد فقط بحالة الزمن المنفصل $t = \dots - j \dots - 1, 0, 1 \dots j \dots$ يكون النموذج X_t مستقرا عندما تكون بنية

الاحتمالات ثابتة عبر الزمن، أي أن قانون احتمال n مشاهدة $(X_{t1}, X_{t2}, \dots, X_{tn})$ هو نفسه قانون احتمال n مشاهدة التالية: $(X_{t1+h}, X_{t2+h}, \dots, X_{tn+h})$ ، يكون السياق X_t إذا كانت العزوم مستقلة عن الزمن .

$$- \text{ ثبات الوسط الحسابي للسلسلة } E(X_t) = m$$

$$- \text{ ثبات التباين } V(X_t) = \delta^2$$

$$- \text{ دراسة التغير بين قيمتين متتاليتين لنفس المتغير } V(h) = \text{COV}[X_t, X_{t+h}]$$

أولاً: دالة الارتباط الذاتي

المدخل الأول لاختبار السير العشوائي لأسعار الأسهم، هو اختبار الارتباط المتسلسل الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين أسعار الأسهم في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة السابقة. ويهدف الاختبار إلى تحديد مدى استقلالية أسعار الأسهم عن بعضها البعض، من خلال اختبار مدى اختلاف معامل الارتباط المتسلسل إحصائياً عن الصفر، فإذا كانت أسعار الأسهم مرتبطة ذاتياً (معامل الارتباط يختلف عن الصفر) فإنه يتم رفض فرضية المستوى الضعيف من الكفاءة. وتأخذ فرضية اختبار الارتباط المتسلسل الشكل التالي:

$$p_k = \frac{y_k}{y_0} = \frac{\text{التغير عند الفحوة } k}{\text{التباين}}$$

$$H_0 : \rho_k = 0 \quad (\text{جميع معاملات الارتباط المتسلسل = صفر})$$

$$H_1 : \rho_k \neq 0 \quad (\text{جميع معاملات الارتباط المتسلسل} \neq \text{صفر})$$

ثانياً: اختبار ديكي فولر المبسط (DF)

يسمح هذا الاختبار بمعرفة وجود الجذر الوحدوي من عدمه، وكذا ما إذا كانت السلسلة

مستقرة أو لا، من خلال نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى (AR_1) على النحو التالي:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

انطلاقاً من المعلمة α توجد ثلاث حالات ممكنة هي:

– الحالة الأولى: $|\alpha| < 1$ السلسلة Y مستقرة والملاحظات الحالية لها وزن أكبر من الملاحظات الماضية

– الحالة الثانية: $|\alpha| = 1$ السلسلة Y غير مستقرة والملاحظات الحالية والماضية تعمل دور متطابق، وتعرف هذه السلسلة بالسير العشوائي

– الحالة الثالثة: $|\alpha| > 1$ السلسلة Y غير مستقرة وتباينها يتزايد بشكل أسي مع قيم t ، والملاحظات الماضية لها وزن أكبر من الملاحظات الحالية .

وعادة يتم اختبار Dickey-Fuller باستخدام ثلاث نماذج أساسية يتم تقديرها باستخدام

طريقة المربعات الصغرى (MOC)، وهذه النماذج هي:

$$1- \text{ نموذج بدون وجود ثابت ولا اتجاه عام: } \Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$2- \text{ نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام: } \Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} + c + \varepsilon_t$$

$$3- \text{ نموذج بوجود ثابت واتجاه عام: } \Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} + \beta t + c + \varepsilon_t$$

حيث :

Y_t , Y_{t-1} : قيمة المؤشر في اليوم t وفي اليوم السابق $t-1$.

C : ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

α : معامل معادلة الانحدار الذاتي.

ε_t : الخطأ العشوائي¹.

ويشترط في الأخطاء العشوائية المعبر عنها بـ ε_t أن يكون متوسطها معدوما ومستقلا عن الزمن

وعن بعضها البعض، وتباينها ثابتا أي : $\varepsilon_t \rightarrow N(0, \delta^2)$ ، وفي النماذج الثلاثة تكون الفروض من

الشكل التالي:

¹هنتات، سعيد. دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة ورقلة: العلوم الاقتصادية، فرع: دراسات اقتصادية، السنة الجامعية 2005-2006، ص 139.

فرضية العدم، أي المتغير له جذر وحدوي $H_0 : |\alpha| = 1$

الفرضية البديلة المتغير مستقر $H_1 : |\alpha| < 1$

إذا تحققت $H_0 : |\alpha| = 1$ في أحد النماذج الثلاثة فإن السلسلة Y غير مستقرة، ويتم تقدير

معلومات النماذج الثلاثة السابقة، ثم نقوم بحساب t كما في طريقة المربعات الصغرى ومقارنتها

بالقيمة المجدولة بجدول DF لنأخذ القرار وفقاً للحالات التالية :

- يتم رفض H_0 إذا كانت $t_{\text{tab}} \geq t$ وبالتالي لا يوجد جذر وحدوي فالسلسلة Y مستقرة

- يتم رفض H_0 إذا كانت $t_{\text{tab}} \leq t$ وبالتالي يوجد جذر وحدوي فالسلسلة Y غير مستقرة

علماً أن اختبار Dickey-Fuller المبسط يقوم على فرضية أساسية هي استقلال الأخطاء

العشوائية عن بعضها البعض (التي تقاس باستخدام إحصائية داربين واتسون (DW) ، لذا ففي حالة

عدم تحقق هذه الفرضية لابد من اللجوء إلى اختبار آخر يأخذ بعين الاعتبار هذا المشكل كاختبار

ديكي فولر المطور Augmented Dickey-Fuller Test

ثالثاً: اختبار ديكي فولر المطور (ADF) : من خلال النماذج الثلاثة التالية:

$$\Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \alpha \Delta Y_{t-j-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \alpha \Delta Y_{t-j-1} + c + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \alpha Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \alpha \Delta Y_{t-j-1} + c + \beta t + \varepsilon_t$$

حيث أن :

Y_t ، Y_{t-1} : قيمة المؤشر في اليوم t وفي اليوم السابق $t-1$.

C : ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

α : معامل معادلة الانحدار الذاتي.

ε_t : الخطأ العشوائي.¹

¹ Regis bourbonnais, Économétrie Manuel et exercices corrigés, 5e édition, paris, dunod, (2003), p234.

ويعتمد اختبار ديكي فولر المطور ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التالية :

$H_0: \alpha < 0$ (سلسلة العوائد تحتوي على جذر وحدة)

$H_1: \alpha = 0$ (سلسلة العوائد ساكنة)

وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون ساكنة Stationary وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤ على المستوى الضعيف.

رابعاً: اختبار فليب بيرون Philips-Perron

توزيع اختبار ديك فيلر وديكي فيلر الموسع مبني على فرضية أن حد الخطأ مستقل إحصائياً ويتضمن تباين ثابت. لذلك عند استخدام طريقة ديكي فيلر يجب أن نتأكد أن حد الخطأ غير مرتبط وأنه يتضمن تبايناً ثابتاً. فليب وبيرون (1988) طوراً تعميماً لطريقة ديكي فيلر تسمح بوجود ارتباط ذاتي في حد الخطأ. إن طريقة فليب بيرون هي تعديل لإحصاء t لديكي فيلر ليأخذ في الاعتبار قيوداً أقل على حد الخطأ.

خامساً: اختبار KPSS

ابتكر (1992, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) اختباراً مكملًا لديكي فيلر لاختبار الاستقرار. حيث فرضية العدم أن السلسلة الزمنية مستقرة عكس اختبار ديكي فيلر الذي تكون فيه فرضية العدم غير مستقرة.¹

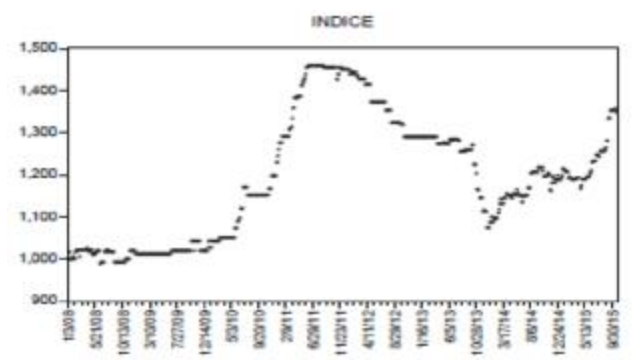
المطلب الثاني: اختبار كفاءة بورصة الجزائر

أظهرت النتائج المتعلقة باختبار كفاءة بورصة الجزائر عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014 * ما يلي:

¹هنتات، سعيد . مرجع سابق، ص 143.

*تم اعتماد الفترة من 2007 إلى 2014 نظراً لعدم توفر مشاهدات للمؤشر خلال سنة 2006

الفرع الأول: عرض المنحنى البياني:



الشكل رقم(51) : حركة مؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة الزمنية من 2007 الى 2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

من خلال الشكل البياني رقم(51) لحركة مؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة الزمنية من 2007 الى 2014 ويتضح لنا أن السلسلة المدروسة على شكل أسّي، أي أنها غير خطية، ومن أجل إرجاعها خطية، ولتحقيق بعض التجانس في أحجام الأرقام الإحصائية المستخدمة في الدراسة، ولأجل استبعاد تأثير الاتجاه العام (Trend) من التقلبات الدورية للمتغيرات، حولت البيانات الأصلية للنموذج المدروس إلى اللوغاريتم. لكن الملاحظات البيانية السابقة لا يمكن أن تعطينا جواب واضح حول ما إذا كانت السلاسل محل الدراسة مستقرة أم لا، لذلك نستعين بالاختبارات الإحصائية المعدة لذلك.

الفرع الثاني: دالة الارتباط الذاتي

Correlogram of DZAIRINDEX

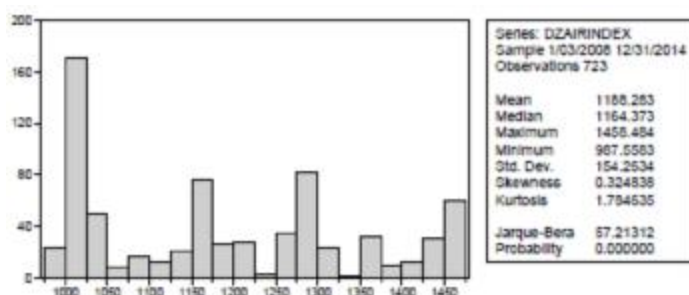
Date: 03/23/16 Time: 17:16
Sample: 1/03/2008 12/31/2014
Included observations: 723

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	P-Prob
1	0.998	0.998	122.87	0.000	
2	0.996	-0.012	1443.5	0.000	
3	0.993	0.001	2143.5	0.000	
4	0.989	0.026	2879.5	0.000	
5	0.984	-0.046	3612.4	0.000	
6	0.986	-0.074	4324.4	0.000	
7	0.983	-0.024	5011.2	0.000	
8	0.980	-0.020	5719.8	0.000	
9	0.977	-0.031	6417.2	0.000	
10	0.974	-0.044	7114.9	0.000	
11	0.971	-0.021	7808.9	0.000	
12	0.968	0.029	8499.3	0.000	
13	0.964	-0.010	9188.4	0.000	
14	0.961	0.021	9868.9	0.000	
15	0.957	-0.012	10547.0	0.000	
16	0.954	-0.029	11221.0	0.000	
17	0.950	-0.042	11891.0	0.000	
18	0.946	-0.036	12556.0	0.000	
19	0.942	0.000	13216.0	0.000	
20	0.939	-0.007	13874.0	0.000	
21	0.935	-0.048	14527.0	0.000	
22	0.930	-0.023	15174.0	0.000	
23	0.926	-0.031	15816.0	0.000	
24	0.922	-0.019	16464.0	0.000	
25	0.918	-0.009	17096.0	0.000	
26	0.913	0.003	17714.0	0.000	
27	0.909	0.005	18336.0	0.000	
28	0.905	0.009	18961.0	0.000	
29	0.900	-0.009	19584.0	0.000	
30	0.896	0.029	20173.0	0.000	
31	0.892	-0.023	20775.0	0.000	
32	0.887	-0.017	21372.0	0.000	
33	0.883	-0.017	21964.0	0.000	
34	0.879	-0.000	22550.0	0.000	
35	0.875	-0.022	23131.0	0.000	
36	0.868	0.011	23706.0	0.000	

الشكل رقم (52):دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لمؤشر DZAIRINDEX

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

نقوم أولاً بتحليل منحنى الارتباط الذاتي الجزئي والبسيط Correlogram للسلسلة DZAIRINDEX. بحيث يوضح لنا برنامج EViews 8 نتائج دوال الارتباط الذاتي البسيط (العمود AC) ودوال الارتباط الذاتي الجزئي (العمود PAC)، الخطوط المتقطعة العمودية المبينة في الشكل هي مجال الثقة، وبالتالي كل حد (Trend) خارج عن هذا المجال فهو معنوياً يختلف عن الصفر عند $\alpha = 5\%$. نلاحظ من خلال الشكل أن كل حدود الكوريلوجرام البسيط هي خارج مجال الثقة، وبالتالي نقول أن السيرورة ليست سيرورة شوشرة بيضاء، كما أنه من خلال الجدول رقم (2) يتضح أن معاملات الارتباط الذاتي "AC" عالية وتترجع بشكل طفيف إلى غاية فترة التأخير $k=36$ التي تساوي 0,514 بعد أن كانت 0,700 في الفترة t ، ويمكن اختبار هل هي علاقات إحصائية جوهريّة من خلال اختبار Q-stat وهو الاختبار الوحيد الذي يقيّمه برنامج EViews، فعند تأخر $(h=15)$ لدينا Q-stat (المحسوبة) تساوي 26039 وهي أكبر من Q-stat (الجدولية) والتي تساوي 24,99، لذا نرفض الفرض العدم (H_0) انعدام معاملات الارتباط الذاتي ونقبل الفرض البديل (H_1) عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة، كذلك يمكن اثبات أن السلسلة DZAIRINDEX غير مستقرة من خلال الشكل (53) الذي يظهر أن احتمال تحقق Q-stat يساوي الصفر.



الشكل رقم(53): الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر DZAIRINDEX

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

وبالتالي فالسلسلة المدروسة التي تمثل **DZAIRINDEX** غير مستقرة. وذلك ما تتسم به غالباً السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية ، وذلك لأن معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين ومرتبطين بالزمن، ولاختبار استقرارية السلاسل الزمنية سنعتمد على اختبارات ديكي فولر **DF** ، ديكي فولر الموسعة **ADF**، واختبار **Phillips-Perron** واختبار **KPSS**.

الفرع الثالث: اختبار ديكي فولر المطور (**ADF**)

تم إجراء اختبارات **ADF** على السلسلة **DZAIRINDEX** والنتائج معروضة في الجدول رقم (32) ، وهي اختبارات استقرارية وسكون المتغيرات المدروسة، حيث تظهر نتائج هذا الاختبار أن كل السلاسل الأصلية غير مستقرة (أي تحتوي على جذور وحدوية)، لأن القيم المطلقة لـ t المحسوبة أقل من t المجدولة الموافقة لها عند مستوى معنوية 5% (أي أن $\text{Prob} > 0,05$) وذلك عند النماذج الثلاثة لهذا الاختبار.

الجدول رقم (32): نتائج اختبارات **ADF** على السلسلة **DZAIRINDEX**

DZAIRINDEX			
Prob	t_{cal}		
0.2324	-1.195259	b	النموذج [3]
0.4057	0.831994	C	
0.9881	-0.379743	$\emptyset$	
0.1825	1.334455	C	النموذج [2]
0.6666	-1.222099	$\emptyset$	
0.8825	0.786054	$\emptyset$	النموذج [1]

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات **Eviews 8** وعلى الملحق رقم (01)

بعد التأكد من عدم استقرارية السلسلة المدروسة. يجب علينا تحديد نوعها، ومنه نبدأ الدراسة ، وذلك بالنسبة بتقدير النموذج (01) من خلال اختبار فرضية العدم $H_0: b = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الاتجاه العام (**b**). ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول رقم (32) نلاحظ أن **Prob**

بالنسبة للإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 5% . وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم معنوية b ، وننتقل لتقدير النموذج (2) لاختبار فرضية العدم $H_0: c = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الحد الثابت (c) . ونلاحظ من خلال المعطيات المتحصلة عليها أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5% وعليه نقبل فرضية العدم الدالة على عدم معنوية (c). وننتقل لتقدير النموذج (1) لاختبار الجذر الوحدوي من خلال الفرضية $H_0: \emptyset = 1$ لنجد أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5%. لنجد أن السلسلة DZAIRINDEX المدروسة وبالاعتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي غير مستقرة، وهي من نوع DS. (انظر الملحق رقم (07)).

الفرع الرابع: اختبار فليب بيرون Philips-Perron

يستعمل اختبار Phillips-Perron (1988) من أجل اختبار استقرار السلسلة الزمنية وذلك باستعمال برنامج 8 Eviews لتسهيل عملية الحسابات واختصار الوقت. والذي يقوم بتحديد عدد التأخرات بـ 14 تلقائياً. ثم نقوم بتقدير النماذج الثلاث Dickey-Fuller. تظهر نتائج هذا الاختبار أن السلسلة الأصلية غير مستقرة (أي تحتوي على جذور وحدوية)، لأن القيم المطلقة لـ t المحسوبة أكبر من t الجدولة الموافقة لها عند مستوى معنوية 5% (أي أن $Prob > 0,05$) وذلك عند النماذج الثلاثة لهذا الاختبار. (انظر الجدول رقم 33).

بعد التأكد من عدم استقرار السلسلة المدروسة. يجب علينا تحديد نوعها، ومنه نبدأ الدراسة، بتقدير النموذج (3) من خلال اختبار فرضية العدم $H_0: b = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الاتجاه العام (b). ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول رقم (33) نلاحظ أن Prob بالنسبة للإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 5% . وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم معنوية b ، وننتقل لتقدير النموذج (2) لاختبار فرضية العدم $H_0: c = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الحد الثابت (c) . ونلاحظ من خلال المعطيات المتحصلة عليها أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5% وعليه نقبل فرضية العدم الدالة على عدم معنوية (c). وننتقل لتقدير النموذج (1) لاختبار الجذر

الوحدوي من خلال الفرضية $H_0: \emptyset = 1$ لنجد أن **Prob** أكبر من مستوى المعنوية 5%. لنجد وبالاعتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي غير مستقرة، فبالنسبة للسلسلة **DZAIRINDEX** فهي من نوع **DS**.

الجدول رقم (33): نتائج اختبارات PP على السلسلة **DZAIRINDEX**

DZAIRINDEX			
Prob	t _{cal}		
0.2324	-1.195259	b	النموذج [3]
0.4057	0.831994	C	
0.9746	-0.660936	$\emptyset$	
0.1825	1.334455	C	النموذج [2]
0.6434	-1.273715	$\emptyset$	
0.8393	0.570339	$\emptyset$	النموذج [1]

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews وعلى الملحق رقم (02)

الفرع الخامس: اختبار KPSS

تظهر نتائج هذا الاختبار أن السلسلة الأصلية غير مستقرة (أي تحتوي على جذور وحدوية)، لأن الاحصائية المحسوبة LM أكبر من الجدولة عند مستوى معنوية 5% بالنسبة ، وذلك عند النموذجين. (انظر الجدول رقم 03).

الجدول رقم (34): نتائج اختبارات KPSS على السلسلة **DZAIRINDEX**

DZAIRINDEX			
Prob	t _{cal}		
0,0000	17.26086	b	النموذج [3]
0,0000	108.2117	C	
LM _{tab}	LM _{cal}		
0,14600	0.611129	$\emptyset$	
Prob	t _{cal}		النموذج [2]
0,0000	207.1220	C	
LM _{tab}	LM _{cal}		
0.463000	1.481736	$\emptyset$	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews وعلى الملحق رقم (03).

لنجد أن في الحالتين السلسلة المدروسة وبالاعتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الودوي غير مستقرة ومن النوع TS. (انظر الملحق رقم (07)).

من خلال كل ما سبق نجد أن كل الاختبارات توصلت إلى نفس النتيجة وهي وجود الجذر الودوي، ومنه السلسلة DZAIRINDEX غير مستقرة. لكن للتأكد من فرضية السير العشوائي للسلسلة DZAIRINDEX لابد من دراسة الفروقات من الدرجة الأولى (DDZAIRINDEX) فيما يلي:

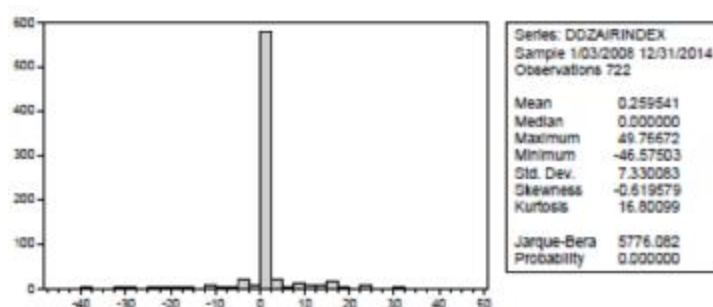


الشكل رقم (54): تطور الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة الزمنية من 2007 إلى 2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

– نلاحظ من خلال الشكل رقم (54) أن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة نوع ما، حيث أنها تدور حول الصفر وتباينها غير ثابت، وبالتالي فهي ليست تشويشا أبيضاً ولكن

هل السلسلة (DDZAIRINDEX) ذات توزيع طبيعي؟



الشكل رقم (55): التوزيع الاحتمالي للسلسلة DDZAIRINDEX

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

– يظهر الشكل رقم(55) أن دالة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لا تأخذ شكل التوزيع

الطبيعي وهذا ما تؤكد الإحصاءات التالية :

❖ احصائية skewness (التي تستخدم لاختبار فرضية التناظر) تختلف عن الصفر

❖ احصائية kurtosis (التي تستخدم لاختبار التسطح الطبيعي) أكبر من 3.

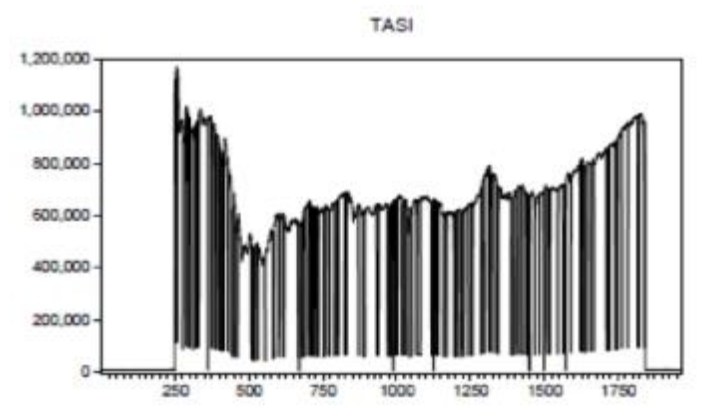
❖ احصائية jarque-bera = 5776,082 < 5,99 = $\chi^2_{0,05}(2)$

المطلب الثالث: اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي

أظهرت النتائج المتعلقة باختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي عند المستوى الضعيف خلال

الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014 * ما يلي:

الفرع الأول: عرض المنحنى البياني



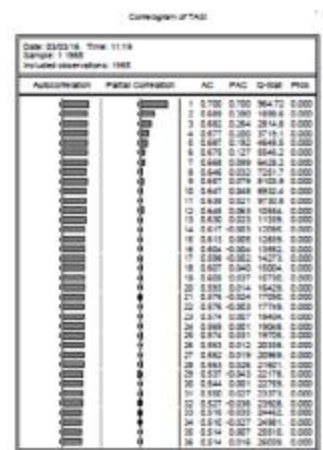
الشكل رقم (56) : حركة مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة الزمنية من 2007 إلى 2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

من خلال الشكل البياني رقم (56) لحركة مؤشر سوق الاسهم السعودي خلال الفترة الزمنية من 2007 إلى 2014 ويتضح لنا أن السلسلة المدروسة على شكل أسّي، أي أنها غير خطية، ومن أجل إرجاعها خطية، ولتحقيق بعض التجانس في أحجام الأرقام الإحصائية المستخدمة في الدراسة، ولأجل استبعاد تأثير الاتجاه العام (Trend) من التقلبات الدورية للمتغيرات، حولت البيانات الأصلية للنموذج المدروس إلى اللوغاريتم. لكن الملاحظات البيانية السابقة لا يمكن أن تعطينا جواب واضح حول ما إذا كانت السلاسل محل الدراسة مستقرة أم لا، لذلك نستعين بالاختبارات الاحصائية المعدة لذلك.

*تم اعتماد الفترة الممتدة من 2007 إلى 2014 نظرا لعدم توفر قيم المؤشر لسنة 2006 على موقع تداول.

الفرع الثاني: دالة الارتباط الذاتي



الشكل رقم (57): دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لمؤشر سوق الأسهم السعودي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

نقوم أولاً بتحليل منحنى الارتباط الذاتي الجزئي والبسيط Correlogram للسلسلة TASI.

بحيث يوضح لنا برنامج 8 EViews نتائج دوال الارتباط الذاتي البسيط (العمود AC) ودوال

الارتباط الذاتي الجزئي (العمود PAC)، الخطوط المتقطعة العمودية المبينة في الشكل هي مجال

الثقة، وبالتالي كل حد (Trend) خارج عن هذا المجال فهو معنوياً يختلف عن الصفر عند $\alpha =$

5%. نلاحظ من خلال الشكل رقم (57) أن كل حدود الكوريلوجرام البسيط هي خارج مجال الثقة،

وبالتالي نقول أن السيروورة ليست سيروورة شوشرة بيضاء، كما أنه من خلال الشكل رقم (57) يتضح

أن معاملات الارتباط الذاتي "AC" عالية وتراجع بشكل طفيف إلى غاية فترة التأخير $k=36$ التي

تساوي 0,514 بعد أن كانت 0,700 في الفترة t ، ويمكن اختبار هل هي علاقات إحصائية جوهرية

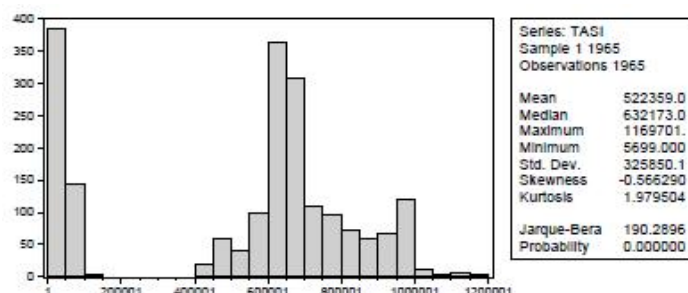
من خلال اختبار Q-stat وهو الاختبار الوحيد الذي يقيمه برنامج EViews، فعند تأخر

($h=15$) لدينا Q-stat (المحسوبة) تساوي 26039 وهي أكبر من Q-stat (الجدولية) والتي

تساوي 24,99، لذا نرفض الفرض العدم (H_0) انعدام معاملات الارتباط الذاتي ونقبل الفرض البديل

(H_1) عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة، كذلك يمكن اثبات

ان السلسلة TASI غير مستقرة من خلال الشكل رقم (58) الذي يظهر أن احتمال تحقق Q-stat يساوي الصفر.



الشكل رقم (58): الإحصاء الوصفي واختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الأسهم السعودي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

وبالتالي فالسلسلة المدروسة التي تمثل TASI غير مستقرة. وذلك ما تتسم به غالباً السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية ، وذلك لأن معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين ومرتبطين بالزمن، واختبار استقرارية السلاسل الزمنية سنعتمد على اختبارات ديكي فولور DF ،ديكي فولور الموسعة ADF، و Phillips-Perron (1988) واختبار KPSS.

الفرع الثالث: اختبار ديكي فولر المطور (ADF)

تم القيام بإجراء اختبارات ADF على السلسلة TASI والنتائج معروضة في الجدول رقم (35) ، وهي اختبارات استقرارية وسكون المتغيرات المدروسة، حيث تظهر نتائج هذا الاختبار أن السلسلة الأصلية غير مستقرة (أي تحتوي على جذور وحدوية)، لأن القيم المطلقة لـ t المحسوبة أقل من t الجدولة الموافقة لها عند مستوى معنوية 5% (أي أن $Prob > 0,05$) وذلك عند النماذج الثلاثة لهذا الاختبار.

الجدول رقم (35): نتائج إختبارات ADF على السلسلة TASI

TASI			
Prob	t _{cal}		
0.9157	0.105862	b	النموذج [3]
0.0066	2.720496	C	
0.0361	-3.533739	∅	
0.0013	3.226978	C	النموذج [2]
0.6433	-3.644370	∅	
0.0863	-1.689452	∅	النموذج [1]

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 وعلى الملحق رقم (04).

بعد التأكد من عدم استقرار السلسلة المدروسة. يجب علينا تحديد نوعها، ومنه نبدأ الدراسة، وذلك بالنسبة بتقدير النموذج (3) من خلال اختبار فرضية العدم $H_0: b = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الاتجاه العام (b). ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول رقم (35) نلاحظ أن Prob بالنسبة للإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 5% . وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم معنوية b ، وننتقل لتقدير النموذج (2) لاختبار فرضية العدم $H_0: c = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الحد الثابت (c). ونلاحظ من خلال المعطيات المتحصلة عليها أن Prob أقل من مستوى المعنوية 5% وعليه نرفض فرضية العدم الدالة على عدم معنوية (c). وننتقل لتقدير النموذج (1) لاختبار الجذر الوحدوي من خلال الفرضية $H_0: \emptyset = 1$ لنجد أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5%. لنجد أن السلاسل TASI المدروسة وبالاعتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي غير مستقرة، وهي من نوع TS. (انظر الملحق رقم (07)).

الفرع الرابع: اختبار فليب بيرون Philips-Perron

نستعمل اختبار Phillips-Perron (1988) من أجل اختبار استقرارية السلسلة الزمنية وذلك باستعمال برنامج Eviews8 لتسهيل عملية الحسابات واختصار الوقت. والذي يقوم بتحديد عدد التأخرات بـ 31 تلقائياً. ثم نقوم بتقدير النماذج الثلاث لـ Dickey-Fuller.

تظهر نتائج هذا الاختبار أن السلسلة الأصلية مستقرة (أي لا تحتوي على جذور وحدوية)، لأن القيم المطلقة لـ t المحسوبة أكبر من t الجدولة الموافقة لها عند مستوى معنوية 5% (أي أن $Prob < 0,05$) وذلك عند النماذج الثلاثة لهذا الاختبار. (انظر الجدول رقم (36)).

بعد تأكدنا من عدم استقرارية السلسلة المدروسة. يجب علينا تحديد نوعها، ومنه نبدأ الدراسة ، بتقدير النموذج (3) من خلال اختبار فرضية العدم $H_0: b = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الاتجاه العام (b). ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول رقم (36) نلاحظ أن Prob بالنسبة للإحصائية t أقل من مستوى المعنوية 5% . وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم معنوية b ، وننتقل لتقدير النموذج (2) لاختبار فرضية العدم $H_0: c = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الحد الثابت (c). ونلاحظ من خلال المعطيات المتحصلة عليها أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5% وعليه نقبل فرضية العدم الدالة على عدم معنوية (c). وننتقل لتقدير النموذج (1) لاختبار الجذر الوحدوي من خلال الفرضية $H_0: \emptyset = 1$ لنجد أن Prob أكبر من مستوى المعنوية 5%. لنجد وبالاتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي غير مستقرة، فبالنسبة للسلسلة TASI فهي من نوع DS.

الجدول رقم (36): نتائج اختبارات PP على السلسلة TASI

TASI		b	النموذج [3]
Prob	t _{cal}		
0.0000	4.211215	b	النموذج [3]
0.0000	10.20383	C	
0.0000	33.14211-	∅	
0.0000	15.76057	C	النموذج [2]
0.0000	-31.85325	∅	
0.0000	-9.744452	∅	النموذج [1]

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews وعلى الملحق رقم (05)

الفرع الخامس: اختبار KPSS

تظهر نتائج هذا الاختبار أن السلسلة الأصلية غير مستقرة (أي تحتوي على جذور وحدوية)، لأن الاحصائية المحسوبة LM أكبر من المجدولة عند مستوى معنوية 5% بالنسبة ، وذلك عند النموذجين. (انظر الجدول رقم 37)، وبعد تأكدنا من عدم استقرارية السلسلة. يجب علينا تحديد نوعها، ومنه نبدأ الدراسة ، بتقدير النموذج (3) من خلال اختبار فرضية العدم $H_0: b = 0$ لمعرفة معنوية مركبة الاتجاه العام (b). ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول أدناه نلاحظ أن Prob بالنسبة للإحصائية t أقل من مستوى المعنوية 5% . وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية بعدم معنوية b ، ننتقل إذا لاختبار الجذر الوحدوي من خلال الفرضية $H_0: \emptyset = 1$ ، ومن خلال المعطيات المدرجة في الجدول أعلاه نلاحظ أن الاحصائية المحسوبة LM أكبر من المجدولة عند مستوى معنوية 5% ومنه وبالاتماد على المعطيات المتحصلة عليها نرفض فرضية العدم.

الجدول رقم (37): نتائج اختبارات KPSS على السلسلة TASI

TASI			
Prob	t_{cal}		
0,0000	10.34713	b	النموذج [3]
0,0000	27.53156	C	
LM_{tab}	LM_{cal}		
0,14600	0.347746	$\emptyset$	
Prob	t_{cal}		
0,0000	71.06120	C	النموذج [2]
LM_{tab}	LM_{cal}		
0.463000	0.769008	$\emptyset$	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 وعلى الجدول رقم (06).

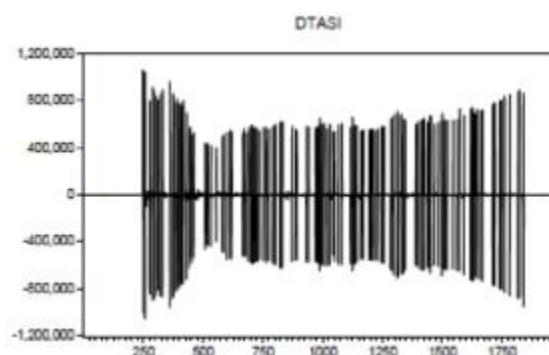
لنجد أن في الحالتين السلسلة المدروسة وبالاعتماد على مخطط الاستراتيجية المبسطة

لاختبارات الجذر الودوي غير مستقرة ومن النوع TS. (انظر الملحق رقم (07)).

من خلال كل ما سبق نجد أن كل الاختبارات توصلت إلى نفس النتيجة وهي وجود الجذر

الودوي، ومنه السلسلة TASI غير مستقرة. لكن للتأكد من فرضية السير العشوائي للسلسلة TASI

لابد من دراسة الفروقات من الدرجة الأولى (DTASI) فيما يلي:



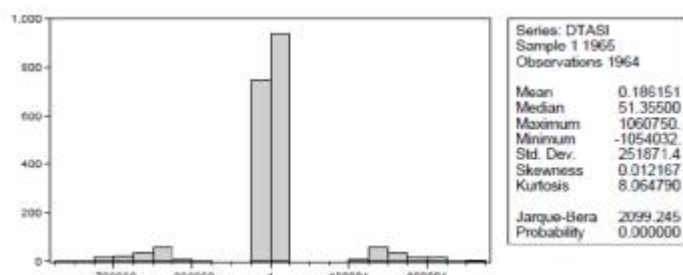
الشكل رقم (59): تطور الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر سوق الاسهم السعودية خلال

الفترة الزمنية من 2007 إلى 2014

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

– نلاحظ من خلال الشكل رقم (59) أن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة نوع ما، حيث أنها تدور حول الصفر وتباينها غير ثابت وبالتالي فهي ليست تشويشا أبيضا ولكن هل

السلسلة (DTASI) ذات توزيع طبيعي؟



الشكل رقم (60): التوزيع الاحتمالي للسلسلة DTASI

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

– يظهر الشكل رقم (60) أن دالة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لا تأخذ شكل التوزيع الطبيعي وهذا ما تؤكدته الإحصاءات التالية :

❖ إحصائية skewness (التي تستخدم لاختبار فرضية التناظر) تختلف عن الصفر

❖ إحصائية kurtosis (التي تستخدم لاختبار التسطح الطبيعي) أكبر من 3.

❖ إحصائية jarque-bera = 2099,245 < 5,99 = $x^2_{0,05}(2)$

المبحث الثالث: اثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام التداول للمؤسسات المدرجة *

بعد التطرق إلى اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية محل الدراسة، سيتم في هذا المبحث دراسة

تصميم و تقدير ثم تفسير العلاقة بين متوسط سعر السهم وأحجام التداول وتطور المتغيرات المفسرة

لهما، ثم على ضوءه يكون البحث عن أحسن نموذج قياسي ، من خلال ما يلي:

*دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في قطاع الصناعة بسوق الأسهم السعودي.

المطلب الأول: منهجية الدراسة القياسية

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح الطريقة المتبعة في التحليل القياسي من خلال تعريف نماذج

أو بيانات بانل والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها على النحو التالي:

الفرع الأول: تعريف وأهمية بيانات بانل

يمكن أن نعرف قاعدة بيانات بانل لسلاسل زمنية مدمجة مع مقطع عرضي، بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالسلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة بينما تصف البيانات المقطعية سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة وعليه فبيانات بانل تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض:

– الحد الموضوعي: ويمثل الهدف المدروس (المتغير التابع أو متغير الاستجابة) ومحدداته (المتغيرات المستقلة)؛

– الحد الزمني: الفترة الزمنية المدروسة؛

– الحد المقطعي: والذي قد يكون مجموعة دول، مؤسسات، أسر أشخاص، سلع... الخ، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل؛

ومن هنا تحليل بانل يتميز على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها،

وتمكن أهمية بيانات بانل فيما يلي:

– تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي

إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات

تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد

أكبر من درجات الحرية و كذلك بكفاءة أفضل؛

– التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي

إلى نتائج متحيزة؛

- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضاً تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة، الفقر والنمو وغيرها. ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات بانل الرابط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى¹؛

- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة في انحدارات المفردة. وتبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛

- حيث تساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، كما تبرز كذلك أهمية إعداد بيانات ونماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع. وبالتالي نتيح هذه النماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول الأفراد، خلال فترة زمنية معينة؛

الفرع الثاني: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993) والمتكونة من ثلاثة أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي*؛ نموذج التأثيرات الثابتة** ونموذج التأثيرات العشوائية***. ليكون لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسية في T من الفترات الزمنية فان نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(1)$$

¹ يحي الجمال، زكريا. اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، 2012، ص 4.

* Pooled Regression Model (PRM)

** Fixed Effects Model (FEM)

***Random Effects Model(REM)

حيث أن y_{it} تمثل قيمة متغير الاستجابة في الملاحظة i عند الفترة الزمنية t ، $B_{0(i)}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في الملاحظة i ، B_i تمثل قيمة ميل خط الانحدار، $x_{j(it)}$ تمثل قيمة المتغير التفسيري j في الملاحظة i عند الفترة الزمنية t ، وأن ε_{it} تمثل قيمة الخطأ في الملاحظة i عند الفترة الزمنية t ما يمكن تفسيره بحيث تعتمد تقدير المعلمات للنموذج في المعادلة (1) على نوع نموذج البيانات الطولية المستخدم.

أولاً: نموذج الانحدار التجميعي:

يعد هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات $B_{0(i)}$ و B_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يمهل أي تأثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي و بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$$, i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (2)$$

حيث أن $E(\varepsilon_{it})=0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة (2) (Greene,2012) بعد ان ترتيب القيم الخاصة بمتغير الاستجابة والمتغير التوضيحي بداء من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا و بحجم مشاهدات مقداره $(N \times T)$.¹

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة:

يهدف إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع B_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

¹ يحي جمال، زكريا. مرجع سابق، ص5-6.

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}, i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \dots \dots (3)$$

حيث أن $E(\varepsilon_{it})=0$ و $\text{var}(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2$ (Greene,2012) يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة B_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وانما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (3).¹

ثالثاً: نموذج التأثيرات العشوائية:

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا طبعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى σ_ε^2 ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة (Gujarati,2003). في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $B_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$B_{0(i)} = \mu + V_i, i = 1, 2, \dots, N \dots \dots (04)$$

و بتعويض المعادلة (4) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية و بالشكل الآتي:

$$y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} + V_i, i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots \dots (05)$$

حيث أن يمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النموذج في المعادلة (5) يحوي مركبين للخطأ هما V_i و ε_{it} يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها ان

$$\text{var}(\varepsilon_{it})=\sigma_\varepsilon^2 \text{ و } E(\varepsilon_{it})=0$$

¹ يحي جمال، زكريا. مرجع سابق، ص 5-6 .

ليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي:

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

$$E(w_{it})=0 \quad \text{حيث أن:}$$

$$\text{Var}(w_{it}) = \sigma^2_v + \sigma^2_\varepsilon$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات غير كفوءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين

$$\text{cov}(W_{it}, W_{is}) = \sigma^2_v \neq 0, \quad t \neq s \quad \text{المشترك بين } W_{it} \text{ و } W_{is} \text{ لا يساوي الصفر أي:}$$

الفرع الثالث: اختبارات التحديد (أساليب اختيار النموذج الملائم للبيانات الطولية)

من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد

كما ذكرنا سابقا بوجود ثلاثة نماذج رئيسية من النماذج الطولية وعلى هذا الأساس يطرح السؤال

الآتي: ما هو النموذج الأكثر ملائمة لبيانات دراسة ما؟ لغرض الإجابة عن مثل هكذا تساؤل سوف

نقوم بعرض ثلاث أساليب، الأول: مضاعف لانحدار LM لغرض الاختبار بين نموذج الانحدار

التجميعي و(نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية) والأسلوب الثاني: Hausman هو

أسلوب الاختبار بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة والأسلوب الثالث F الاختبار

بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

أولاً: اختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange

اختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الأفراد): يكون من أجل اختبار وجود الأثر العشوائي لدينا

اختبار Breusch و Pagan (1980). يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق

بالأخطاء $\hat{\mu}_{it}$ الناتجة عن طريقة المربعات، حيث يكون الاختبار بين نموذج الانحدار المجمع

ونموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية من أجل الاختبار بين PRM و FEM أو REM

سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج (LM) المقترح من جانب (Breusch and Pagan, 1980)، حيث أن القيم الكبيرة لإحصائية اختبار LM تشير إلى إن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM و بعبارة أخرى، إذا كانت قيمة (P-value) لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعني هذا أن FEM أو REM سوف يكون أفضل من PRM، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الاختبار، فيعني هذا إن PRM سيكون أفضل من كل من FEM أو REM.

ثانيا: اختبار Hausman (1978)

يستخدم اختبار Hausman (1978)، في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرات التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة. بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فإن مقدرية التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة. وبمقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولية، فإذا تم قبول فرضية عدم تكون الأفضلية لتأثيرات العشوائية وأما إذا قبلت الفرضية البديلة فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

المطلب الثاني: منهجية ونموذج دراسة أثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم

سنقوم في هذا المطلب بدراسة أثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في سوق الأسهم السعودي* من خلال تحديد العينة والمتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات

* ستقتصر الدراسة القياسية على سوق الأسهم السعودية فقط نظرا لعدم توفر العدد الكافي من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

قياس الأداء المالي التي يتم نشرها على موقع تداول دوريا ومن ثم صياغة النموذج وتقدير معلماته من خلال ما يلي:

الفرع الأول: عينة الدراسة خلال الفترة من 2006-2014

يجب على العينة التي يتم اختيارها للدراسة أن تتوفر على قدر مقبول من التحكم في العوامل الخارجية لقياس الأثر بأكبر قدر ممكن من الدقة، ولتحقيق ذلك لابد من وضع مجموعة من الشروط التي يتعين توفرها في مفردات العينة وهي:

1. أن تكون العينة من قطاع واحد وذلك لمحاولة إلغاء تأثير العوامل المرتبطة بالقطاع على العينة المختارة.

2. أن يكون مضى على الشركات المختارة ضمن العينة أكثر من 3 سنوات على تداول أسهمها في السوق، بهدف ضمان معرفة المستثمر بالشركة وتاريخها، أيضا كون سعر سهمها تجاوز اثر تقلبات الشركات الجديدة التي مازالت تبحث عن استقرار أسهمها في سوق الأوراق المالية

3. أن يكون تاريخ إغلاق السنة المالية بتاريخ 31-12 حتى يتقارب زمنيا توقيت الإعلان عن النتائج المالية

4. أن تكون البيانات المالية لمفردات العينة متوفرة على موقع تداول والمواقع ذات الصلة، لتسهيل الرجوع إليها من قبل الأطراف المستخدمة لها.

5. لم يتم توقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة (2006-2014)

وبناء على ذلك تم اختيار قطاع الصناعة لتوفر عدد أكبر من الشركات فيه، وعند تطبيق الشروط سابقة الذكر تم استبعاد الشركات التالية:

– المجموعة والصحراء وسدافكو والمراعي وينساب والورق وما بعدها من الشركات لحدثة تداول

أسهمها في سنة بداية فترة الدراسة 2005

- استبعاد المصافي لأن تاريخ إغلاق السنة المالية هو 30-04

وبعد هذه الاستبعادات يبقى لدينا 24 شركة تتوفر فيها الشروط (انظر الملحق رقم ...)

الفرع الثاني: النموذج المقترح للدراسة

حتى نتمكن من صياغة النموذج لابد أولا من تحديد المتغيرات المستقلة ومصادر الحصول

على المعلومات المتعلقة بالمتغيرات المستقلة من خلال ما يلي:

أ- المتغيرات المستقلة

إن تحديد المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة يستند إلى الإطار النظري والدراسات التجريبية السابقة لموضوع الدراسة، وبعد الإلمام بهذه الجوانب لم نتمكن من توظيف كافة المتغيرات التي وردت في هذه الدراسة، بسبب عدم توفر البيانات بخصوصها. مع الإشارة أننا حاولنا إجراء الدراسة على أكبر فترة ممكنة، إلا أن عدم توفر بيانات للفترة قبل 2006 حال دون تحقيق ذلك. ويمكن توضيح المتغيرات المستقلة المستخدمة في هذه الدراسة كما يلي:

- العائد على السهم (EPS): يعتبر هذا المؤشر من وجهة نظر المستثمر مقياساً لحسن أداء الشركة وقوة مركزها المالي حيث يمكن عن طريقه تحديد قيمة السهم في السوق، ويرمز له بالرمز (X_1) ؛

- القيمة الدفترية للسهم (BV) : تعتبر من أهم المتغيرات التي تؤثر على سعر السهم في سوق الأوراق المالية حيث أنها تعكس المركز المالي للوحدة الاقتصادية، ويرمز لها بالرمز (X_2) ؛

- السعر على ربحية السهم أو مكرر الربح (PE) ويرمز له في النموذج بالرمز (X_3) ،

- السعر السوقي على القيمة الدفترية للسهم (PBV) ويرمز له في النموذج بالرمز (X_4) .

يمكن عرض النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$PRICE_{it} = \beta_0 + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$t=1,2,...,T \quad i=1,2,...,N$$

ويحتوي هذا النموذج على المتغير التابع ومجموعة من مؤشرات الأداء المالي، وهي كالتالي:

$PRICE_{it}$: تمثل المتغير التابع، ويعبر عنه متوسط القيمة السوقية للسهم خلال سنة بعد تاريخ

الإفصاح عن مؤشرات الأداء المالي نهاية السنة، وهي عبارة عن متوسط سعر السهم في 1-

3 - $N+1$ الى 3-1 - $N+2$ أي سنة بعد الاعلان عن النتائج المالية

β_i : تمثل المعاملات المراد تقدير قيمتها لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

$X_{i,t}$: تمثل المتغيرات المستقلة سابقة الذكر التي تؤثر على المتغير التابع.

حيث شملت الدراسة الشركات المدرجة في قطاع الصناعة في سوق الأسهم السعودية كبيانات

مقطعية (N=24) خلال الفترة الزمنية من 2006 إلى 2014 (T=09) و بحجم عينة 216

مشاهدة (N*T=216).

ب- مصادر البيانات:

تم الحصول على بيانات الدراسة بالاعتماد على موقع tadawel ، صندوق النقد العربي ،

والنموذج الرياضي المقدر للدراسة حسب المعادلة يكون بالصيغة الآتية بافتراض أن العلاقة خطية:

$$\hat{y}_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^4 \beta_j x_{j(it)} \quad ,i=1,2,\dots,24 \quad t=1,2,\dots,9$$

$x_{j(it)}$ تمثل قيمة المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

الفرع الثالث: تقدير معلمات النموذج

بعد تحديد المتغيرات المستقلة والمصادر الحصول على المعلومات وصياغة النموذج ، نأتي إلى

مرحلة تقدير معلمات النموذج فيما يلي:

أولاً: الارتباط بين المتغيرات

هنا سوف نقدر معلمات النموذج المدروس وهو معادلة متوسط سعر السهم كمتغيرة تابعة بدلالة المتغيرات المذكورة سالفاً، وبشكل مختصر يمكن كتابة النموذج بصيغته العامة، بوضع المتغيرات

التفسيرية تحت الرمز $X_{i,t}$

$$PRICE_{it} = \alpha_i + n_t + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$t=1,2,\dots,T \quad i=1,2,\dots,N$$

حيث: $PRICE_{i,t}$ سعر السهم للشركة i في الفترة t .

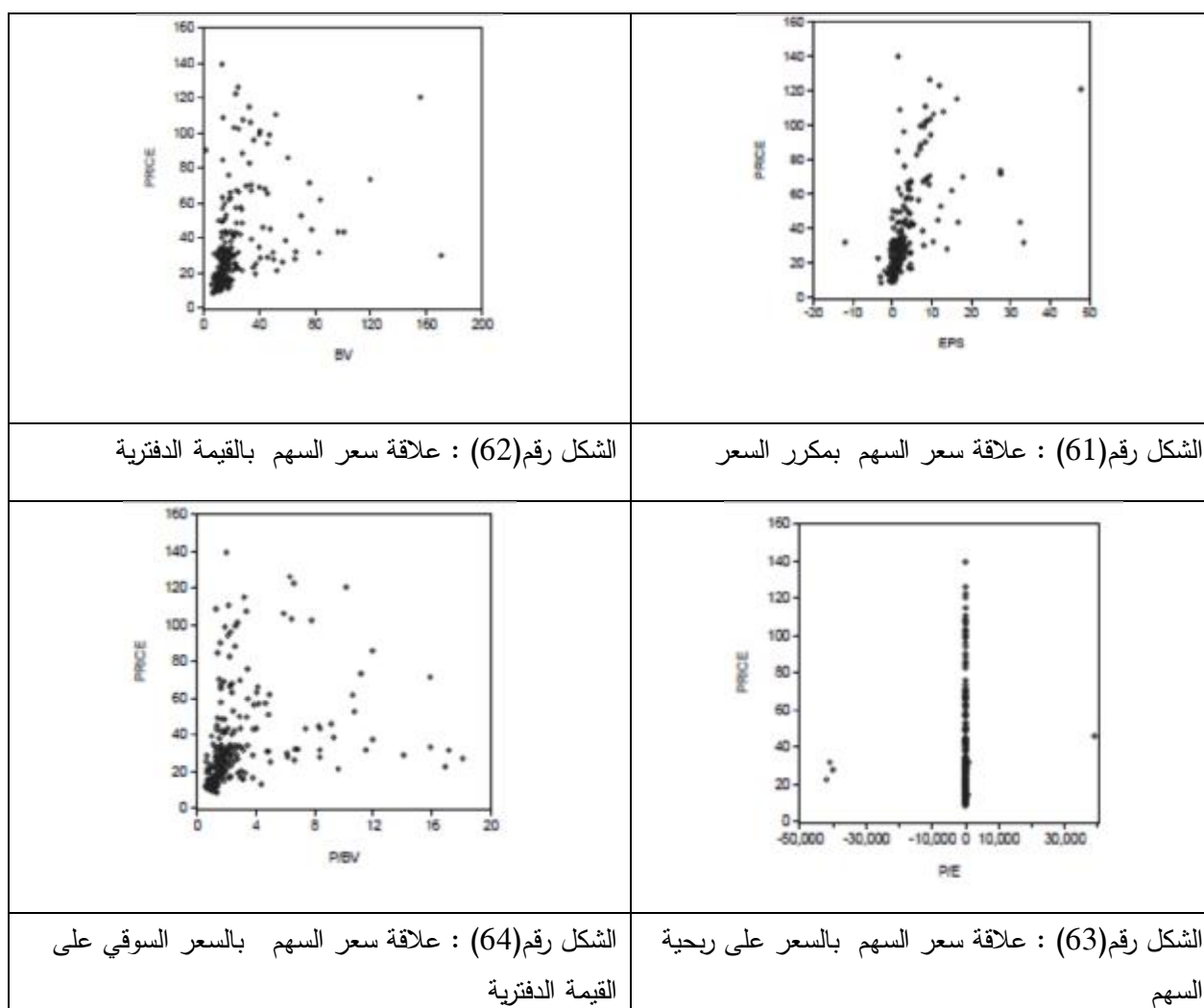
تم تحليل المتغيرات المستقلة بيانياً من حيث مركباتها واتجاهاتها العامة أنظر الجدول رقم (38)

الجدول رقم (38): العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم

المتغيرات المستقلة	EPS	BV	PE	PBV
المتغير التابع price	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews من خلال منحنيات التبعثر Scatter

ويمكن توضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع (price) من خلال الأشكال التالية:



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews من خلال منحنيات التبعثر Scatter

حيث أن العلاقة السببية هي علاقة خطية وهذا واضح من خلال الأشكال أعلاه لمتغيرات مكرر

السعر والقيمة الدفترية والسعر على ربحية السهم والسعر السوقي على القيمة الدفترية.

الجدول رقم (39): معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع متوسط سعر السهم

متغيرات المستقلة	<i>PBV</i>	<i>PE</i>	<i>BV</i>	<i>EPS</i>
المتغير التابع price	0.256043	0.046793	0.357908	0.537622

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews ومصنوفة الارتباط

ثانياً: نماذج البيانات الطولية الثلاثة

بعدما تعرفنا على العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM ونموذج التأثيرات العشوائية REM، وعليه يمكن كتابة معادلات النماذج كالآتي: (أنظر الملاحق رقم 8؛9؛10).

أ- نموذج الانحدار التجميعي المقدر:

يمكن تقديم نموذج الانحدار التجميعي المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{price} = 30.24718 + 0.342004 * \text{EPS} - 0.151058 * \text{BV} - 0.000129 * \text{PE} + 0.342004 * \text{PBV}$$

$$R^2 = 0.295914 \quad F\text{-statistic} = 22.16981 \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

ب- نموذج التأثيرات الثابتة المقدر:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات الثابتة المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{price} = 34.18405 + 1.109778 * \text{EPS} - 0.042631 * \text{BV} + 0.000142 * \text{PE} + 1.109778 * \text{PBV}$$

$$\begin{array}{ccccc} 21.73718 & 0.638136 & -0.488405 & 0.720475 & 2.509837 \\ (0.0000) & (0.5242) & (0.6258) & (0.4721) & (0.0129) \end{array}$$

$$R^2 = 0.771024 \quad F\text{-statistic} = 23.44614 \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة، الإحصائية T.STAT وتمثل القيم بين قوسين قيمة

الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 77,10 %، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج . مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت غير معنوية عدا متغير السعر إلى القيمة الدفترية (P_{BV}) ، حيث أن:

- تأثير مؤشر ربحية السهم على سعر السهم كان تأثير طردي ؛
- تأثير مؤشر القيمة الدفترية على سعر السهم كان تأثير عكسي ؛
- تأثير السعر على ربحية السهم على سعر السهم كان تأثير طردي ؛
- تأثير السعر السوقي على القيمة الدفترية على سعر السهم كان تأثير طردي.

ج- نموذج التأثيرات العشوائية المقدر:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات العشوائية المقدر من خلال المعادلة التالية:

price = 33.07583+ 0.984820* EPS -0.083168* BV +4.96E-05* PE + 0.892482* PBV				
13.76620	3.399130	-1.024522	0.255888	2.146314
(0.0000)	(0.0008)	(0.3068)	(0.7983)	(0.0330)
R² = 0.100443 F-statistic = 5.889976 Prob(F-statistic) = 0.000164				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية T.STAT و تمثل القيم بين قوسين قيمة

الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة أعلاه أن معاملات العائد على السهم والسعر السوقي على القيمة الدفترية النموذج لها معنوية بالإضافة لذلك أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 10,04% ، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ، حيث يوضح هذا النموذج أن هناك:

- تأثير مؤشر ربحية السهم على سعر السهم كان تأثير طردي ؛
- تأثير مؤشر القيمة الدفترية على سعر السهم كان تأثير عكسي ؛
- تأثير السعر على ربحية السهم على سعر السهم كان تأثير طردي ؛
- تأثير السعر السوقي على القيمة الدفترية على سعر السهم كان تأثير طردي.

والجدول رقم (40) يختصر نتائج التقدير للمعاملات عند استخدام النماذج الثلاثة بالاعتماد على برنامج EViews8.

الجدول رقم (40): معلمات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

معاملات المعلمات	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
BV	-0.151058	-0.042631	-0.083168
P_BV	0.342004	1.109778	0.892482
EPS	2.753033	0.196799	0.984820
P_E	-0.000129	0.000142	4.96E-05
الثابت	30.24718	34.18405	33.07583

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 (انظر الملاحق رقم 8:9:10).

ثالثاً: أساليب الاختيار بين هذه النماذج:

بعد تقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف ننتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج

الثلاثة من خلال الأسلوبين: اختبار مضاعف Lagrange Breusch-Pagan LM واختبار Hausman

أ. الأسلوب الأول اختبار مضاعف *Breusch-Pagan LM Lagrange:

بالاستعانة بمخرجات البرنامج Eviews 8 ، أسفرت النتائج الموضحة الجدول الموالي (رقم (41))

الجدول رقم (41) نتائج اختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange

P-Value	قيمة الاختبار	نوع الاختبار
0.0000	149.1565	اختبار LM Breusch-Pagan

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

نتائج الجدول رقم (41) تقودنا إلى رفض فرضية العدم (نموذج الانحدار التجميعي) وبالتالي

النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات

العشوائية حيث لا حظنا من اختبار LM أن أثر (التأثيرات الثابتة أو العشوائية) تغلب من ناحية

الأهمية مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي في الاستخدام. وهنا نلجأ إلى الأسلوب الثاني في الاختيار.

*تحت الفرض: H0: نموذج PRM هو الملائم ، H1: نموذج FEM أو REM هو الملائم.

ب. الأسلوب الثاني: اختبار Hausman

الجدول التالي يبين نتائج اختبار * Hausman:

الجدول رقم (42) نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value
اختبار Hausman	18.617726	0.0009

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews (أنظر الملحق رقم (14))
بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه نرفض فرضية العدم (نموذج التأثيرات العشوائية) هذا يعني
أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

المطلب الثالث: أثر مؤشرات الأداء المالي على أحجام التداول

بعد أن تطرقنا في المطلب السابق إلى أثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم، سنتناول
في هذا المطلب أثر مؤشرات الأداء المالي على أحجام التداول مع الاحتفاظ بنفس المتغيرات المستقلة
كما في النموذج الأول ، وذلك فيما يلي:

أولاً: الارتباط بين المتغيرات

هنا سوف نقدر معلمات النموذج المدروس وهو معادلة متوسط سعر السهم كمتغيرة تابعة بدلالة
المتغيرات المذكورة سالفاً، وبشكل مختصر يمكن كتابة النموذج بصيغته العامة، بوضع المتغيرات

التفسيرية تحت الرمز $X_{i,t}$

$$\text{volume}_{it} = \beta_0 + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$t=1,2,\dots,T \quad i=1,2,\dots,N$$

حيث: $\text{volume}_{i,t}$ حجم التداول على سهم الشركة i في الفترة t

*تحت الفرض: H0: نموذج FEM هو الملائم. H1: نموذج REM هو الملائم.

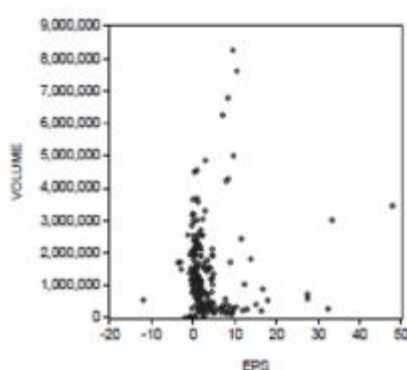
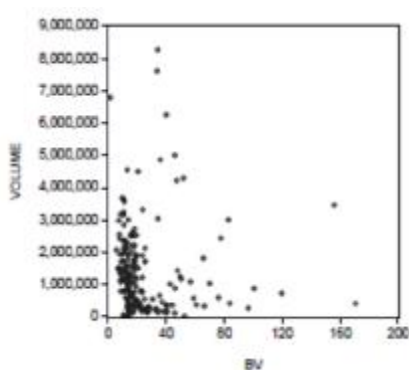
وقد تم تحليل المتغيرات المستقلة ببيانها من حيث مركباتها واتجاهاتها العامة أنظر الجدول رقم (43)

الجدول رقم (43): العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع حجم التداول

المتغيرات المستقلة	EPS	BV	PE	PBV
volume المتغير التابع	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية	وجود علاقة خطية

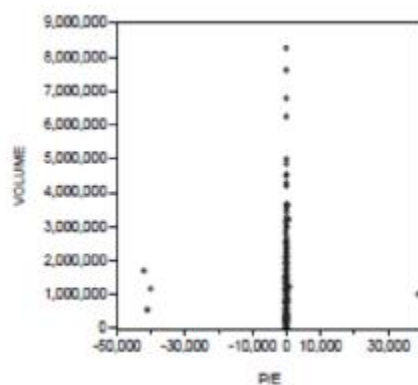
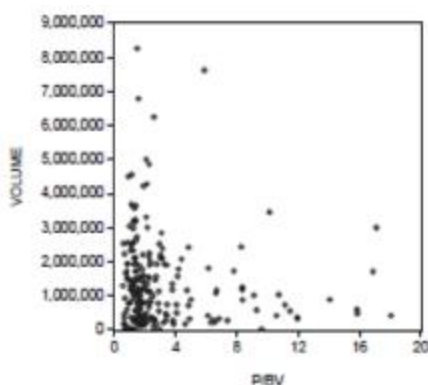
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 من خلال منحنيات التبعثر Scatter

ويمكن توضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع (volume) من خلال الاشكال التالية:



الشكل رقم (66): علاقة سعر السهم بالقيمة الدفترية

الشكل رقم (65): علاقة حجم التداول بمكرر السعر



الشكل رقم (68): علاقة حجم التداول بالسعر السوقي على القيمة الدفترية

الشكل رقم (67): علاقة حجم التداول بالسعر على ربحية السهم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

حيث أن العلاقة السببية هي علاقة خطية وهذا واضح من خلال الأشكال أعلاه لمتغيرات مكرر

السعر والقيمة الدفترية والسعر على ربحية السهم والسعر السوقي على القيمة الدفترية.

الجدول رقم (44): معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع حجم التداول

المستقل التابع	PBV	PE	BV	EPS
volume المتغير التابع	-0,080889	0,008907	-0,003858	0,068889

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews8 مصفوفة الارتباط

ثانياً: نماذج البيانات الطولية الثلاثة

بعدما تعرفنا على العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي PRM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM ونموذج التأثيرات العشوائية REM، وعليه يمكن كتابة معادلات النماذج كالاتي: (أنظر الملاحق رقم 11؛12؛13).

ب- نموذج الانحدار التجميعي المقدر:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات الثابتة المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{volume} = 1479181 + 42833,32 * \text{EPS} - 4792,652 * \text{BV} - 11,83723 * \text{PE} - 55504,89 * \text{PBV}$$

$$R^2 = 0.024596 \quad F\text{-statistic} = 1,330166 \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.259804$$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

ب- نموذج التأثيرات الثابتة المقدر:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات الثابتة المقدر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{volume} = 1462769 + 28360,6 * \text{EPS} - 10100,47 * \text{BV} + 0,763945 * \text{PE} + 7810,819 * \text{PBV}$$

17,50317	1,730483	-2,177474	0,072906	0,332405
(0.0000)	(0.0852)	(0.0307)	(0.9420)	(0.7400)

$$R^2 = 0.726219 \quad F\text{-statistic} = 18,46960 \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$$

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة، الإحصائية T.STAT وتمثل القيم بين قوسين قيمة

الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 72,62 %، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج . مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت غير معنوية عدا متغير القيمة الدفترية (BV) ، حيث أن:

- تأثير مؤشر ربحية السهم على حجم التداول كان تأثير طردي ؛
- تأثير مؤشر القيمة الدفترية على حجم التداول كان تأثير عكسي ؛
- تأثير السعر على ربحية السهم على حجم التداول كان تأثير طردي ؛
- تأثير السعر السوقي على القيمة الدفترية على حجم التداول كان تأثير طردي.

ج- نموذج التأثيرات العشوائية المقدرة:

يمكن تقديم نموذج التأثيرات العشوائية المقدرة من خلال المعادلة التالية:

volume = 1462345+ 28994,86* EPS -9629,253* BV +0,073904* PE + 3,565,543* PBV				
5,759052 (0.0000)	1,792894 (0.0744)	-2,108669 (0.0362)	0.007077 (0.9944)	0,153764 (0.8779)
R² = 0.026206 F-statistic = 1,419545 Prob(F-statistic) = 0.228574				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

تمثل القيم أسفل المتغيرات في المعادلة الإحصائية T.STAT و تمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

يتضح لنا من خلال المعادلة السابقة أن معاملات العائد على السهم والسعر السوقي على

القيمة الدفترية النموذج لها معنوية بالإضافة لذلك أن قيمة معامل التحديد (R^2) بلغت 10,04 % ،

وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ، حيث أنه وفقا لهذا

النموذج هناك:

- تأثير مؤشر ربحية السهم على حجم التداول كان تأثير طردي؛
- تأثير مؤشر القيمة الدفترية على حجم التداول كان تأثير عكسي؛
- تأثير السعر على ربحية السهم على حجم التداول كان تأثير طردي؛

- تأثير السعر السوقي على القيمة الدفترية على حجم التداول كان تأثير طردي.
والجدول رقم (45) يختصر نتائج التقدير للمعاملات عند استخدام النماذج الثلاثة بالاعتماد على برنامج EViews8.

الجدول رقم (45): معاملات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

معاملات المعلمات	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
BV	-4792,652	-10100,47	-9629,253
P_BV	- 55504,89	7810,819	3,565,543
EPS	42833,32	28360,6	28994,86
P_E	-11,83723	0,763945	0,073904
الثابت	1479181	1462769	1462345

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 (أنظر الملاحق رقم 11؛12؛13).

ثالثاً: أساليب الاختيار بين هذه النماذج:

بعد تقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف ننتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج

الثلاثة من خلال الأسلوبين: اختبار مضاعف Lagrange Breusch-Pagan LM واختبار

Hausman

أ- الأسلوب الأول اختبار مضاعف* Breusch-Pagan LM Lagrange:

بالاستعانة بمخرجات البرنامج Eviews 8 ، أسفرت النتائج الموضحة الجدول رقم (46)

*تحت الفرض: H0: نموذج PRM هو الملائم، H1: نموذج FEM أو REM هو الملائم.

الجدول رقم (46) نتائج اختبار مضاعف Breusch-Pagan LM Lagrange

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value
اختبار LM Breusch-Pagan	149,1565	0.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews

نتائج الجدول رقم (46) تقودنا إلى رفض فرضية العدم (نموذج الانحدار التجميع) وبالتالي النموذج الملائم للبيانات المدروسة هو الخيار بين نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية حيث لاحظنا من اختبار LM أن أثر (التأثيرات الثابتة أو العشوائية) تغلب من ناحية الأهمية مقارنة بنموذج الانحدار التجميعي في الاستخدام. وهنا نلجأ إلى الأسلوب الثاني في الاختبار

ب- الأسلوب الثاني: اختبار Hausman*

بالاستعانة بمخرجات البرنامج 8 Eviews ، أسفرت النتائج الموضحة الجدول رقم (47)

الجدول رقم (47) نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P-Value
اختبار Hausman	18.617726	0.0009

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات 8 Eviews (أنظر الملحق رقم (15))

بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه نرفض فرضية العدم (نموذج التأثيرات العشوائية) هذا يعني

أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

*تحت الفرض: H0: نموذج FEM هو الملائم ، H1: نموذج REM هو الملائم

خلاصة الفصل الثامن:

تم في هذا الفصل الموسوم باختبار كفاءة السوق وأثر مؤشرات الأداء المالي على أسعار وأحجام تداول الأسهم في ظل الأزمات المالية التطرق إلى تداعيات أهم الأزمات المالية التي تخللت فترة الدراسة على اقتصاديات الجزائر والسعودية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية فيها بصفة خاصة، والحلول والاصلاحات المتخذة لتقليل من أثر هذه الأزمات على هذين السوق، وقد توصلت الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي كان لها تأثيرات غير مباشرة على الاقتصاد السعودي، أهمها حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البترولية وغير البترولية) وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي إلى الاقتصاد السعودي.

كما توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات الاقتصاد الكلي في الجزائر شهدت تراجع طفيف 2008 و 2009 كنتيجة للتداعيات غير المباشرة للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري، باستثناء مؤشر معدل البطالة الذي لم يتأثر بالأزمة المالية ، لأن عدم ارتباط النظام المالي الجزائري بالنظام المالي الدولي، وهو ما يظهر من خلال غياب سوق ما بين البنوك وفي ظل اتباع تشريع صارم في مجال الصرف، جعل هذا النظام في مأمن من التقلبات المالية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية .

وعند اختبار كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر تبين أن كل الاختبارات توصلت إلى نفس النتيجة وهي وجود الجذر الواحد، ومنه السلسلة DZAIRINDEX غير مستقرة. لكن للتأكد من فرضية السير العشوائي لهذه السلسلة ، تم دراسة الفروقات من الدرجة الأولى ليتبين أنها مستقرة نوع ما، حيث أنها تدور حول الصفر وتباينها غير ثابت، وبالتالي فهي ليست تشويشا أبيضاً. كما أنه عند اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال مؤشر TASI ، وتم توصل إلى نفس النتيجة وهي عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

كما تم في هذا الفصل اختيار مجموعة من المتغيرات -المستخرجة قيمها من القوائم المالية- المفسرة لأسعار الأسهم وأحجام التداول عليها لقياس ثقة المستثمر، حيث أسفرت النتائج المتحصل عليها باستخدام بيانات بانل على 24 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي (القطاع الصناعي) خلال الفترة (2006-2014) أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم في النماذج الثلاثة ، في حين تعذر اجراء دراسة قياسية لأثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم وأحجام التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر بسبب قلة عدد الشركات المدرجة.

خاتمة عامة

النظام المالي باعتباره آلية لتفاعل وتضافر مجموعة من الأسواق والمؤسسات والقوانين والتنظيمات لتسهيل انسياب الأموال بين الأعوان الاقتصاديين المتمثلين في وحدات العجز ووحدات الفائض، يهدف إلى دعم النمو الاقتصادي من خلال ما يؤديه من مهام في مقدمتها تمويل الاستثمارات وتسهيل وتسوية المعاملات بين الاعوان الاقتصاديين .

لأن الأنظمة المالية عرفت العديدة من الأزمات المالية التي أثرت سلبا على اقتصاديات الدول، وأثارت جدلا كبيرا حول نجاح وتمكن هذه الأنظمة من تأدية المهام المنوطة بها، ما دفع إلى ضرورة إيجاد آليات وحلول تكفل استقرار وتطور الأنظمة المالية، من بينها تعزيز الافصاح والشفافية على الصعيد الكلي والجزئي.

وأسواق الأوراق المالية باعتبارها من مكونات النظام المالي ، يتعين على الهيئات المنظمة والمراقبة لها تعزيز الافصاح على مستوى هذه الأسواق وعلى مستوى الأطراف المتدخلة بها، وفي مقدمتها المؤسسات المدرجة ، لذا حاولنا في هذا البحث والموسم بأثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية أثناء الأزمات المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر، التطرق إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء أسواق الأوراق المالية بصفة عامة وأسواق دراسة الحالة بصفة خاصة، وبحث جهود الهيئات المنظمة لحماية المستثمرين من خلال تعزيز افصاح الشركات كما ونوعا لدعم عملية قياس وتقييم الأداء المالي لاتخاذ قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية ومحاولة استرجاع ثقة المستثمرين فيها وفي الشركات المدرجة بها أثناء وبعد الأزمات المالية .

وقد خلص هذا البحث إلى أن استقرار النظام المالي بما فيها أسواق الأوراق المالية تمكنه من دعم النمو الاقتصادي من خلال الوظائف التي تقوم بها ممثلة في زيادة معدلات النمو الاقتصادي والحد من الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية والمساهمة في تحقيق استقرار أسعار الصرف، كما يمكن لأسواق الأوراق المالية إيجاد آلية مناسبة لتحديد أسعار الفائدة وزيادة درجة

سيولة هذه الأسواق ، بالإضافة إلى دورها في عملية الخصخصة و تشجيع المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية وتحسين الوضع المالي للحكومات.

كما تم استخلاص أن الأزمة المالية هي حالة يتعرض لها النظام المالي لدولة ما أو مجموعة من الدول تحول دون تمكنه من أداء مهامه جزئيا أو كلياً، وتقترن حالة التدهور هذه بانتشار حالات الذعر المالي، الذي يسبب سحب الودائع من البنوك على نطاق واسع وافلاس كثير من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع حجم القروض المدومة، مما يؤدي إلى انحسار الاقراض والسيولة وانخفاض الاستثمار، مما ينعكس سلباً على الأوضاع الاقتصادية في شكل انهيار أسواق الأوراق المالية وزيادة عدد حالات الإفلاس وارتفاع معدلات البطالة وتراجع الانتاج وتدهور قيمة العملة. ويجمع الباحثون والمتخصصون والمتابعون وكذلك الهيئات المالية المحلية والإقليمية والعالمية على أن الأزمة المالية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي سنة 2008 وانتقلت منه لتعم العالم بأكمله لم تكن وليدة لحظة وإنما لها جذور تاريخية تمثلت أهمها في التأثير السلبي لأزميتي أسواق المال الآسيوية في عام 1997 و انهيار قطاع التكنولوجيا وشركات الإنترنت أو ما عرف تاريخياً بـ"أزمة الدوت كوم" في عامي 2001-2000 ، وخفض الفوائد على القروض السكنية سنة 2000 في الولايات المتحدة، بشكل مبالغ فيه مما رفع سقف الاقتراض إلى أربعة أضعاف، حيث ارتفعت ديون الأسر الأمريكية إلى 98 % من إجمالي الدخل السنوي سنة 2000 مقابل 80 % في 1999، مما تسبب في أزمة الرهن العقاري، بالإضافة إلى التقلبات في معدلات الفائدة و العجز المتواصل للميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية، الممارسات غير المنضبطة في الأسواق المالية الدولية والتي تمثلت في التوسع المفرط للمصارف الأمريكية المختصة في مجال العقار في منح القروض السكنية عالية المخاطر لأعداد متزايدة من ذوي الجدارة الائتمانية الضعيفة، وضعف النظام الرقابي وغياب الشفافية وعدم تماثل المعلومات خاصة في بنوك الاستثمار وسماسة الرهون العقارية فضلاً عن نقص الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية.

وقد اثرت الأزمة المالية العالمية 2008 سلبا على الاقتصاد العالمي فقد تراجع النمو الاقتصادي وسوق العمل العالمي حيث وصل عدد الشباب عاطلين عن العمل في العالم حسب دراسة لمنظمة العمل الدولية إلى 73.4 مليون في 2013 بزيادة بلغت نحو 3.5 ملايين منذ 2007، كما تسببت في عجز الاقتصاد في سائر الدول عن التعامل مع الأزمة من خلال قوى السوق، مما استدعى تدخل الحكومات، هذا وتبين آثار هذه الأزمة المالية من منطقة إلى أخرى، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تفاقمت أزمة الدين وعجز الميزان التجاري ليصل إلى 4,3 % كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وافلاس عديد البنوك والمؤسسات.

أما بالنسبة لدول الاتحاد الأوروبي فقد تراجعت معدلات النمو الاقتصادي بسبب إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات الانتاجية التي مستها الأزمة المالية العالمية، وكنتيجة لتحملها للكثير من الالتزامات التي أدت إلى انخفاض أرباحها وبالتالي افلاسها، وهذا ما أدى إلى انعكاسات سلبية على ناتجها المحلي وأسواق العمل في الدول الاتحاد الأوروبي، كما واصلت معدلات البطالة ارتفاعها حيث بلغت في سبتمبر 2012 بمنطقة اليورو نحو 11.6 %، كما تسببت الأزمة المالية بأزمة الديون السيادية بدأت بأزمة اليونان في ديسمبر 2009، أما تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على المنطقة العربية فقد كانت مرتبطة بمجموعة من العوامل تمثلت في درجة انفتاح المنطقة على الأسواق المالية العالمية؛ التغيرات في أسعار النفط؛ درجة الترابط الاقتصادي بين الدول العربية النفطية وغير النفطية.

كما تسببت هذه الأزمة المالية في انهيار أسعار الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي معظم دول العالم تقريبا نتيجة للانهيارات غير المتوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى. لذا لابد من ضرورة تضافر مجموعة من المتطلبات لإنشاء أسواق الأوراق المالية بداية ومن ثم تطويرها، حتى تتمكن هذه الأسواق من أداء المهام المنوطة بها ، والتي في مقدمتها ادارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية وحماية للمستثمرين بالدرجة الأولى. كما أنه لضمان

تطور ونجاح أسواق الأوراق المالية لابد من هيئات تنظيمية تتولى مهام التنظيم والاشراف والرقابة لتحقيق جملة من الأهداف، خاصة في ظل الأزمات المالية المتعقبة التي اثرت سلبا على أسواق الأوراق المالية،

كما أنه حتى تتمكن الهيئات التنظيمية من حماية المستثمرين لابد من اتخاذ جملة من الاجراءات في مقدمتها تعزيز الافصاح والشفافية من خلال توفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاط المؤسسات المدرجة ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين، واثاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب هذه المعلومات، كما أنه لابد من تعزيز الرقابة اليومية على التداول من خلال التصدي لكل سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق ككل أو في ورقة مالية معينة. ويمكن التصدي لهذه الممارسات من خلال مراقبة الشركات المرخصة وملاءتها المالية والعمل على إعداد قواعد حوكمة الشركات، وتحديد مجموعة القواعد الأساسية التي تقوم عليها مبادئ الحوكمة الرشيدة التي تؤكد على احترام حقوق المساهمين، وعلى أهمية بناء هيكل متوازن لمجلس الإدارة مع التحديد السليم لمهامه ومسؤولياته، وضمان نزاهة التقارير المالية التي تصدر عن الشركات.

وفي هذا الاطار تكمن أهمية الافصاح المالي -كما ونوعا وتوقيتا- في دعم اتخاذ قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من خلال المساهمة في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة بهذه الأسواق، انطلاقا من المعلومات التي يقدمها للمستثمرين وباقي المتعاملين والتي تتميز بالكافية والموثوقية وقابلية للمقارنة والفهم، والتوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها لمستخدميها.

كما أن الأسواق الكفوة ترتبط بالمعلومات الواردة إلى أسواق الأوراق المالية ومدى انعكاس هذه المعلومات على الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل سريع، وذلك بتوفر الخصائص التالية:التخصيص الأمثل للموارد المتاحة؛ أسعار الأوراق المالية تستجيب إلى نتائج تحليل البيانات

والمعلومات المتدفقة، حيث يمكن لجميع المتعاملين الانتفاع من جميع المعلومات - وبالتالي لا يوجد هدر للمعلومات-، لأنه يحقق تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين على المعلومات لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات، هذه الاستجابة تضمن تساوي القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية للورقة المالية وبالتالي يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من الطرفين، فليس هناك تضليل، كما أنه في ظل السوق الكفاء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المجزية، ولن يتحقق ذلك إلا بتوفر مجموعة من المتطلبات مجتمعة، متمثلة في توفير المعلومات التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، والسيولة التي تعتبر أحد الأهداف العامة من وجهة نظر المستثمرين، إضافة إلى عدالة السوق التي تتيح فرص متساوية لجميع المستثمرين فيما يخص توفير المعلومات وإبرام الصفقات، مع اتسام تعاملات هؤلاء المستثمرين بالرشادة من خلال السعي لتعظيم المنفعة، كذلك يجب أن تتوفر سوق الأوراق المالية على هيكل مؤسسي وتنظيمي وتشريعي يساعد على تحسين الأداء.

من بين أساليب التحليل التي تعترف بكفاءة أسواق الأوراق المالية نجد التحليل الأساسي، والذي يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد سعر الورقة المالية، من خلال التنبؤ بما ستحققه المؤسسة من أرباح، وهذه الأخيرة تتحقق في ظل مجموعة من الظروف العامة والخاصة التي ينبغي دراستها وتحليلها. كما توجد عدة الأساليب لتقييم الأسهم، والتي تتوقف على دقة حساب القيمة الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية في ضوء بيئة القرار الاستثماري وطبيعة السهم محل التقييم.

كما خلصت الدراسة إلى وجود مجموعة من التشوهات تؤثر سلباً على كفاءة أسواق الأوراق المالية، ولتفسير هذه التشوهات جاءت المالية السلوكية، والتي بينت أن عملية الاستثمار ليست نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة بل توجد عوامل غير عقلانية تؤثر على الأسعار في أسواق الأوراق المالية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها...

أما بالنسبة إلى دراسة حالة سوق الأسهم السعودي والسوق الرسمي ببورصة الجزائر خلال الفترة (2006 - 2014)، فقد تم استخلاص أن الصعوبات التي عرفت الجزائر منذ منتصف الثمانينات، والتي حتمت عليها تبني مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية، أدت إلى إصدار جملة من القوانين التي يمكن اعتبارها حجر الأساس في إنشاء بورصة الجزائر التي مرت بمراحل تم توضيحها فيما سبق. لكن رغم ذلك وعلى اعتبار أن بورصة الجزائر حديثة النشأة مقارنة مع غيرها من بورصات العالم بما فيها بورصات الدول النامية، فقد واجهت عدة صعوبات لأنها في مراحلها الأولى ، كما أن مناخ الاستثمار خلال مراحل تطورها لم يرقى إلى المستوى الداعم والمطور لهذه البورصة، كما نستنتج أن سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة شهدت عدة تطورات تمثلت في زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق ومدى الإفصاح فيها عن القوائم المالية، كما تحسنت أحجام التداول والسيولة ، بالإضافة إلى تراجع عدد الشكاوى التي قدمت إلى هيئة السوق المالية ، كلها مؤشرات تدل على التحسن الذي شهده أداء سوق الأسهم خلال فترة الدراسة باستثناء فترة انهيار السوق سنة 2006 والأزمة المالية العالمية 2008.

كما تم التوصل إلى أن الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي كان لها تأثيرات غير مباشرة على الاقتصاد السعودي، أهمها حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البترولية وغير البترولية) وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد السعودي، كما توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات الاقتصاد الكلي في الجزائر شهدت تراجع طفيف 2008 و 2009 كنتيجة للتداعيات غير مباشرة للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري، باستثناء مؤشر معدل البطالة الذي لم يتأثر بالأزمة المالية ، وهذا يعود بالدرجة الأولى إلى عدم ارتباط النظام المالي الجزائري بالنظام المالي الدولي وانخفاض تعاملات البنوك الجزائرية مع البنوك العالمية، وهو جعل هذا النظام في مأمن من التقلبات المالية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية .

وعند اختبار كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر تبين أن كل الاختبارات توصلت إلى نفس النتيجة وهي وجود الجذر الواحد، ومنه السلسلة DZAIRINDEX غير مستقرة. لكن للتأكد من فرضية السير العشوائي لهذه السلسلة ، تم دراسة الفروقات من الدرجة الأولى ليتبين أنها مستقرة نوع ما، حيث أنها تدور حول الصفر وتباينها غير ثابت، وبالتالي فهي ليست تشويشا أبيضاً، كما أنه عند اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال مؤشر TASI تم توصل إلى نفس النتيجة وهي عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

كما تم اختيار مجموعة من المتغيرات -المستخرجة قيمها من القوائم المالية- المفسرة لأسعار الأسهم وأحجام التداول عليها، حيث أسفرت النتائج المتحصل عليها باستخدام بيانات بانل على 24 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي (قطاع الصناعة) خلال الفترة (2006-2014) أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم في النموذجين، في حين تعذر إجراء اختبار لأثر المؤشرات المالية على أسعار الأسهم وأحجام التداول في السوق الرسمي ببورصة الجزائر بسبب قلة عدد الشركات المدرجة.

الإجابة عن الفرضيات:

بعد محاولة الإحاطة بجوانب موضوع البحث تم التمكن من اختبار الفرضيات التي انطلق منها البحث على النحو التالي:

فيما يتعلق بالفرضية الأولى والتي نصت على أن الأزمة المالية العالمية 2008 جاءت بسبب انعدام أخلاق الأعمال ونقص الإفصاح والشفافية وضعف القواعد والأطر الرقابية والإشرافية في الأنظمة المالية. فقد تم اثبات صحة هذه الفرضية من خلال تحديد أسباب الأزمات المالية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية التي جاءت كنتيجة إلى الأسباب أنفة الذكر، والتي تؤثر سلباً على النظام مالي من خلال الحيلولة دون أداء وظائفه المباشرة أو غير المباشرة المتعلقة أساساً بتخصيص الموارد المالية، لأنه كلما كان هذا الأخير أكثر تطوراً كلما كان دوره أكثر أهمية، وباعتبار النظام

المالي لا يقتصر فقط على التكيف بين الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم فائض أو عجز في التمويل، بل يؤدي خدمات أخرى هي من الأهمية بمكان لتطور الاقتصاد.

أما الفرضية الثانية التي تشير إلى أن انخفاض رشادة وثقة المستثمر هو السبب الرئيسي للتأثر الكبير لأسواق الأوراق المالية بالأزمات المالية. فقد تم اثبات صحة هذه الفرضية رغم أن ضعف رشادة وثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية يتباين من سوق إلى أخرى ، إلا أن حالات الخوف والفرع التي أصابت المستثمرين في جميع انحاء العالم بداية من الولايات المتحدة الأمريكية، تسببت في انهيار بورصة وول ستريت ومعظم بالبورصات بما فيها البورصات العربية (خصوصا الخليجية والمصرية). وذلك في ظل حالات الفشل والإفلاس المصرفي والمالي على نطاق كبير والمعلومات غير المتفائلة الواردة للأسواق بخصوص الظروف الاقتصادية المستقبلية غير المستقرة.

وفيما يتعلق بالفرضية الثالثة التي مفادها أن التقارير المالية المنشورة في أسواق الأوراق المالية تقدم الحد الأدنى فقط من المعلومات لتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة ومن ثم المساعدة في اتخاذ قرار الاستثمار. فقد تبين عدم صحة هذه الفرضية لأن المعلومات الواردة في التقارير المالية خاصة محتوى القوائم المالية هي الأساس في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات المدرجة خاصة إذا أعدت على أساس احترام المبادئ المحاسبية المقررة قانونا أو المقبولة قبولاً عاماً وقدمت بالطرق الصحيحة وفي الوقت المناسب، بما يضمن جودة المعلومات المقدمة وبالتالي صحة ودقة عملية قياس الأداء المالي، الذي بدوره يمكن أن ينعكس على قرار الاستثمار إيجاباً مع ضرورة توفير الرشادة والفهم الكافي هذه المعلومات من طرف المستثمر.

أما الفرضية الرابعة التي تنص على أن الاجراءات المتخذة من طرف الهيئات المنظمة تمكنت من حماية واسترجاع ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية. فقد تم اثبات عدم صحة هذه الفرضية ، لأنه رغم أن حماية المستثمر في أسواق الأوراق المالية يمكن توفيرها من

خلال تمكين المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري في ظروف صحية وسليمة، ويعتمد توفر هذه الظروف على عمليتين أساسيتين هما توفير الآليات المناسبة للتعامل بالأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال تنظيم عمليات الوساطة والتداول والتسوية والمقاصة بما يحقق الأمان لجميع المتعاملين ويضمن لهم التعامل العادل، وتوفير المعلومات اللازمة للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ويتم ذلك من خلال وضع الأطر القانونية اللازمة للإفصاح عن المعلومات وإيصالها للمستثمرين بسرعة ودقة واكتمال، لكن ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية والنظام المالي ككل تراجعت نتيجة للخسائر التي تحملها وللأزمات المالية المتعاقبة والمنشرة بسرعة بين البلدان، التي بينت عدم قدرة الكافية من طرف الجهات الوصية على التحكم بها وبآثرها.

أما الفرضية الخامسة التي تشير إلى أن المؤشرين DZAIRINDEX و TASI يسيرا بشكل عشوائي، ومنه أسواق الأوراق المالية محل الدراسة تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف. فقد تم اثبات عدم صحة هذه الفرضية ، لأنه عند اختبار كفاءة السوق الرسمي ببورصة الجزائر من خلال مؤشر DZAIRINDEX تبين أن كل الاختبارات توصلت إلى نفس النتيجة وهي وجود الجذر الواحد، ومنه السلسلة DZAIRINDEX غير مستقرة. لكن للتأكد من فرضية السير العشوائي لهذه السلسلة ، تم دراسة الفروقات من الدرجة الأولى ليتبين أنها مستقرة نوع ما، حيث أنها تدور حول الصفر وتباينها غير ثابت، وبالتالي فهي ليست تشويشا أبيضاً. كما أنه عند اختبار كفاءة سوق الأسهم السعودي من خلال مؤشر TASI، وتم توصل إلى نفس النتيجة وهي عدم كفاءة السوقيين محل الدراسة عند المستوى الضعيف.

أما الفرضية السادسة التي تنص على أن القوائم المالية ومؤشرات الأداء المالي المفصح عنها تساهم في عملية تقييم الأسهم العادية والحفاظ على ثقة المستثمر في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008. فقد تم تجزئتها إلى فرضيتين فرعيتين هما:

الفرضية الفرعية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي للشركات المدرجة وأسعار أسهمها العادية في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008. فرغم التوصل إلى قيمة معامل التحديد (R^2) تساوي 77,10 %، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج. مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت غير معنوية عدا متغير السعر إلى القيمة الدفترية (P_BV)، ومنه عدم صحة الفرضية الفرعية الأولى.

الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي للشركات المدرجة وحجم التداول على أسهمها العادية في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية 2008، فرغم التوصل إلى قيمة معامل التحديد (R^2) تساوي 72,62 %، وهي نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في التغير الحاصل في المتغير التابع ما يؤكد على جودة عالية للنموذج. مع إحصائية فيشر، لكن معاملات النموذج كانت غير معنوية عدا متغير القيمة الدفترية (BV)، ومنه عدم صحة الفرضية الفرعية الثانية.

وعليه، وبناء على الأهداف المحددة من هذه الدراسة، وفي محاولة للإجابة عن الإشكالية

توصلنا إلى النتائج التالية:

نتائج عامة:

- حتى تتمكن الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية من حماية المستثمرين لابد من ضمان تطبيق لوائح حوكمة الشركات وتحديد أسعار الأوراق المالية وفقا لقواعد العرض والطلب، مع أخذ الاحتياطات التالية: منع السماسرة غير المقيدون في البورصة من إجراء أي عمليات داخل صالاتها؛ ارساء القواعد القانونية الرقابية لمنع الانحرافات والممارسات غير الأخلاقية خاصة البيع الصوري أو المظهري؛ الشراء لغرض الاحتكار؛ استغلال السماسرة لثقة الزبائن؛ اتفاقيات التلاعب؛

- تعود أسباب الأزمات المالية عموماً إلى الزيادة في معدلات الفائدة وحالة عدم التأكد، مع عدم التحضير الكافي للتحرير المالي والتعثرات والفشل المالي في قطاع البنوك ، ولذا عدم استقرار الاقتصاد الكلي واضطرابات القطاع المالي وضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية، كما أن انهيار الاقتصاد الأمريكي كان سببه الأهم هو حدوث خلل بالأسعار (فقاعة سعرية) نتيجة لبيع أو شراء كميات كبيرة من الأصول المالية أو المادية بالعقارات والأسهم بأسعار تزيد كثيراً على أسعارها الحقيقية، وهذا ما يسمى بالفقاعة التي تحدث عادة في أسواق المضاربة أي البيع والشراء بقصد المتاجرة وليس بقصد الاستخدام وتوليد الدخل، وقد تسببت الأزمة المالية في تدهور أسعار الأصول المالية خاصة الأسهم وانتشار الذعر المصرفي الذي يسبب سحب الودائع من البنوك على نطاق واسع وافلاس كثير من المؤسسات المالية بسبب ارتفاع حجم القروض المعدومة، مما أدى إلى انحسار الاقراض والسيولة وانخفاض الاستثمار ؛

- يتطلب إنشاء وتطور أسواق الأوراق المالية، تظافر مجموعة من العوامل بدايةً بالمناخ الاستثماري وجملة من القوانين المرتبطة بالأوراق المالية كقانون التعامل بالأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاها وقانون الشركات، وقوانين الأنظمة الضريبية والتشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي وقانون الخصوصية. بالإضافة إلى توفر متطلبات على مستوى الاقتصاد إلى تعدد ضرورية لإنشاء وتنشيط هذه الأسواق، في مقدمتها النمو الاقتصادي والادخار وسعر الفائدة ملائم، بالإضافة إلى إرساء مبادئ حوكمة الشركات في مقدمتها الإفصاح المالي الواجب على المؤسسة المدرجة، والذي يعد مصدر مهم من مصادر المعلومات في أسواق الأوراق المالية، لأنه يوفر معلومات عن الوضعية المالية والأداء المالي للمؤسسة مصدرة الورقة المالية، كما تعتمد أهمية الإفصاح المالي على دقة وعادلة

المعلومات، وتوقيته المناسب لقياس وتقييم الأداء المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية على أسس علمية وصحيحة؛

– تتمثل المرتكزات الرئيسية في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية في الجوانب المتعلقة بالكفاءة التنظيمية والتقنية والإعلامية، ومن أهم المتطلبات التي تساهم في تحقيق الكفاءة هي كفاءة نظام المعلومات، توفر السوق على هامش معتبر من السيولة حتى يتم إبرام الصفقات بسرعة، انخفاض تكلفة المعاملات حتى يتم ضمان استمرارية تبادل الأوراق المالية، عدالة السوق حتى تتاح الفرص لجميع المستثمرين، رشادة سلوك المستثمر وتوفر درجة معينة من الأمان والانضباط بين المتعاملين حتى يتم ضمان المنافسة بينهم، هذا وتقاس درجة كفاءة أسواق الأوراق المالية باستخدام مجموعة من المؤشرات ، منها حجم السوق التي تعد مؤشر على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، والذي يرتبط بعدد الشركات المسجلة في البورصة، ومعدل الرسملة البورصية، إضافة إلى مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التذبذب في العوائد، ومؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، فتحسن هذه المؤشرات يعد دلالة على ارتفاع درجة كفاءة سوق الأوراق المالية التي تؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد ونمو الاستثمار في الأوراق المالية، كما يساهم الاهتمام بتقييم وتحليل الأوراق المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية، حيث يمثل كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني أهم الأدوات التي تساعد المستثمرين على تحليل المعلومات الواردة إلى أسواق الأوراق المالية، ومن ثم استخدام هذه المعلومات في بناء قراراتهم الاستثمارية؛

– في المقابل أظهرت عديد الدراسات والأعمال التجريبية بعض التناقضات في نظرية كفاءة أسواق الأوراق المالية منها: التشوهات الموسمية كأثر نهاية الأسبوع وأثر نهاية السنة وآثار الشهور والأيام، بالإضافة إلى التشوهات المرتبطة بالشركة كتأثير الشركة الصغيرة والاكنتابات والتذبذب المفرط في أسعار السوق وتأثير مضاعف السعر إلى العائد وأثر إدماج

ورقة مالية في مؤشر الأسعار، لذا جاءت المالية السلوكية لتفسير التشوهات الملاحظة على مستوى أسواق الأوراق المالية ، من خلال بيان أن عملية الاستثمار ليست دائماً نتيجة قرار يتسم بالعقلانية التامة، أساسه عملية تحليل لكل المعطيات الأساسية كالمعدلات أو الأرباح أو تطور السوق، إذ يقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها ، التي تؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية، وقد وثق أنصار التمويل السلوكي عدة انماط لتصرفات الأفراد هي الاستدلال؛ الثقة العالية في قدرات الأفراد؛ المحاسبة العقلية واتخاذ القرار؛ التمثيل والمحافظة؛ تأثير التصرف بسلوك المجموعة؛ تأثير التأطير في اتخاذ القرار؛ سوء الفهم العشوائي؛

نتائج دراسة حالة:

- جاءت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988؛ أما سوق الأسهم السعودي فهي أقدم نشأة من بورصة الجزائر، حيث بدأت نشاطها الفعلي سنة 1954 كسوق للأوراق المالية ، وقد واجهت بورصة الجزائر عدة صعوبات لأنها في مراحلها الأولى على غرار سوق الأسهم السعودي الذي كان يفتقد للبعد التنظيمي والمؤسسي حتى نهاية السبعينات، لأن هذه السوق كانت في بداية نشأتها، لكن بعد تبني المملكة العربية السعودية لسياسة اقتصاد السوق الحر وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة، بدأ سوق الأسهم السعودي في التطور التنظيمي إلى غاية إنشاء نظام السوق المالية. وهو ما لم نلمسه في البورصة الجزائرية حتى نهاية فترة الدراسة؛

- عرفت سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة تطور ملحوظ من ناحية القوانين التنفيذية واللوائح التنظيمية، وتحسن في مؤشرات قياس أداء هذه السوق: المؤسسات المدرجة؛ الرسملة

البورصية؛ مؤشر السيولة؛ حجم وقيمة التداول، لكن السوق الرسمي ببورصة الجزائر لم تعرف تطور كبير في المؤسسات المدرجة؛ الرسملة البورصية؛ مؤشر السيولة؛ حجم وقيمة التداول، ما عدا سنة 2011 أين سجلت البورصة أعلى معدل نمو بـ 89,36% وأعلى قيمة السوقية بقيمة 14,96 مليار دينار جزائري نتيجة لإدراج سهم شركة اليونس للتأمين، كما شهد سوق الأسهم السعودي تحسن في مدى الالتزام بمتطلبات الإفصاح المالي المحددة من طرف هيئة السوق المالية. لأن نتائج مراجعة القوائم المالية السنوية المختصرة والمفصلة للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية هي في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، فقد بلغت القوائم التي روجعت في بداية فترة الدراسة (سنة 2008) 550 قائمة مختصرة واستمرت في الارتفاع خلال باقي سنوات الدراسة إلى أن وصلت إلى 811 قائمة مختصرة سنة 2014، وفي مقابل لم نتمكن من إيجاد معلومات حول مدى الالتزام بالإفصاح المالي في بورصة الجزائر؛

– تحسن متطلبات كفاءة سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة 2006-2014، رغم انخفاض ثقة المستثمرين في سوق الأسهم السعودي نتيجة التوتر والخوف من المخاطر بسبب رواج سوق الشائعات وغياب الشفافية والآثار المترتبة عليها، وخاصة بعد خسائر عام 2006 والأزمة المالية العالمية 2008؛

– في إطار حماية المستثمر تراجع عدد الشكاوى المقدمة في سوق الأسهم السعودي بداية من سنة 2006 إلى غاية 2009، في حين ارتفع عدد الشكاوى جدا في 2006 كنتيجة لانهايار السوق والخسائر التي لحقت بالمستثمرين، كما شهد عدد الشكاوى ارتفاعا بداية من سنة 2011 إلى غاية سنة 2014. وفي مقابل لم نتمكن من إيجاد معلومات حول عدد الشكاوى المقدمة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة؛

- رفض فرضية السير العشوائي لمؤشر سوق الأسهم السعودي TASI ومؤشر السوق الرسمي ببورصة الجزائر DZAIRINDEX، لأن عوائد الأسهم تسير وفق نمط معين، وبالتالي تم

التوصل إلى عدم إفاءة هذه الأسواق عند المستوى الضعيف؛

- أثبتت الدراسة القياسية تأثير مؤشرين فقط من بين المؤشرات المدروسة هما السعر إلى القيمة الدفترية (P_BV) الذي أثر على متوسط سعر السهم ومؤشر القيمة الدفترية (BV) الذي أثر

على أحجام التداول في سوق الأسهم السعودي أثناء الأزمة المالية العالمية.

وبناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم بعض الاقتراحات التي نراها ضرورية، منها ما

يلي:

الاقتراحات العامة:

- تطوير قواعد وأطر الممارسات الرقابية والإشرافية على المصارف والمؤسسات المالية لضمان تحقيق الاستقرار المالي ولتلافي حدوث الأزمات المالية في أسواق المال نتيجة ما يعرف

اقتصاديا بظاهرة "فقاعة الأسعار"؛

- ضرورة إلزام المؤسسات بمعايير الإفصاح المقررة قانونا، ولن يتحقق هذا إلا بالعمل على رفع

الوعي لدى إدارة هذه المؤسسات والهيئات المشرفة على السوق بأهمية الإفصاح، واستخدام حقها

القانوني في أعمال اللوائح التنظيمية بشكل صارم على المؤسسات التي لا تستوفي متطلبات

الإفصاح المقررة قانونا، مع ضرورة إلزام المؤسسات المدرجة بنشر مجموعة موحدة من النسب

المالية مع التقارير المالية الربع سنوية والسنوية حتى يتمكن المستثمر من تقييم أداء هذه

المؤسسات قبل اتخاذ قرار الاستثمار في أسهمها ؛

- تكثيف توعية المستثمرين بأهمية المعلومات عموما والمعلومات المالية خصوصا، وأثرها على

الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، ممن خلال إعداد ونشر مجلات وكتب متخصصة في

الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، تعد من طرف هيئة السوق المالية لتعريفهم بطرق الاستثمار

بسوق الأوراق المالية؛ قراءة القوائم المالية؛ مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛ حقوق وواجبات حاملي الأسهم...، توفير وتفعيل شركات الوساطة المالية في أسواق الأوراق المالية، بهدف تقديم الخدمات للمستثمرين وخصوصا صغار المستثمرين ؛

- وضع ضوابط تنظم عملية فتح أسواق الأوراق المالية أمام الاستثمارات الأجنبية - على الرغم من الفائدة الكبيرة الناتجة عن جذب الاستثمارات- بهدف تجنب الوقوع في فخ السحب السريع للأموال المستثمرة سعيا وراء الربح وتعزيز المراكز المالية، كما أن هذه الضوابط ستؤدي إلى تجنب الأزمات المالية المتوقعة حصولها كنتيجة لذلك؛

الاقتراحات الخاصة بدراسة الحالة:

- تأهيل مناخ الاستثمار في الجزائر من خلال تحسين المحيط العام للاستثمار، للقضاء أو التخفيف على الأقل من عوائق الاستثمار خاصة انخفاض مستوى الشفافية في الإفصاح، بالإضافة إلى مواصلة إصلاح القوانين المرتبطة بأوراق المالية، و تطوير القطاع المالي لدعم ورفع كفاءته في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؛ مع ضرورة تكفل الجهات الوصية بتمويل برامج لتدريب العاملين والإداريين في مجال القطاع المالي والمصرفي، وخصوصا مجال صناعة الخدمات المالية والاستثمار في أسواق الأوراق المالية لتطوير هذه الاسواق وتعزيز الاستقرار المالي، وسن القوانين واللوائح التنظيمية وتطوير الآليات الكفيلة بالحد من التقلبات السعرية من خلال وضع اجراءات لضبط حركة السوق؛

- توعية المستثمرين الأفراد ممن خلال إعداد ونشر مجلات وكتب متخصصة في الاستثمار بسوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر، تعد من طرف الهيئة المنظمة لتعريفهم بطرق الاستثمار بأسواق الأوراق المالية؛ قراءة القوائم المالية؛ مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية ؛ حقوق وواجبات حاملي الأسهم...؛

- أهمية تقيد المؤسسات بمبادئ حوكمة الشركات لما في ذلك من مصلحة للمؤسسات ومساهمتها وكافة الأطراف الأخرى المستفيدة من القوائم المالية، مع ضرورة استمرار جهود الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية محل دراسة الحالة من خلال متابعة ما قامت به الشركات المدرجة للتقيد بمبادئ حوكمة الشركات والقوانين ذات الصلة، في مقدمتها العمل المستمر على تحسين جودة المعلومات المقدمة للمستثمرين، خاصة المتعلقة بأداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي وبورصة الجزائر، والزامها بنشر مجموعة موحدة من النسب المالية مع التقارير الربع سنوية والسنوية (خاصة المؤشرات المالية الحديثة كـ EVA MVA). (لتعزيز الإفصاح من حيث الملائمة والتوقيت المناسب؛

- استمرار البحوث التطبيقية للكشف عن التزام مدى الشركات المساهمة المدرجة بالإفصاح وتوافقه مع القوانين واللوائح التنظيمية، توفير وتفعيل شركات الوساطة المالية بهدف تقديم الخدمات للمستثمرين -خصوصا صغار المستثمرين- في أسواق الأوراق المالية لتحسين رشادة وسلوك هذه الفئة في اتخاذ قرار الاستثمار، مع أهمية تعزيز الاستثمار المؤسسي نظرا لدوره في رفع كفاءة ونضج أسواق الأوراق المالية باعتباره يعتمد على معايير علمية وأكثر عقلانية، الأمر الذي يقلل من تأثير الأزمات المالية ويحمي السوق من المضاربين. وكغيره من الأبحاث يحتاج هذا البحث لجهود إضافية من قبل الباحثين خاصة حول كيفية التحسين المستمر لجودة المعلومة وسبل تدعيم رشادة وثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية، متمنين أن تكون مساهمة في توسيع آفاق البحث في مثل هذا الموضوع الذي تحتاج إليه مكاتبنا الجامعية.

والله نسأل أن نكون قد وفقنا لما كنا نصبوا إليه والحمد لله أولا وأخرا.

قائمة المراجع

أولاً: المصادر باللغة العربية:

1. إبراهيم هندي، منير، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مصر: منشأة المعارف، (2008).
2. إبراهيم هندي، منير، الأوراق المالية وسوق رأس المال، الإسكندرية: منشأة المعارف، (1997).
3. خالد الراوي، التحليل المالي لقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، (2000).
4. الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، القاهرة: دار النهضة العربية، (2000).
5. الراوي، خالد وهيب، الأسواق المالية والنقدية، دار مسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، (2000).
6. الزبيدي، حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، (2010).
7. الزبيدي، حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، (2008).
8. عبد العال حماد، طارق، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة -، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2010).
9. محمد داغر، محمود، الأسواق المالية (مؤسسات أوراق بورصات)، عمان: دار الشروق، (2007).

ثانياً: المراجع باللغة العربية

10. إبراهيم هندي، منير، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية: منشأة المعارف، (1999).
11. إبراهيم هندي، منير، قرياقص، رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر: مكتبة الإشعاع، (1997).
12. أبو فارة، يوسف، قراءة في الأزمة المالية العالمية 200، جامعة القدس المفتوحة / فلسطين، بدون سنة نشر.
13. أبو قمر، محمد، تقويم أداء بنك فلسطين المحدود باستخدام بطاقة القياس المتوازن، مذكرة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، (2009).
14. أحمد أبو فارة، يوسف، إدارة الازمات مدخل متكامل، عمان: اثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2009).
15. احمد البربري، صالح، المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، جامعة الامارات العربية المتحدة: المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-8 مارس 2006.
16. أحمد لطفي السيد، أمين، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، مصر: الدار الجامعية، (2005).
17. أحمد معيط، محمد، اثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على خلق فرص عمل جديدة، المنتدى العربي حول التدريب التقني والمهني واحتياجات سوق العمل، الرياض، 16 - 18 / يناير / 2010.
18. احمد، مطر، وآخرون، العلاقة المتبادلة بين معايير القيمة العادلة والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الثالث " الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول " للتحديات والآفاق المستقبلية"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن 28-29-4-2009.
19. الأردن، هيئة الأوراق المالية، الموقع الالكتروني <http://www.jsc.gov.jo>
20. إسماعيل أبو حمام، ماجد، اثر تطبيق قواعد العولمة على الإفصاح المحاسبي و جودة التقارير المالية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، قسم المحاسبة والتمويل، (2009).

21. إسماعيل الطوخي، عبد النبي، التنبؤ المبكر بالآزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، جامعة أسيوط، كلية التجارة ، مصر، بدون سنة نشر .
22. آل شبيب، دريد. الجبوري، عبد الرحمن، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي(حالة شركة وورلدكم الأمريكية(WORLD COM) ، المؤتمر العلمي الرابع: إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا الأردن، 15-16/2005، (http://www.philadelphia.edu.jo تاريخ المعاينة : 20/02/2009).
23. آل شبيب، دريد، مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، عمان : دار المناهج للنشر،(2006).
24. الامارات العربية المتحدة، هيئة الأوراق المالية والسلع، الموقع الالكتروني <http://www.sca.gov.ae>
25. أمين زويل، محمد، البطريق، يونس، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، مصر: الدار الجامعية، (2002).
26. أمين زويل، محمد، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية :دار الوفاء للطباعة والنشر، (2000).
27. امين محمد علي، نادية .تحليل أسواق الأوراق المالية، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006.
28. أوسرير، منور . التنمية الاقتصادية في البلدان النامية- الاستراتيجيات و الإبعاد ، مجلة مخبر التحولات الاقتصادية والتنمية و استراتيجيات التكامل الاقتصادي الدولي ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر ، العدد 03/2007.
29. بلبا، عبد القادر ، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، فرع: التخطيط، السنة الجامعية 2003-2004.
30. بادي البلطجي " تحليل الاقتصاد القياسي في بيانات بانل، الطبعة الثالثة،(2005).
31. بالقي، التجاني، دراسة اثر التضخم على النظرية التقليدية للمحاسبة مع نموذج مقترح لاستبعاد اثر التضخم على القوائم المالية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة سطيف، 2005/2006.
32. بانايوتيس، غافراس، لعبة التصنيف، مجلة التمويل والتنمية ، صندوق النقد الدولي، مارس 2012.
33. البدوي ، السيد .عبد الحافظ. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة ، دار الفكر العربي للنشر القاهرة، مصر،(1999) .
34. براق، محمد. بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، (1999).
35. بطاهر، علي ، اصلاحات النظام المصرفي الجزائري و اثارها على تعبئة المدخرات و تمويل التنمية، أطروحة دكتوراه دولة ، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، فرع تحليل اقتصادي، السنة الجامعية 2005-2006.
36. بكار، بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير ، جامعة الجزائر 3، غير منشورة، السنة الجامعية 2009-2010.
37. بلحسين، فاطمة الزهراء، أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت ،المؤتمر الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي ، 15-16 ديسمبر 2010.

38. بلخضر، عقبة، بن بوزيان، محمد، إجراءات حكومية مثلى ينادي بها الخبراء لكبح توسع أي أزمة مالية جديدة: الولايات المتحدة الأمريكية نموذجا، جامعة تبسة: الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، 19-20 جوان 2013.
39. بلعزوز، بن علي، اثر تغير سعر الفائدة على الاقتصاديات النامية حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، السنة الجامعية 2005-2006.
40. بلوافي، احمد مهدي، الابعاد الفكرية والاخلاقية للازمة المالية العالمية، جامعة الملك عبد العزيز: ورقة عمل ضمن ندوة الازمة المالية و الاقتصاديات الوطنية في اطار المهرجان الوطني الثالث للتراث والثقافة، ، بتاريخ 21 مارس 2010.
41. بن ثابت، علال ، بن جاب الله، محمد، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.
42. بن ساسي، الياس. قردشي، يوسف. التسيير المالي(الإدارة المالية)، الأردن ، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2006).
43. بن عبد الله السحيمي، جمال، سوق الأسهم السعودية "مسيرة حافلة بالتطوير والنجاح"، مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، هيئة السوق المالية، العدد الثاني، (2009).
44. البناء، محمد ، أسواق النقد والمال : الأسس النظرية والعلمية ، بيروت :مؤسسة زهراء الشرق، (1996).
45. البنك الدولي، الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي).
46. البنك الدولي، النمو الاقتصادي، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://youthink.worldbank.org/glossary#E> (تاريخ المعاينة 2012/08/08) .
47. بورعدة، حسين، الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، جامعة فرحات عباس :المؤتمر الدولي الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009.
48. بوطورة، فضيلة، سمايلي، نوفل، دور البنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية اليونانية والأوروبية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013.
49. بوعشة، مبارك، الأزمة المالية الجذور الأسباب والأفاق، جامعة فرحات عباس سطيف :المؤتمر الدولي الأزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 .
50. بوكساني، رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005/2006.
51. بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيلة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002 .
52. تايه النعيمي، عدنان، فؤاد التميمي، ارشد، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، عمان: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، (2008).

53. تشاندر اسكهار، السياسات المالية، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية بالأمم المتحدة، الأمم المتحدة، ص32. متوفر على الموقع الالكتروني: esa.un.org/techcoop/.../Finance_Arabic.pdf (تاريخ المعاينة 2012/07/27).
54. ثائر عدنان قدومي، وآخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، (2011).
55. جبار، محفوظ. تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، الجزائر: دار هومة، الطبعة الأولى، (2002).
56. الجزراوي، إبراهيم، الجنابي، عامر، أساسيات نظم المعلومات المحاسبية، عمان: دار اليازوري، (2009).
57. جمال الجعارات، خالد، معايير التقارير المالية الدولية (IAS, IFRS)، عمان: إثراء للنشر والتوزيع، (2008).
58. جمال الخطيب، شذا، العولمة المالية ومستقبل الأوراق العربية لرأس المال، عبيد: مؤسسة طابا للنشر، (2002).
59. جمال عبد المنعم البست، دور البنك المركزي الأردني في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية على البنوك العاملة في الأردن، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط: قسم المحاسبة، كلية الأعمال، 2012.
60. الجمعية السعودية للمحاسبة، المعلومات المحاسبية ودورها في أسواق الأسهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، (2005).
61. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
62. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريد الرسمية، عدد 22 سنة 2005.
63. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، الجريدة الرسمية، الأمر رقم 95-22 المؤرخ في 26/08/1995 والمعدل بالأمر الرقم 97-11 المؤرخ في 19/03/1997، العدد 48.
64. جنوحات، فضيلة، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية حالة بعض الدول المدينة، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: علوم اقتصادية، فرع: التسيير، السنة الجامعية 2006-2005.
65. الجوزي، وسيلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، 13-14 مارس 2009.
66. جولدبرج، مايكل وجريس. وآخرون. التحليل المالي، المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء CGAP، ترجمة شبكة التمويل الأصغر في البلدان العربية- سنابل وبتمويل من مؤسسة روكديل، (2002).
67. جويدان الجمل، جمال، الأسواق المالية والنقدية، عمان: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، (2002).
68. حجاج، محمد الهاشمي. أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة: علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، السنة الجامعية 2011-2012.
69. حردان حيدر، طاهر، مبادئ الاستثمار، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع، (1997).
70. حريري، عبد الغني. دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، المؤتمر الدولي لالزمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
71. حسان، خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004.
72. حسن السيسي، صلاح الدين. بورصات الأوراق المالية، القاهرة: عالم الكتب، (2003).

73. حسني الخولي، تأثير الأزمة المالية على القطاع البنكي التداعيات وسبل المواجهة مع الإشارة إلى المصارف السعودية، اللقاء العلمي " انعكاسات الأزمة المالية العالمية وأثر الأنظمة التجارية في احتوائها " ديسمبر 2009.
74. حسين عبد الله، سيد، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، جامعة الامارات العربية المتحدة: المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-7-8 مارس 2006.
75. حسين، عصام ،أسواق الأوراق المالية، الأردن :دار أسامة للنشر والتوزيع،(2008).
76. حصيد صباح، قسوم حنان، أثر الأزمة الاقتصادية العالمية على اقتصاد الالماني، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013.
77. حلوة حنان، رضوان، تطور الفكر المحاسبي (مدخل نظرية المحاسبة)، الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2009).
78. حمشة، مروان، الأزمات المالية في نهاية التسعينات من القرن العشرين دراسة حالة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة البليدة: تخصص نقود مالية وبنوك، (2009).
79. حميد الاغا ،صباح ، وآخرون، اثر فاعلية نظم المعلومات الإدارية على ربحية المصارف التجارية الأردنية، مجلة البصائر، المجلد البصائر، المجلد 13، العدد 1 محرم 1432 ديسمبر 2010.
80. حنفي، عبد الغفار. تقييم الأداء ودراسات الجدوى، مصر: الدار الجامعية، (2009).
81. حنفي، عبد الغفار، رسمية ، قرياقص، أسواق المال، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002) .
82. الحيايلى، وليد ، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،(2004).
83. حيدر،فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، الرياض: دار المريخ للنشر، (2002).
84. خالد المهاني ، محمد .أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، القاهرة: المؤتمر المصرفي العربي، 2008.
85. خلوفي، عائشة، تأثير التكتلات الاقتصادية الاقليمية على حركة التجارة الدولية-دراسة حالة الاتحاد الاوروبي-، رسالة ماجستير ، غير منشورة، جامعة سطيف :كلية العلوم الاقتصادية، (2012).
86. خليل طه سمور نبيل. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، رسالة ماجستير، غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، إدارة الأعمال، (2007) .
(library.iugaza.edu.ps/thesis/77868.pdf تاريخ المعاينة 2012/08/08).
87. دادي عدون، ناصر. تقنيات مراقبة التسيير (تحليل مالي)، الجزء الأول، الجزائر : دار المحمدية العامة، (2001).
88. ددان، عبد الغني، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة ، أطروحة دكتوراه، غير منشورة ،جامعة الجزائر ، 2009/2008.
89. دراوسي، مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990- 2004 ، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة ، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية 2006/2005،
90. الدوري، مؤيد ،زناد، نور الدين. التحليل المالي باستخدام الحاسوب ، الطبعة الأولى، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، (2003).
91. راضي خنفر، مؤيد ، فلاح المطارنة، غسان، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، عمان :دار النشر والتوزيع، (2008) .

92. ربابعة، عبد الرؤوف، خطاب، سامي، التحليل المالي و تقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، متوفر على الموقع الإلكتروني www.kantakji.com/fiqh/Files/Accountancy/42016.pdf (تاريخ المعاينة: 2015/03/03).
93. زايدي، عبد السلام، مقران، يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي، 2009 .
94. الزرري، عبد النافع، غازي، فرح، الأسواق المالية، عمان: دار وائل للنشر، (2001).
95. زروق، جمال الدين .الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي، سبتمبر 2010.
96. زكريا يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، 2012.
97. زياد، رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، عمان: دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، (2002).
98. زيطاري، سامية. ديناميكية أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة ، غير منشورة، جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، 2004.
99. زيود ،لطيف ،آخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، سوريا: مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، العدد الأول، (2007).
100. سعد عبد اللطيف، أحمد ، بورصة الأوراق المالية، مصر : الدار الجامعية، (1998).
101. سعيد توفيق، عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مصر: مكتبة عين شمس، (1998).
102. سعيد عبد الفتاح ،محمد، فريد الصحن، محمد، الإدارة العامة: المبادئ والتطبيق، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2003).
103. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة ورقلة: العلوم الاقتصادية، فرع: دراسات اقتصادية، السنة الجامعية 2005-2006،.
104. سلامة عيسى شطناوي، زكرياء، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الأردن :دار النفائس للنشر والتوزيع، (2009).
105. سميح مسعود، الموسوعة الاقتصادية مع ملاحق لأهم الاتفاقيات الاقتصادية العربية، الجزء الأول، عمان: دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2008).
106. سويلم، محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، مصر: الشركة العربية للنشر والتوزيع، بدون سنة طبع.
107. السيد جودة، صلاح. بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية والنشر، (2000).
108. السيد علي، عبد المنعم، سعد الدين العيسى، نزار، النقود والمصارف والأسواق المالية، عمان: دار الحامد، الطبعة الأولى، (2004).
109. السيد، أمين، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2006).
110. السبسي، صلاح منير، دراسات نظرية وتطبيقية (قضايا اقتصادية معاصرة)، القاهرة :دار غريب للطباعة والنشر التوزيع، (2003).

111. شحاتة، عبد الله، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب. متوفر على الموقع الإلكتروني iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/.../zzzz.doc (تاريخ المعاينة 2013/04/28)
112. الشديفات، خلدون، إدارة وتحليل مالي، الأردن، عمان، دار وائل للطباعة للنشر، الطبعة الأولى، (2001).
113. الشراور، محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، عمان: دار وائل، (2008).
114. شريف غياط، سهام بوفلفل. التداعيات الناجمة عن عالمية أزمة الرهن العقاري (أزمة منطقة اليورو نموذجاً)، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013.
115. الشطي، أيمن، وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، عمان: دار البداية، الطبعة الأولى، دون ذكر سنة النشر.
116. شمعون، شمعون، البورصة، الجزائر: الأطلس للنشر، (1999).
117. شوريجي عبد المولى، سيد. السياسة الاقتصادية وأداء القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 80، الكويت، 2010.
118. الشيخ، سعيد. الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، متوفر على الموقع الإلكتروني: <http://vb.arabsgate.com/showthread.php?t=502773>. (تاريخ المعاينة 2013/04/28)
119. صاطوري، الجودي، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2005-2006.
120. صالح، مفتاح. النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر في الفترة (1990-2000)، أطروحة دكتوراه الدولة، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم الاقتصادية، فرع النقود والمالية، السنة الجامعية 2002-2003.
121. صالح الحناوي، محمد، إبراهيم العبد، جلال، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2005).
122. صالح الحناوي، محمد، وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2004).
123. صالح القرشي، محمد، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، عمان: ثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، (2009).
124. صباحي، نوال. الإفصاح المحاسبي في ظل معايير المحاسبية الدولية (IAS/ IFRS) و أثره على جودة المعلومة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر: العلوم التجارية، فرع محاسبة وتدقيق، (2011).
125. صخري، عمر، اقتصاد المؤسسة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ط 4، (2006).
126. صقر، عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2003).
127. صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2012.
128. صندوق النقد العربي، البيطار، أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، جانفي 2002.
129. صندوق النقد العربي، الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.org.ae>
130. صواليلي، صدر الدين، النمو و التجارة الدولية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر: علوم اقتصادية، فرع اقتصاد قياسي، السنة الجامعية 2005-2006.
131. الصيرفي، محمد، نظم المعلومات الإدارية، الإسكندرية: مؤسسة حورس الدولية، الطبعة الأولى، (2005).

132. طرطار، أحمد، الترشيد الاقتصادي للطاقة الانتاجية في المؤسسة، الجزائر : ديوان المطبوعات الجامعية، (2001).
133. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، عدد 1 2010.
134. عاكوم، إبراهيم، أسواق الأوراق المالية العربية انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد العربي، الدائرة الاقتصادية والفنية، 2009، متوفر على الموقع الالكتروني <http://www.amf.org.ae/ar/content> (تاريخ المعاينة 2013/04/21)
135. عبد الحميد، عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2009).
136. عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة، الأزمة المالية العالمية اسباب وحلول من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، (2009).
137. عبد الرسول عبد جاسم، سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستثمار، مركز المستقبل للدراسات والبحوث، 2006، متوفر على الموقع الالكتروني (<http://mcsr.net/activities/018.html>) تاريخ المعاينة 2013/03/23.
138. عبد السلام عوض الله، صفوت .الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 - 2 أبريل 2009.
139. عبد السلام عوض الله، صفوت، الانصاح والشفافية والأثر على سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، جامعة الامارات العربية المتحدة : المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، 6-7-8 مارس 2006.
140. عبد العال حماد ، طارق، التقارير المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2002).
141. عبد العال حماد، طارق. التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، (2006).
142. عبد العال حماد، طارق. دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، القاهرة: الدار الجامعية، (2000).
143. عبد العال حماد، طارق. نموذج مقترح لقياس مستوى الشفافية في ضوء خصائص المنشآت في البيئة المصرية، جامعة عين شمس : كلية التجارة، مجلة الفكر المحاسبى، السنة العاشرة ، جوان 2006.
144. عبد العال حماد، طارق، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الإسكندرية: الدار الجامعية، (1999).
145. عبد العزيز النجار ، إبراهيم ، الأزمة المالية واصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2009).
146. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، مصر: الإسكندرية ، المكتب العربي الحديث، (2007) .
147. عبد العزيز محمد الخيل، سوق الأسهم السعودي: قراءة في التاريخ ورؤية للمستقبل، ورقة عمل مقدمة بمناسبة المنتدى الأول السوق المالية، المركز الاستشاري والتمويل، الرياض، (أفريل 2005).
148. عبد الفتاح أبو المكارم، وصفي، دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية، الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة، (2002).
149. عبد القادر، محمد. عبد القادر، عطية، اتجاهات حديثة في التنمية ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، (2003).

150. عبد المجيد المهيلمي، أداة النجاح في البورصة؛ التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، الطبعة الخامسة، القاهرة: البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، (2004).
151. عبد المطلب الأسرج، حسين، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، بنك الكويت الصناعي، العدد 79، ديسمبر 2004. متوفر على الموقع الإلكتروني www.gdnet.org/CMS/fulltext/1167293575_arab_stock.doc (تاريخ المعاينة 2012/08/08).
152. عبد المطلب، عبد المجيد، اقتصاديات النقود والبنوك (الاساسيات والمستجدات)، الاسكندرية: الدار الجامعية، (2010).
153. عبيدي، نعيمة، دور آليات الرقابة في تفعيل حوكمة المؤسسات-دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة: كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، (2009).
154. عجمية، محمد عبد العزيز، وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، مصر: الدار الجامعية، (2007).
155. عدون، ناصر دادي. الإدارة والتخطيط الاستراتيجي، الجزائر: دار المحمدية، (2001).
156. عرفات، تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة الأولى، (1999).
157. عريقات حربي محمد موسى، مبادئ الاقتصاد (التحليل الكلي)، عمان: دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، (2006).
158. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، (2010).
159. عطا غنيم، حسين، دراسات في التمويل، القاهرة: المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، (2005).
160. عطوان، مروان، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزائر العاصمة: ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، (2003).
161. عطون، مروان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني (مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، (2000).
162. عقل، مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سابق، (2006).
163. علي فضالة، أبو الفتوح، المحاسبة الدولية، مصر: دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، (1996).
164. علي ابراهيم العامري، محمد، الادارة المالية الحديثة، الأردن، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، (2013).
165. علي العقلا، محمد، الوظائف الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006.
166. علي القباني، ثناء، نظم المعلومات المحاسبية، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2003).
167. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة. الأزمة المالية العالمية حقيقتها .. أسبابها .. تداعياتها .. وسبل العلاج، الأردن: جامعة الزرقاء الخاصة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، (2009).
168. عليوة، السيد، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والارهاب الدولي، القاهرة: مركز القرار للاستشارات، الطبعة الثالثة، (2004).
169. عماد موسى، اثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، الملتقى الدولي حول القطاع الخاص في التنمية: التقييم والاستشراف، 23-25 ماس 2009، بيروت، متوفر على الموقع الإلكتروني:

170. الغرفة الصناعية والتجارية ، عبد السلام البسام، خالد. الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، جدة: المملكة العربية السعودية.
171. الغزالي، عبد الحميد ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج، متوفر على الموقع الالكتروني: <http://iefpedia.com/arab> (تاريخ الاطلاع 25-07-2013).
172. فرحات جمعة، السعيد، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الرياض: دار المريخ للنشر، (2000).
173. الفقى، فخرى الدين ، محمد وفاء، محمود. أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإيماني مع التطبيق على الاقتصاد الليبي. <http://www.lsm.ly/Arabic/Studies/Pages/StudiesDownload.aspx> (تاريخ المعاينة 2012/07/30).
174. فؤاد التميمي، ارشد، عزمي، أسامة ، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، (2004).
175. فوزي ملوخية، أحمد، نظم المعلومات الإدارية، الإسكندرية: مركز الإسكندرية للكتاب، (2009).
176. فوستر، جورج. تحليل القوائم المالية، ترجمة: على احمد كاججي، خالد. ولد فال محمد، إبراهيم. الرياض: دار المريخ للنشر، (2011).
177. قدي ،عبد المجيد، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ،مؤتمر حول الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ،جامعة الجنان ،طرابلس لبنان مارس 2009 .
178. قدي عبد المجيد. امكانية تطبيق مبادئ منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية بخصوص حوكمة الشركات في البلاد العربية الجزائر نموذجا، متوفر على الموقع <http://www.kantakji.com/media/1396/911.doc> : تاريخ المعاينة: 16-03-2016).
179. قرياقص، رسمية، أسواق المال، مصر: الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، (1999).
180. كامل ال شيب، دريد. الاسواق المالية والنقدية، عمان، الاردن، دار المسيرة للنشر والتوزيع، (2012).
181. كامل ال شيب، دريد، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، (2007).
182. كرشاش ، رحمة، بودخدخ، كريم، دور وكالات التقييط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية و التسبب فيها، الملنقى الدولي الثاني حول: الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيرها على اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة تبسة، 19-20 جوان 2013.
183. كريستيان ملدر، عين العاصفة -يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل، مجلة التمويل والتنمية ، المجلد 39، عدد 4، ديسمبر 2002.
184. كمال رزق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10-11 نوفمبر 2009.
185. كورتل ، فريد ، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، الملنقى الدولي: الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الاسلامي 13-14 مارس 2009، جامعة الجنان ، لبنان.
186. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ، الموقع الالكتروني <http://www.cosob.org>
187. لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، لبنان: مكتبة حسين العصرية، (2010).

188. لحمر ،خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية حالة البنوك الجزائرية- واقع وأفاق، مذكرة الماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر: علوم التسيير، فرع نقود ومالية ، السنة الجامعية:2004-2005 .
189. لطرش، الطاهر ، تقنيات البنوك، الجزائر :ديوان المطبوعات الجامعية، (2001).
190. للمعهد العربي للتخطيط ، http://www.arab-api.org/course14/c14_2_1.htm، تاريخ المعاينة (2012/08/08).
191. المبروك أبو زيد، محمد، المحاسبة الدولية وانعكاساتها على الدول العربية ، مصر :ايتراك للنشر والتوزيع ، (2005).
192. مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013.
193. مجيد الكرخي، فؤاد، تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية لمستخدم البيانات المالية، الطبعة الأولى، عمان: دار المناهج للنشر، (2001).
194. مجيد الموسوي، ضياء. البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة،(2005) .
195. محروس المدرس الاعظمي، محمد، الاسواق المالية(البورصات)من المنظور الشرعي والقانوني، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006.
196. محفوظ، جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية ، الجزء الأول، الجزائر العاصمة: دار هوم،(2002) .
197. محمد الحناوي ، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، مصر، (2007).
198. محمد امين الامام، صلاح الدين. اجراءات تجنب اثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الادارية والمالية ،جامعة الاسراء الخاصة .
199. محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، 6-7-8 مارس 2006.
200. محمد سعيد عبدالهادي، الادارة المالية-الاستثمار والتمويل والتحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار حامد ،عمان، الأردن الطبعة الاولى ، (2008).
201. محمد قاروب، ماجد، دور صناع السوق، ورقة عمل مقدمة خلال اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية تحت عنوان: السوق المالية السعودية، الواقع والمأمور، الرياض (نوفمبر 2005).
202. محمود الخطيب، محمد، الأداء المالي، الأردن، عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،(2010).
203. محمود الزبيدي ،حمزة، التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل. الأردن :مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، (2000).
204. محمود جاد الله، ادارة الأزمات، عمان : دار اسامة للنشر والتوزيع، (2008) .
205. محمود صالح عطية، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق ، مجلة ديالى ، العدد الرابع والخمسون، جامعة ديالى ، 2012 .

206. مراد، ناصر، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، جامعة فرحات عباس :المؤتمر الدولي
الازمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 20-21 أكتوبر 2009 .
207. مرصد التنافسية الوطني، تقرير التنمية المالية 2010، الأردن، متوفر على الموقع الالكتروني
http://www.jnco.gov.jo/static/Arabic/our_work_studies_ar.shtm (تاريخ المعاينة
2012/08/16).
208. مصر، الهيئة العامة للرقابة المالية، الموقع الالكتروني: <http://www.efsa.gov.eg>
209. مصطفى الشرفاوي، عبد الحكيم، العولمة المالية وامكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، (2005) .
210. مطر ، محمد ،الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني ، عمان ،الأردن: دار وائل للنشر، ط
2،(2006).
211. مطر، محمد، السويطي، موسى، التأسيس النظري للممارسات المحاسبية (في مجالات القياس العرض
الإفصاح)، الأردن: دار وائل، (2008).
212. معايير المحاسبة المصرية ، قائمة تعريف المصطلحات، متوفر على الموقع
الالكتروني http://www.efsa.gov.eg/content/efsa_ar/efsa2_merge_account/cont40.htm.
213. معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، عمان: دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، (2003).
214. المعهد العربي للتخطيط، التحليل الفني، متوفر على الموقع الالكتروني- [http://www.arab-](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-6.pdf)
[api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-6.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-6.pdf) (تاريخ المعاينة: 2015-08-17)
215. المملكة العربية السعودية، هيئة السوق المالية، الموقع الالكتروني <http://cma.org.sa>
216. المملكة المغربية، مركز الدراسات والأبحاث في القيم ،بنك القيم، متوفر على الموقع الالكتروني :
<http://www.alqiam.ma/Article.aspx?C=5636> (تاريخ المعاينة 2015-09-12)
217. منصور، طاهر، شحدة، حسين ، إستراتيجية التنويع والأداء المالي، دراسات العلوم الإدارية ،المجلد 30، العدد 2،
(2003).
218. منصوري، الزين، اليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة،
جامعة الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، تخصص نقود ومالية، ، السنة الجامعية:
2006/2005
219. المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، قياس وتقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي ،الشارقة، الإمارات
العربية المتحدة، (2009).
220. مهدي بلوافي، أحمد، البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن
صندوق النقد الدولي، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 21 ع 2، المملكة العربية السعودية
2008،
221. مهدي عطية موحى الجبوري، التمويل السلوكي ودوره في القرارات المالية، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية،
المجلد 22، العدد 4، 2014.
222. مهدي محسن العامري، صالح، إدارة والأعمال، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، (2007).
223. الناقة ، أحمد أبو الفتوح ، الأزمة المالية العالمية : الأسباب والأعراض والنتائج، جامعة ام القرى، متوفر على
الموقع الالكتروني <http://uqu.edu.sa/page/ar/43488> : (تاريخ المعاينة 2013/04/30)

224. نايف علوان، قاسم، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، (2012).
225. النجار، إبراهيم عبد العزيز، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي ، الإسكندرية: الدار الجامعية، (2009).
226. نزاري، رفيق. الاستثمار الأجنبي المباشر و النمو الاقتصادي دراسة حالة المغرب، الجزائر، تونس، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة باتنة :كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية 2007-2008 .
227. الهاشمي حجاج ،محمد، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة :علوم التسيير، السنة الجامعية 2011-2012.
228. هيلبرز، بول، كروجر، راسل، موريتي، ماريتا. مؤشرات الحیطة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002 .
229. ولد محمد عيسى، آثار وانعكاسات الأزمة المالية والاقتصادية على الاقتصاديات العربية، المؤتمر الدولي الازمة الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، 20-21 اكتوبر 2009 ، جامعة فرحات عباس.
230. وليم أندراوس، عاطف ،السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، الإسكندرية :مؤسسة شباب الجمعية ، (2005).
231. وليم اندوراس، عاطف، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، (2006).
232. يوسف أحمد، عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، عمان: دار الحامد، (2008).

233. A.Choinel. G.Rouyer, Les marchés financiers structures et acteurs, Paris: Edition Revue Banque, 8 ème Edition, (2003).
234. Aburland.j.y.Eglen, PMykitar dictionnaire de gestion ,Editions foucher ,Paris, (2000).
235. achelis Steven B, " Technical Analysis From A To Z". Equis international, (2003).
236. Arnould.daniel.la bourse et les produits boursiers.paris :ellipses ,(2004).
237. B, Quelin . J-L, arregle, Le Management Stratégique de Compétences, ellepses, Paris, (2000).
238. Béchu, Therry, Bertrand, Eric, L'analyse technique pratiques et méthodes, 5ème édition, economica, paris,(2003).
239. Brigham, Eugene F . Michael C, "Fundamentals Financial of Management" Bruce Rogovin , USA,(2005).
240. Chardoillet,Éric. et autres. L'essentiel des marchés financiers front office ,post-marché ,et gestion des risques , paris :eyrolles, (2010).
241. Disbarrieres «Nelly. LA Bourse et ses back-offices, Paris :Economica, 3 ème édition ,(2001).
242. Dmontier «Pascal. Marches efficients et comptabilité«encyclopédie comptabilité contrôle de gestion et audit «article64«Paris: (2001).
243. Donald Rutherford, routledge dictionary of economics, 2nd edition, ed. Routledge, New York, (2002).
244. Fredj Jawadi,Jean-michel sahut, Inefficiency et dynamique des marchés financiers, paris,l'harmattan,(2009).
245. G. Capelle-Blancard, finance d'entreprise, Chapitre 9 : L'évaluation des actions, pearson education, paris ,France,(2011).
246. G «Defosse. P «Balley, La bourse des valeurs, Alger: Edition Bouchène, 16ème édition, (1993).
247. Jean Pisani -Ferry, Will the crisis trigger a revival of the IMF? Bruegel policy contribution , October 2008.
248. Jeffrey Frankel ,a return to Saving, Views on the Economy and the World,
249. Jérôme Cabyl,Jacky Koehl, Analyse financière, 2e édition , pearson education, paris,(2012).
250. John J. Murphy. Technical analysis of the financial markets , New York Institute of Finance,usa,(1999) .
251. Leighton Vaughan Williams, Information Efficiency in Financial and Betting Markets, Cambridge University Press, 2005 .
252. Mamadou Konte, Investisseurs et Marchés Financiers : Du comportement des agents a la formation de prix d'équilibre, Doctorat, Sciences Economiques, l'université Pantheon Sorbonne - Paris 1, 2010.
253. Martin Sewell, Behavioural Finance , University of Cambridge, February 2007
254. Mishkin, Frederic S. Eakins , Stanley G . Financial Market and institutions , Addison Wesley Longman Inc . 3rd . ed . 2000 ,U . S . A
255. mouhoubi ,Salah, La face cachée de la crise financière mondiale, édition L'harmattan, paris ,2009.
256. P. topscalian , Les indices boursières sur action, Economica, Paris, (1996).
257. Paulc. tetlock, Does Liquidity Affect Securities Market Efficiency, march 2007,Columbia university.
258. Regis bourbonnais, Économétrie - Manuel et exercices corrigés, 5e édition, paris, dunod, (2003).
259. René Ricol, Rapport sur la crise financière, l'Union européenne ,septembre 2008.

260. Shiller R , J , Human Behavior and the Efficiency of the Financial System .New York , John Wiley & Sons,(1999).
261. Zvi bodie, et autres.finance, paris :Pearson éducation, 2 éme édition, (2007).
266. Ben S. Bernanke, non—monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, national bureau of economic research, January 1983.
267. Fama,Egnene F, Efficient capital markets: A review of Theory and empirical work, Journal of Finance, May 70,vol 25 Issue 2.
268. Hersh Shefrin. “Behavioral corporate finance”, [J].Journal of applied corporate finance, (2001).
269. Jay R. Ritter, Behavioral Finance, Pacific-Basin Finance Journal Vol. 11, No. 4, (September 2003).
270. Jacques Sapir, Les racines sociales de la crise financière Implications pour l’Europe.
271. Moseley, F. The US Economic Crisis: Causes and Solution. Mount Holyoke College. Article presented in I International Congress of Research and Political Debate, Buenos Aires: October 30th to November 1st, 2008 , Argentina.
272. Philip R. Lane, The European Sovereign Debt Crisis, Journal of Economic Perspectives,Volume 26, Number 3,Summer 2012.
273. Ping, Lee, Tham Yean, "Malaysia Ten Years After the Asian Financial Crisis", Asian Surve: Nov/Dec 2007. Vol. 47, No. 6.
274. Radhakrishnan Gopalan, and other, Asset Liquidity and Stock Liquidity, journal of financial and quantitative analysis, Vol. 47, No. 2, Apr. 2012.
275. Rafael la porta, and others, Investor protection and corporate governance, Journal of Financial Economics, 58, (2000).
276. Rajan, Ramkishen, "Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples from East Asia", Journal of Economic Education , 2007, Vol. 38, No. 1.
- 277.Accounting tools, Financial Ratios, Market Value Added , Website :
<http://www.accountingtools.com/market-value-added>
- 278.Banque de France ,Définition de la politique monétaire, site web :
<https://www.banque-france.fr/politique-monetaire/presentation-de-la-politique-monetaire/definition-de-la-politique-monetaire.html>(date de consultation 15-08-2014)
- 279.Banque populaire rives paris , L’analyse fondamentale, option finance expertise , mai 2009.
http://www.rivesparis.banquepopulaire.fr/portailinternet/Editorial/Lists/DocEditoList/informations-financieres/analyse_fondamentale.pdf (date de consultation 15-08-2014)
- 280.Bartolomé Deyá Tortella, Sandro Brusco . The Economic Value Added: An Analysis of Market Reaction,p2, website:
http://dea.uib.cat/digitalAssets/123/123505_tdeyaeva.pdf (consultation date31-07-2015)
- 281.Bourse d’Alger, Conditions d’admission, Marché Principal, site web :
<http://www.sgbv.dz/?page=rubrique&lang=fr&mod=78>(date de consultation :02/09/2015)

282. Bureau international du Travail, Tendances mondiales de l'emploi 2012 Prévenir une aggravation de la crise de l'emploi, 2012.
283. Christophe, barraud. Luc ,paugam. Elements de finance comportementale, Université Paris-Dauphine, site web : http://www.christophe-barraud.com/wp-content/uploads/2013/04/Elements_de_finance_comportementale.pdf (consultation date 13/09/2014)
284. commission de coopération environnementale, Divulgence de l'information environnementale dans les états financiers : bilan et recommandations, website :
285. cosob, Les Professionnels du marché ,Le décret législatif n° 93/10, modifié et complété, du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières, algerie, <http://www.cosob.org/les-professionnels-du-marche-iob.htm> (date de consultation 17/08/2012).
286. Définition de crise, Toupictionnaire" : le dictionnaire de politique <http://www.toupie.org/Dictionnaire/Crise.htm>
287. Définition de Système financier - Lexique de finance, web site: http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_systeme_financier.html)consultation date 11/12/2011(.
288. Département de l'information des Nations Unies, En Europe, les effets de la crise de la dette continuent de déprimer l'économie régionale, Situation et perspectives de l'économie mondiale 2013, 17 janvier 2013.
289. Egidijus Bikas, Behavioural Finance: The Emergence and Development Trends, Procedia - Social and Behavioral Sciences 82 (2013) 870 – 876
290. European Union, European Securities and Markets Authority, who we are , web site: <http://www.esma.europa.eu/page/esma-short> (consultation date 27/08 /2012)
291. Eurostat, Le taux de chômage à 12,1% dans la zone euro à 10,9% dans l'UE27, communiqué de presse, 70/2013 - 30 avril 2013. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-30042013-BP/FR/3-30042013-BP-FR.PDF
292. Financial stability, European Central Bank (ECB), website: <http://www.ecb.int/home/glossary/html/glossf.en.html>, (consultation date 18/07/2012).
293. financial stability, reserve bank of Australia , website: <http://www.rba.gov.au/financial-stability/index.html> consultation date 18/07/2012.
294. Financial System Soundness, International Monetary Fund, March 30, 2012, web site:
295. financial system stability, Central Bank of Sri Lanka, October 2005, website: www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10.../pl_2.pdf (consultation date 20/07/2012).
296. Frederic Mishkin, et autres, Monnaie banque et marchés financiers , paris : pearson. (2010). Site web : <http://books.google.fr/books?id=JD-zQj6PqN8C&pg=PA36&dq=Le+march%C3%A9+mon%C3%A9taire&hl=fr&sa=X&ei=iIHIT9isFa714QSqvDEAQ&ved=0CEcQ6AEwAg#v=onepage&q=Le%20march%C3%A9%20mon%C3%A9taire&f=false>)consultation date 23/02/2012(.
297. Gabriele di filippo, essais sur la modelisation de la dynamique du taux de change a travers les enseignements de la finance comportementale, doctorat , sciences économiques, universite paris dauphine, ecole doctorale edocif, 2011.

298. Garry J Schinasi, Préserver la stabilité financière, fonds monétaire international, publication services, (2006) ,site web :<http://books.google.fr> (consulter le 21/09/2012)
299. Government Accountability Office, The Debt Limit: History and Recent Increases, September 8, 2010 .
300. Gregory T. Fraker ,Using Economic Value Added (EVA) to Measure and Improve Bank Performance, 2006 Paper Writing Contest RMA – Arizona Chapter, website: <http://www.rmaaz.org/pictures/measuringbankperformance.pdf>
301. Impavido, Gregorio. and others. The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets, policy research working paper, The World Bank, January 2003,
302. Insee, taux de chômage , website: http://www.insee.fr/fr/themes/tableau.asp?reg_id=98&ref_id=CMPPDD004
303. investopedia ,Mental Accounting, web site: <http://www.investopedia.com/terms/m/mentalaccounting.asp> (consultation date 13/09/2014)
304. investopedia ,What is Value ,web site : <http://www.investopedia.com/terms/v/value.asp> (consultation date 18/07/2014)
305. Jeff Haden, Should You Track Economic Value Added, website: <http://www.inc.com/jeff-haden/what-is-economic-value-added.html> (consultation date 31-07-2015).
306. José Angelo Mazzillo Júnior, the structure of the us banking system and banking supervision, The George Washington University, web site:
307. L'Agence Nationale pour la Promotion de l'Innovation et de la Recherche au Luxembourg, Cycle de vie, 2008, site web : <http://www.innovation.public.lu/fr/ir-entreprise/techniques-gestion-innovation/outils-gestion-strategique/080907-Cycle-de-vie-fr.pdf>
308. La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, bulletin n° 134 – février 2005, p06, site web : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etu_des_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf (consultation date 25-07-2015)
309. La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, bulletin n° 134 – février 2005, p06, site web : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etu_des_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf (consultation date 25-07-2015)
310. La banque de France, Mesures de la rentabilité des entreprises, BULLETIN N° 134 – FÉVRIER 2005, p06, site web : https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_134_etu_1.pdf (consultation date 25-07-2015)
311. Le groupe wikipedia, Crise financière, dans : wikipedia : the free encyclopedia,
312. Lesechos, Lexique financier, définition de valeur , web site : http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_valeur.html
313. Loi N° 03-04 du 16 Dhou El Hidja 1423 correspondant au 17 février 2003 modifiant et complétant le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la Bourse des valeurs mobilières <http://www.cosob.org/reglementation-lois.htm> (date de consultation : 25/08/2012).

- 314.M. Thenmozhi, market value added and share price behavior an empirical study of Business companies, Delhi Business Review ? Vol. 1, No. 1, Jan.2000,website :
- 315.M.Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers, web site:
<http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2005-4.htm>(date de consultation 11/09/2014) .
- 316.markku kaustia, Disposition Effect, finland :Aalto University, web site:
finance.aalto.fi/en/people/.../disposition_effect.pdf(consultation date 13/09/2014)
- 317.Markowitz model , Rai University,web site
<http://www.psnacet.edu.in/courses/MBA/sapm/lecture-29.pdf>
- 318.oecd, Financial system, definition, Glossary of statistical terms, web site:
<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6189> (consultation date: 23/02/2012).
- 319.pascal salin, La crise financière : causes, conséquences, solutions, Institut Constant de Rebecque, p11, institutconstant.ch/pdf/IC-Salin-crise-financiere.pdf (consulter le 13/10/2001)
- 320.Pascal, Salin. La crise financière : causes ,conséquences, solutions, l'Institut Constant de Rebecque,2009,p1-2. http://www.bulletin-numismatique.fr/bn/bn068/images/ic_salin_crise_financiere_1.pdf (20/08/2012)
321. Robert Mathieu, Suzanne Paquette, note sur l'effet jour, canada : Université Laval, finéco, vol. 7, No 1, 1er semestre 1997,
website:<http://www.fsa.ulaval.ca/fineco/volume7/mathieu.pdf> (date de consultation 11/09/2014)
- 322.S&P 500 index ,yahoo finance,(date de consultation 2-8-2014)
- 323.Statistique de la lettre n°98 : Les introductions en Bourse dans le monde au premier semestre 2011,
http://www.vernimmen.net/html/lettre/articles_statistiques/Lettre_98_introductions_e_n_bourse_au_premier_semestre_2011_dans_le_monde.html
- 324.Steven Radelet, Jeffrey D. Sachs, The Onset of the East Asian Financial Crisis, University of Chicago Press, <http://www.nber.org/chapters/c8691>
- 325.Stijn Claessens , M. Ayhan Kose, Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper,Research Department, International Monetary Fund, website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf (date of consultation 27/04/2013)
- 326.Stijn Claessens . M. Ayhan Kose, Financial Crises:Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper,Research Department, International Monetary Fund, website: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1328.pdf (date of consultation 27/04/2013)
327. Stock Exchange, Farlex Financial Dictionary, 2012, website: <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Stock+market>
- 328.Stockcharts, Support and resistance, web site:
http://stockcharts.com/school/doku.php?id=chart_school:chart_analysis:support_and_resistance , (consultation date :15-08-2015)
- 329.The PEW center on the states, The Debt Ceiling Debate: How a federal could impact states and cities, July, 2011.
330. Treasury direct ,historical Debt Outstanding - Annual 2000 – 2012 .
http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo5.htm(consultation date 15/08/2013)

331. U.S. Securities and Exchange Commission , What We Do, web site:
<https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (consultation date 27/08 /2012)
332. Us, securities and exchange commission, Manipulation , website :
<http://www.sec.gov/answers/tmanipul.htm>
333. Us. Department of the treasury, financial stability, Glossary, Secondary Market,
website: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/glossary/Pages/Default.aspx>(consultation date 24/07/2012).
334. wfe , 2013 WFE Market Highlights, 28 January 2014,web site: http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf (consultation date 24-01-2014)

الملاحق

الملحق رقم (01): النماذج الثلاثة لاختبار دلكي فولر المطور ADF لمؤشر

DZAIINDEX

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DZAIINDEX

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DZAIINDEX

Null Hypothesis: DZAIINDEX has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.786054		0.8825	
Test critical values:				
1% level	-2.568169			
5% level	-1.941262			
10% level	-1.615404			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DZAIINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:41 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DZAIINDEX(-1)	0.000179	0.000228	0.786054	0.4321
R-squared	-0.000398	Mean dependent var	0.259541	
Adjusted R-squared	-0.000398	S.D. dependent var	7.330083	
S.E. of regression	7.331542	Akaike info criterion	6.823633	
Sum squared resid	38754.84	Schwarz criterion	6.829979	
Log likelihood	-2462.331	Hannan-Quinn criter.	6.826083	
Durbin-Watson stat	1.961956			

Null Hypothesis: DZAIINDEX has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.379743		0.9881	
Test critical values:				
1% level	-3.970814			
5% level	-3.416283			
10% level	-2.130308			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DZAIINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:40 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DZAIINDEX(-1)	-0.000798	0.002103	-0.379743	0.7042
C	1.880652	2.260557	0.831994	0.4057
@TREND("1/03/2008")	-0.001860	0.001556	-1.195259	0.2324
R-squared	0.004049	Mean dependent var	0.259541	
Adjusted R-squared	0.001279	S.D. dependent var	7.330083	
S.E. of regression	7.325395	Akaike info criterion	6.824718	
Sum squared resid	38652.56	Schwarz criterion	6.843757	
Log likelihood	-2460.723	Hannan-Quinn criter.	6.830067	
F-statistic	1.461529	Durbin-Watson stat	1.968490	
Prob(F-statistic)	0.232569			

Null Hypothesis: DZAIINDEX has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=19)				
	t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.222099		0.6666	
Test critical values:				
1% level	-3.439180			
5% level	-2.865327			
10% level	-2.568843			
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DZAIINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:40 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DZAIINDEX(-1)	-0.002160	0.001768	-1.222099	0.2221
C	2.826718	2.118256	1.334455	0.1825
R-squared	0.002070	Mean dependent var	0.259541	
Adjusted R-squared	0.000584	S.D. dependent var	7.330083	
S.E. of regression	7.327576	Akaike info criterion	6.823933	
Sum squared resid	38659.22	Schwarz criterion	6.836625	
Log likelihood	-2461.440	Hannan-Quinn criter.	6.828832	
F-statistic	1.493527	Durbin-Watson stat	1.961913	
Prob(F-statistic)	0.222070			

الملحق رقم (02): نماذج اختبار PP لمؤشر DZAIRINDEX

Phillips-Perron Unit Root Test on DZAIRINDEX					Phillips-Perron Unit Root Test on DZAIRINDEX				
Null Hypothesis: DZAIRINDEX has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: DZAIRINDEX has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		Adj. t-Stat		Prob.*			Adj. t-Stat		Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-0.660936		0.9746	Phillips-Perron test statistic		-1.273715		0.6434
Test critical values:	1% level	-3.970814			Test critical values:	1% level	-3.439180		
	5% level	-3.416053				5% level	-2.865327		
	10% level	-3.130308				10% level	-2.568843		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				53.43846	Residual variance (no correction)				53.54463
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				85.69287	HAC corrected variance (Bartlett kernel)				88.26623
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DZAIRINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:41 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DZAIRINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:41 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DZAIRINDEX(-1)	-0.000798	0.002103	-0.379743	0.7042	DZAIRINDEX(-1)	-0.002160	0.001768	-1.22099	0.2221
C	1.880852	2.260657	0.831994	0.4057	C	2.826718	2.118256	1.334455	0.1825
(@TREND("1/03/2008"))	-0.001860	0.001556	-1.195259	0.2324					
R-squared	0.004049	Mean dependent var		0.259541	R-squared	0.002070	Mean dependent var		0.259541
Adjusted R-squared	0.001279	S.D. dependent var		7.330083	Adjusted R-squared	0.000684	S.D. dependent var		7.330083
S.E. of regression	7.325395	Akaike info criterion		6.824718	S.E. of regression	7.327576	Akaike info criterion		6.823933
Sum squared resid	38582.56	Schwarz criterion		6.843757	Sum squared resid	38659.22	Schwarz criterion		6.836425
Log likelihood	-2460.723	Hannan-Quinn criter.		6.832067	Log likelihood	-2461.440	Hannan-Quinn criter.		6.828832
F-statistic	1.461529	Durbin-Watson stat		1.968490	F-statistic	1.493527	Durbin-Watson stat		1.961913
Prob(F-statistic)	0.232569				Prob(F-statistic)	0.222070			

Phillips-Perron Unit Root Test on DZAIRINDEX				
Null Hypothesis: DZAIRINDEX has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		Adj. t-Stat		Prob.*
Phillips-Perron test statistic		0.570339		0.8393
Test critical values:	1% level	-2.568169		
	5% level	-1.941262		
	10% level	-1.616404		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				53.67706
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				88.57523
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(DZAIRINDEX) Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:42 Sample (adjusted): 1/07/2008 12/31/2014 Included observations: 722 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DZAIRINDEX(-1)	0.000179	0.000228	0.786054	0.4321
R-squared	-0.000398	Mean dependent var		0.259541
Adjusted R-squared	-0.000398	S.D. dependent var		7.330083
S.E. of regression	7.331542	Akaike info criterion		6.823633
Sum squared resid	38754.84	Schwarz criterion		6.829979
Log likelihood	-2462.331	Hannan-Quinn criter.		6.826083
Durbin-Watson stat	1.961556			

الملحق رقم (03): نماذج اختبار KPSS لمؤشر DZAIRINDEX

KPSS Unit Root Test on DZAIRINDEX

Null Hypothesis: DZAIRINDEX is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 22 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	LM-Stat.			
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.511129			
Asymptotic critical values:	0.216000			
1% level	0.146000			
5% level	0.119000			
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)	16815.61			
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	377182.6			
KPSS Test Equation Dependent Variable: DZAIRINDEX Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:42 Sample: 1/03/2008 12/31/2014 Included observations: 723				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1044.101	9.648690	108.2117	0.0000
@TREND("1/03/2008")	0.399396	0.023139	17.26086	0.0000
R-squared	0.292400	Mean dependent var	1188.283	
Adjusted R-squared	0.291419	S.D. dependent var	154.2634	
S.E. of regression	129.8548	Akaike info criterion	12.57347	
Sum squared resid	12157688	Schwarz criterion	12.58615	
Log likelihood	-4543.310	Hannan-Quinn criter.	12.57837	
F-statistic	297.9372	Durbin-Watson stat	0.003188	
Prob(F-statistic)	0.000000			

KPSS Unit Root Test on DZAIRINDEX

Null Hypothesis: DZAIRINDEX is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 22 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
	LM-Stat.			
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	1.481736			
Asymptotic critical values:	0.739000			
1% level	0.463000			
5% level	0.347000			
10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)	23764.28			
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	535522.6			
KPSS Test Equation Dependent Variable: DZAIRINDEX Method: Least Squares Date: 03/22/16 Time: 17:42 Sample: 1/03/2008 12/31/2014 Included observations: 723				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1188.283	5.737119	207.1220	0.0000
R-squared	0.000000	Mean dependent var	1188.283	
Adjusted R-squared	-0.000000	S.D. dependent var	154.2634	
S.E. of regression	154.2634	Akaike info criterion	12.91658	
Sum squared resid	17181582	Schwarz criterion	12.92292	
Log likelihood	-4668.345	Hannan-Quinn criter.	12.91903	
Durbin-Watson stat	0.002258			

الملحق رقم (04): النماذج الثلاثة لاختبار دلكي فولر المطور ADF لمؤشر TASI

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TASI					Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TASI				
Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=25)					Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=25)				
			t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.533739	0.0361	Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.544370	0.0051
Test critical values:					Test critical values:				
1% level			-3.962740		1% level			-3.433493	
5% level			-3.412107		5% level			-2.862815	
10% level			-3.127970		10% level			-2.567495	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:27 Sample (adjusted): 10 1965 Included observations: 1956 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:26 Sample (adjusted): 10 1965 Included observations: 1956 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.058626	0.016590	-3.533739	0.0004	TASI(-1)	-0.058147	0.015955	-3.644370	0.0003
D(TASI(-1))	-0.766027	0.026819	-28.56293	0.0000	D(TASI(-1))	-0.766491	0.026451	-28.97740	0.0000
D(TASI(-2))	-0.636889	0.031705	-20.08778	0.0000	D(TASI(-2))	-0.637336	0.031416	-20.28710	0.0000
D(TASI(-3))	-0.528861	0.034323	-15.40822	0.0000	D(TASI(-3))	-0.529280	0.034085	-15.52803	0.0000
D(TASI(-4))	-0.432616	0.035426	-12.21191	0.0000	D(TASI(-4))	-0.432998	0.035233	-12.28964	0.0000
D(TASI(-5))	-0.295644	0.034987	-8.450179	0.0000	D(TASI(-5))	-0.295973	0.034839	-8.495488	0.0000
D(TASI(-6))	-0.198345	0.032991	-6.012117	0.0000	D(TASI(-6))	-0.198613	0.032885	-6.039524	0.0000
D(TASI(-7))	-0.110390	0.029274	-3.770899	0.0002	D(TASI(-7))	-0.110584	0.029209	-3.785920	0.0002
D(TASI(-8))	-0.086384	0.022612	-3.820262	0.0001	D(TASI(-8))	-0.086490	0.022584	-3.829753	0.0001
C	29919.67	10957.88	2.720496	0.0066	C	30513.78	9455.836	3.226978	0.0013
@TREND("1")	0.857474	8.099898	0.105862	0.9157					
R-squared	0.409439	Mean dependent var	0.518313		R-squared	0.409435	Mean dependent var	0.518313	
Adjusted R-squared	0.406402	S.D. dependent var	252386.2		Adjusted R-squared	0.406704	S.D. dependent var	252386.2	
S.E. of regression	194451.7	Akaike info criterion	27.19936		S.E. of regression	194402.3	Akaike info criterion	27.19836	
Sum squared resid	7.35E+13	Schwarz criterion	27.23074		Sum squared resid	7.35E+13	Schwarz criterion	27.22687	
Log likelihood	-26589.98	Hannan-Quinn criter.	27.21090		Log likelihood	-26589.98	Hannan-Quinn criter.	27.20883	
F-statistic	134.8477	Durbin-Watson stat	2.009577		F-statistic	149.9057	Durbin-Watson stat	2.009608	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on TASI				
Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: None Lag Length: 8 (Automatic - based on SIC, maxlag=25)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.589452	0.0863
Test critical values:				
1% level			-2.566145	
5% level			-1.940986	
10% level			-1.616591	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:27 Sample (adjusted): 10 1965 Included observations: 1956 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.012561	0.007435	-1.689452	0.0913
D(TASI(-1))	-0.806263	0.023461	-34.36615	0.0000
D(TASI(-2))	-0.672104	0.029582	-22.72024	0.0000
D(TASI(-3))	-0.559265	0.032874	-17.01257	0.0000
D(TASI(-4))	-0.458258	0.034435	-13.30784	0.0000
D(TASI(-5))	-0.316290	0.034348	-9.208404	0.0000
D(TASI(-6))	-0.214205	0.032607	-6.569280	0.0000
D(TASI(-7))	-0.121395	0.029087	-4.173580	0.0000
D(TASI(-8))	-0.092300	0.022566	-4.090196	0.0000
R-squared	0.406275	Mean dependent var	0.518313	
Adjusted R-squared	0.403836	S.D. dependent var	252386.2	
S.E. of regression	194871.6	Akaike info criterion	27.20266	
Sum squared resid	7.39E+13	Schwarz criterion	27.22833	
Log likelihood	-26595.20	Hannan-Quinn criter.	27.21210	
Durbin-Watson stat	2.011181			

الملحق رقم (05): نماذج اختبار PP لمؤشر TASI

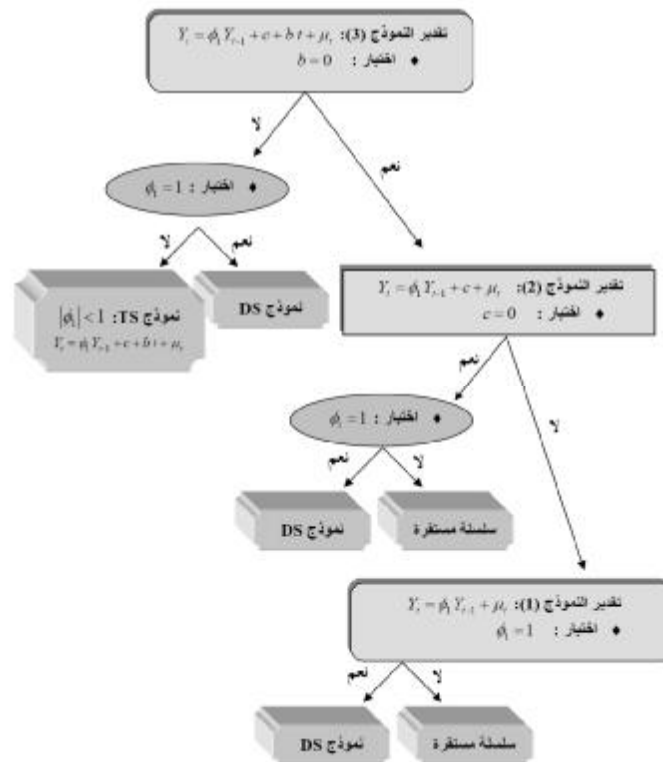
Philips-Perron Unit Root Test on TASI					Philips-Perron Unit Root Test on TASI				
Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 31 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 31 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		Adj. t-Stat		Prob.*			Adj. t-Stat		Prob.*
Philips-Perron test statistic					Philips-Perron test statistic				
Test critical values: 1% level					Test critical values: 1% level				
8% level					8% level				
10% level					10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)					Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
Philips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:29 Sample (adjusted): 2 1965 Included observations: 1964 after adjustments					Philips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:29 Sample (adjusted): 2 1965 Included observations: 1964 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.314869	0.016470	-19.11763	0.0000	TASI(-1)	-0.298967	0.016100	-18.56972	0.0000
C	125412.3	12290.71	10.20383	0.0000	C	156246.4	9913.763	15.76057	0.0000
(TREND("1"))	39.83667	9.459660	4.211215	0.0000					
R-squared	0.157107	Mean dependent var	0.186151		R-squared	0.149484	Mean dependent var	0.186151	
Adjusted R-squared	0.155247	S.D. dependent var	251871.4		Adjusted R-squared	0.149050	S.D. dependent var	251871.4	
S.E. of regression	231359.1	Akaike info criterion	27.54286		S.E. of regression	232343.6	Akaike info criterion	27.55084	
Sum squared resid	1.05E+14	Schwarz criterion	27.55138		Sum squared resid	1.06E+14	Schwarz criterion	27.55663	
Log likelihood	-27044.08	Hannan-Quinn criter.	27.54599		Log likelihood	-27052.93	Hannan-Quinn criter.	27.55293	
F-statistic	182.7550	Durbin-Watson stat	2.529379		F-statistic	344.8345	Durbin-Watson stat	2.550680	
Prob(F-statistic)	0.000000				Prob(F-statistic)	0.000000			

Philips-Perron Unit Root Test on TASI				
Null Hypothesis: TASI has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 26 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
		Adj. t-Stat		Prob.*
Philips-Perron test statistic				
Test critical values: 1% level				
8% level				
10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
Philips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(TASI) Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:30 Sample (adjusted): 2 1965 Included observations: 1964 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.083611	0.009035	-9.254460	0.0000
R-squared	0.041806	Mean dependent var	0.186151	
Adjusted R-squared	0.041806	S.D. dependent var	251871.4	
S.E. of regression	246550.3	Akaike info criterion	27.66903	
Sum squared resid	1.19E+14	Schwarz criterion	27.67187	
Log likelihood	-27169.99	Hannan-Quinn criter.	27.67007	
Durbin-Watson stat	2.844912			

الملحق رقم (06): نماذج اختبار KPSS لمؤشر TASI

KPSS Unit Root Test on TASI					KPSS Unit Root Test on TASI				
Null Hypothesis: TASI is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: TASI is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 33 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
LM-Stat.					LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic					Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic				
Asymptotic critical values:					Asymptotic critical values:				
1% level					1% level				
5% level					5% level				
10% level					10% level				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)					*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)					Residual variance (no correction)				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					HAC corrected variance (Bartlett kernel)				
KPSS Test Equation Dependent Variable: TASI Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:32 Sample: 1 1965 Included observations: 1965					KPSS Test Equation Dependent Variable: TASI Method: Least Squares Date: 03/03/16 Time: 11:31 Sample: 1 1965 Included observations: 1965				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	384103.8	14314.62	27.53155	0.0000	C	522359.0	7360.833	71.06120	0.0000
(@TREND("t"))	130.6061	12.62345	10.34713	0.0000					
R-squared	0.051720	Mean dependent var	522359.0		R-squared	0.000000	Mean dependent var	522359.0	
Adjusted R-squared	0.051237	S.D. dependent var	325850.1		Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	325850.1	
S.E. of regression	317352.6	Akaike info criterion	28.17468		S.E. of regression	325850.1	Akaike info criterion	28.22677	
Sum squared resid	1.98E+14	Schwarz criterion	28.18037		Sum squared resid	2.09E+14	Schwarz criterion	28.22961	
Log likelihood	-27679.63	Hannan-Quinn criter.	28.17677		Log likelihood	-27731.80	Hannan-Quinn criter.	28.22782	
F-statistic	107.0630	Durbin-Watson stat	0.629744		Durbin-Watson stat	0.597174			
Prob(F-statistic)	0.000000								

الملحق رقم (07): الاستراتيجية المبسطة لاختبارات الجذر الوحدوي



الملحق رقم(08): نموذج الانحدار التجميعي المقدر لنموذج السعر				
Dependent Variable: PRICE Method: Panel Least Squares Date: 02/23/16 Time: 22:30 Sample: 2006 2014 Periods included: 9 Cross-sections included: 24 Total panel (balanced) observations: 216				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BV	-0.042631	0.087287	-0.488405	0.6258
P_BV	1.109778	0.442171	2.509837	0.0129
EPS	0.196799	0.308397	0.638136	0.5242
P_E	0.000142	0.000197	0.720475	0.4721
C	34.18405	1.572608	21.73718	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Mean dependent var				
R-squared	0.771024	var	37.24624	
Adjusted R-squared	0.738139	S.D. dependent var	27.16079	
Akaike info criterion				
S.E. of regression	13.89882	criterion	8.221908	
Sum squared resid	36317.30	Schwarz criterion	8.659444	
Hannan-Quinn				
Log likelihood	-859.9660	criter.	8.398673	
F-statistic	23.44614	Durbin-Watson stat	1.043624	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم(09): نموذج التأثيرات الثابتة المقدر لنموذج السعر				
Dependent Variable: PRICE Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 02/23/16 Time: 22:43 Sample: 2006 2014 Periods included: 9 Cross-sections included: 24 Total panel (balanced) observations: 216 Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BV	-0.083168	0.081177	-1.024522	0.3068
P_BV	0.892482	0.415821	2.146314	0.0330
EPS	0.984820	0.289727	3.399130	0.0008
P_E	4.96E-05	0.000194	0.255888	0.7983
C	33.07583	2.402684	13.76620	0.0000
Effects Specification				
S.D.				
Rho				
Cross-section random			8.969166	0.2940
Idiosyncratic random			13.89882	0.7060
Weighted Statistic				
R-squared	0.100443	Mean dependent var	17.09348	
Adjusted R-squared	0.083390	S.D. dependent var	17.21938	
S.E. of regression	16.48598	Sum squared resid	57347.20	
F-statistic	5.889976	Durbin-Watson stat	0.820212	
Prob(F-statistic)	0.000164			
Unweighted Statistic				
R-squared	0.188037	Mean dependent var	37.24624	
Sum squared resid	128783.3	Durbin-Watson stat	0.410403	

Abstract:

In view of the massive effect of the stock markets by the alternating financial crisis, and the huge debate about the efficiency of these markets, in regard of these crisis; especially the world financial crisis of 2008 that caused the world economy a big financial hardship, especially in the stock markets that most of them regressed highly after the Lehman brothers bank announced its Bankruptcy, regarding the different fulfilled performances of its included companies.

Thus, this study aims at knowing the extent of financial performance contributions of the companies included among the stock market in the evaluation of the ordinary stocks to reach their fair value, this is in comparison to the rest of information sources in this market. And to search whether the stock market differentiates between companies that are financially good, and those who are not financially good during financial crisis, by the reflection of this differentiation on the trust of the investor, personifies in the market prices of ordinary stocks and the trading volume, then on the market value of the company.

To achieve this study's prospects; the efficiency of the understudy stock markets was tested on the law level by means of a number of tests, DF, ADF, Philips-Perron, KPSS, along with an empirical study using Panel modals to study the effect of the financial performance's index on the stock prices and the trading volume during the study period (2006-2014).

The study concluded the inefficiency of the official market of the Algerian Bourse and Saudi shares' market on the law level, it was also clear that Saudi shares' market is unable to make the deference among the included companies on the base of the financial performances during the period (2006-2014), because both market and investor's trust are more effected by the information related to the world economy and macroeconomics than sectoral information and those related to with the included companies.

Key words: Stock markets efficiency, financial performance, financial crisis, regular shares' evaluation, investor's trust.