

## الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها في ظل الأزمة المالية العالمية

د. عبد الوهاب رميدي، أستاذ محاضر أ، جامعة المدينة

remidi2010@yahoo.fr

عبد القادر موزاوي، أستاذ مؤقت، جامعة المدينة

kadirofinance21@yahoo.fr

### المقدمة:

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة إهتماما متزايدا في موضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها وفي إمكانية الربط فيما بينها ، وقد جاء هذا الإهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى رجال المال والسياسة بأن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الإقتصادي وتقليل الإعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية .

وتشكل الأسواق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية وتشجيع حركة إنتقال هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية.

غير أن قضية تنمية بورصات الأوراق المالية العربية وإيجاد وسائل الربط فيما بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي ، حيث أن تطوير وانفتاح هذه البورصات أصبح يشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية العربية المشتركة وتعزيز التكامل الإقتصادي العربي .

وتأتي هذه المداخلة لدراسة تطور وواقع الأسواق المالية في الدول العربية حيث قسمناها إلى محورين: ننظر في المحور الأول إلى الأسواق المالية العربية أما المحور الثاني فننظر إلى تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية.

**المحور الأول : نشأة الأسواق المالية العربية ومعوقاتهما**

وقد تناولنا في هذا المحور نشأة هذه الأسواق وكذلك المعوقات المختلفة التي تعيق تطورها:

**1 نشأة أسواق الأوراق المالية العربية**

يوجد في أغلب الدول العربية أسواق الأوراق المالية، ولقد أدركت الدول العربية أهمية هذه السوق، إلا أنها تتباين من سوق لآخر، من حيث درجة التنظيم والتطور ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي هي في إطار الإصلاح والمجموعة الثالثة تضم الأسواق التي هي بصدد الإنشاء، وسيتم تجسيد هذه المجموعات من خلال ثلاثة مطالب هي :

- بورصات دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية؛

- بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية؛

- بورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء وتكوين في الدول التي أعطت القطاع

العام الدور الأساسي في التنمية.

**1-1 بورصات دول الفئاض المالي والحرية الاقتصادية.**

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في الاقتصاديات

الحرية، والتي تتمتع بفوائض مالية، سوف نأخذ عينة من هذه الأسواق وهي<sup>1</sup>:

- السوق السعودي للأوراق المالية - سوق البحرين للأوراق المالية؛

**أ- السوق السعودي للأوراق المالية**

شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً، كما تؤكد مؤسسة النقد العربي السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية المصدرة محلياً على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

**ب- سوق البحرين للأوراق المالية**

استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دوراً حيوياً في تجارة ترانزيت Transit وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم الخليج العربي أن تشكل مركز

جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين<sup>2</sup>.

ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957م وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية وصناعية في البلاد خلال عقدي الستينيات والسبعينيات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينيات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي " سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق أوراق المالية. كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي وبحكم كونها مركز ماليا، إقليميا ودوليا.

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

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.
- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.
- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل.
- تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ الطلب الإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحا.
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.
- رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

## 1-2 بورصات دول العجز المالي والحرية الاقتصادية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى البورصات التي تعاني من العجز المالي في ظل الحرية الاقتصادية وتتمثل بعض هذه الأسواق في :

- بورصة عمان - الهيئة العامة لسوق المال بمصر؛

#### أ- بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات من القرن العشرين حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء وقد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978 م .

وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير منظم ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 م<sup>3</sup>.

ب- **الهيئة العامة لسوق المال بمصر:** فسوق المالية المصرية يعد من أقدم الأسواق المالية فقد تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 م تابعتها بورصة القاهرة التي تأسست 1898 م وتتكون من ما يلي<sup>4</sup>:

- لجنة البورصة: تشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى للأسعار الأوراق المالية.

- الجمعية العامة: وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.  
- ويضاف إلى هذه الأجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأديب ومندوب الحكومة.  
يتم الترف على بورصة الدار البيضاء من خلال :

1-3 البورصات القائمة والبورصات التي هي بصدد الإنشاء والتكوين في الدول التي أعطت القطاع العام الدور الأساسي في التنمية

يتم تناول في هذا المطلب البورصات العربية الموجودة في اقتصاد يغلب فيه القطاع العام الدور الأساسي في عملية التنمية مثل الجزائر، وهي بورصة قائمة منذ 1993 م وكذلك نتطرق إلى مشروع إقامة سوق مالية في اليمن الذي هو بصدد الإنشاء وعليه هذا المطلب نتناوله في نقطتين هما : - بورصة الجزائر - مشروع إقامة سوق مالية في اليمن.

## أ- بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية والاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم:

## - المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر

مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية:

## المرحلة الأولى: 1990م - 1992م

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الإجراءات معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها بـ 320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة. وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177- 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

## - المرحلة الثانية 1992م - 1999م

لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المنقولة.

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل للمرة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسيير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:<sup>5</sup>
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB
- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة.
- شروط الإدراج في بورصة الجزائر:<sup>6</sup> يمكن التمييز بين:
- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: وهي:
- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم.
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم.
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.
- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.
- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:
- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.
- تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

#### ب- مشروع إقامة سوق أوراق مالية في اليمن:

يعتبر القطاع العام الركيزة الأساسية للاقتصاد اليمني وترعاه الدولة وتشرف على تسييره والتخطيط له وقد بلغت نسبة مساهمته في مجال التنمية الاقتصادية بما يمثل 88 % من الأنشطة الاقتصادية خلال الفترة 1996-2000 بما يسمى الخطة الخماسية الأولى وتقوم الدولة بتمويل القطاع العام عن طريق البنوك المتخصصة أو عن طريق القروض الاستثمارية سواء قروض داخلية أو

خارجية وهذا يشكل عبئا على خزينة الدولة لوجود عدد كبير من تلك المؤسسات التي تنتمي للقطاع العام لم تحقق النجاح والأهداف المرسومة لها، لهذا فقد بدأت الدولة في التفكير بالتخلي التدريجي عن القطاع العام لصالح القطاع الخاص عن طريق الخصخصة.

ومن هنا بدأت تظهر أهمية وجود سوق الأوراق المالية كقناة تمويلية جديدة تدعم نشاط

المؤسسات الخاصة وبالتالي التوسع في المساهمة لزيادة نمو الاقتصاد<sup>7</sup>.

ونظرا لأهمية هذه المؤسسة في الاقتصاد اليمني كما تمت الإشارة سابقا، قام عدة باحثين اقتصاديين بدراسة جدوى إمكانية إقامة سوق للأوراق المالية باليمن حيث تهدف الدراسة لتكوين رؤية عملية وبلورة إطار متكامل من التصورات النظرية والتطبيقية عند إمكانية تصميم آلية سوق المالية المنظمة وتنشئة بورصتي صنعا وعدن للأسهم والسندات منطلقين من أن هذه السوق هي بمثابة وسيلة فعالة للجذب الاستثمار وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يحتاج إليه الاقتصاد اليمني، وجاءت الدراسة في النقاط التالية:<sup>8</sup>

- مفهوم آلية السوق المالية للبورصة وأهميتها في الاقتصاد المعاصر للجمهورية اليمنية.

- تحليل وقياس مدى فعالية الجهاز المصرفي اليمني.

- دور والعلاقة بين الأجهزة المصرفية وأجهزة الوساطة المالية في الجغرافيا الوطنية والتقنية لآلية السوق.

- المقومات الاقتصادية لسوق المالية ومناخ الاستثمار في ظل الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد الكلي.

- المقومات القانونية أي التشريعات والقواعد والنظم القانونية

- **قانون سوق الأوراق المالية:** بالرغم من عدم صدور قانون بشأن تأسيس سوق للأوراق المالية في اليمن إلا أنه يمكن اقتراح الإطار المؤسس الذي يمكن أن تكون عليه تلك السوق وكذلك طرق تنظيم السوق والخطوات التي يجب إتباعها لإنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن.

- **الهيكل المؤسسي المقترح لهذه السوق:** في اليمن هناك اقتراح إنشاء سوق له هيكل مؤسسي يتم الفصل فيه الدور الرقابي عن إدارة البورصة وذلك حسب دراسة لثابت جرادي بعنوان "أسس ومقومات إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية اليمنية في إطار صندوق النقد العربي عام 1998 م.

وقد انطلقت المرحلة الأولى لإنشاء البورصة وذلك بإصدار قانون رقم 86 لعام 2000 م بتشكيل اللجنة العليا للإشراف على تأسيس سوق الأوراق المالية في اليمن وقد أعطيت لها صلاحية اتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة لتحضير تأسيس السوق ويضم في عضويتها وزير المالية ووزير الصناعة والتجارة ووزير التخطيط ومحافظ البنك المركزي التي تهتم بإنشاء الهيكل المؤسسي وكذا تحديد دور الدولة في هيكل سوق الأوراق المالية واختيار المقر وتحديد مصادر وموارد السوق المالية وكذا صياغة قانون سوق الأوراق المالية وإنشاء الهيئات المنظمة له وإعداد التشريعات التي تنظم عمل المؤسسات الواسطة المالية هذا كله في انتظار مرحلة الإعلان عن قيام السوق رسميا وافتتاح السوق للجمهور للتعامل.

**2 معوقات أسواق الأوراق المالية العربية:**

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية العربية بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيرا فيما بينها، وذلك من حيث: الأطر القانونية، وبناء المؤسسات الضرورية، وتأسيس هيكليات اقتصادية متينة.

وتنقسم أسواق الأوراق المالية العربية إلى ثلاثة مجموعات متباينة ولكل منها ظروف واحتياجات مختلفة<sup>9</sup>، ولقد قسمنا هذه المعوقات إلى ثلاثة أجزاء هي:

- معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية - معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي - معوقات بورصة الجزائر.

**2-1 معوقات تنظيمية وغياب الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:**

نستعرض هذه المعوقات من خلال:

- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية - قصور آليات العمل بأسواق الأوراق المالية العربية - عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

**أ- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية :**

على الرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات السابقة إلا أنه مازالت التشريعات في بعض الدول العربية تعاني من عدة أوجه قصور تعترض قدراتها على القيام بالدور المطلوب منها، وتقلل من فعاليتها، ويمكن عرض أوجه قصور هذه الأسواق من خلال أحد الباحثين في هذا المجال<sup>10</sup>: من الملاحظ أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة، في أسواق الأوراق المالية الدولية.

**ب- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية:**

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد للأسواق المالية العربية وتتجلى فيما يلي<sup>11</sup>:

- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق.

- عجز السماسرة عن إعطاء المشورة للمشتريين الراغبين في شراء الأوراق المالية، وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة ومن التعامل بالأوراق المالية..



- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بزمام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

### ج- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تعاني أسواق رأس المال العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وتحد بالتالي من إمكانيات تعاملها وربطها ببعضها البعض، حيث لا يمكن عزل موضوع تطور أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية المتبعة، خاصة فيما يتعلق بعدم توافر إمكانية تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة غالباً في شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي، سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه، وذلك بسبب إغلاق أسواق رأس مال الدول العربية المستوردة لرأس المال من الداخل إلى الخارج نتيجة قلة الموارد المالية من العملات الأجنبية، وبالرغم من انفتاح دول الفائض المالي على تدفق رأس المال إلى خارج أسواقها المحلية، إلا أن السنوات الأخيرة شهدت محاولات جادة ومخلصة من قبل الدول العربية المستوردة لرأس المال لتذليل معوقات الاستثمار وتهيئة الأوضاع والطرق المناسبة لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

### 2 2 معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي:

ونقسم كذلك العوائق الاقتصادية إلى ثلاثة:

- ضيق نطاق السوق - ضالة الطلب - معوقات اقتصادية أخرى.

#### أ - ضيق نطاق السوق:

تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق، ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات، وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.

#### ب- ضالة الطلب والعرض<sup>12</sup>:

وتعود أسباب ضالة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:

1- انخفاض معدلات الادخار

2- انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية

3- ارتفاع سعر الفائدة

4- عدم ملائمة النظام الجنائي المطبق في المعاملات في الأسواق المالية

5- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات

6- ضآلة الانفتاح على الخارج

7- ضعف الفرص المتاحة للتنويع

ج- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

تمثل قضية توطين الأموال العربية بالخارج، والحد من هجرتها في الظروف الراهنة إحدى الأوليات الإستراتيجية للعالم العربي وذلك لإحداث نوع من التوازن بين الموارد الاقتصادية العربية بما فيها رأس المال وبين المردود الاقتصادي والاجتماعي لهذه الموارد في ضل فجوة مالية كبيرة تعاني منها معظم البلدان العربية، وتصل في البعض منها إلى 70% ويتم تغطيتها من خلال التمويل الإقتراضي والإعانات الخارجية، كما تعمل في نفس الوقت جاهدة على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية بالداخل بالرغم من منافسة جميع دول العالم لها وضآلة الحجم المتوقع قدومه لها. لهذا تعد قضية الحد من هجرة الأموال العربية للخارج وإعادة توطينها في البلدان العربية من أبرز اهتمامات العرب خاصة في ظل الظروف الصعبة التي تواجهها هذه الأموال بالخارج بعد أحداث 11 سبتمبر والمتمثلة في التجميد والمصادرة في أحيان كثيرة.

2-3 معوقات بورصة الجزائر:

تواجه بورصة الجزائر على غرار البورصات العربية مجموعة من العوائق حالت دون الرقي بها أو الوصول إلى المستوى المطلوب فمنذ إنشائها سنة 1993 لم يشهد لها أي تطورا يذكر، صحيح أن إنشائها جاء لاستكمال متطلبات اقتصاد السوق لكن دورها كأسلوب حديث للتمويل لم يكن مستبعدا إلا أنه تضافرت عوامل حالت دون قيامها بدورها المطلوب فامتزجت بين عوائق سياسية، اجتماعية، دينية وأخرى اقتصادية بدرجة كبيرة وسوف نحاول التفصيل أكثر في هذه العوائق من خلال الآتي:

-معوقات سياسية، قانونية وثقافية -معوقات اقتصادية.

أ- المعوقات السياسية، القانونية والثقافية:

يعترض تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها سياسية، قانونية وثقافية نتناولها في النقاط الآتية:

**1- المعوقات السياسية:**

هناك صلة بين الأوضاع السياسية والأوضاع المحيطة بالبورصة، فتقدم البورصات مرهون بالاستقرار السياسي، وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأثير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدماً مثل أمريكا، اليابان وألمانيا، وبريطانيا يظهر في تطور بورصاتها، وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993، حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ إلى يومنا، ونحن نعلم أن معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي، وعليه فإن السياسة المستقرة تمثل عاملاً مهماً في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

**2- المعوقات القانونية:**

بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15/04/1993، يتضح استمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من اعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشمل على الأسهم والسندات، وهذا يعني<sup>13</sup>:

- تفضيل السندات، وهي قروض يتطلب تسديدها الأولوية في حالة الإفلاس، أي أن المقرضين لا يتحملون الخسائر في حالة إفلاس الشركة.

- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع، حيث يتم تقاسم الأرباح وتحمل الخسائر بين المساهمين.

- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.

**3- المعوقات الثقافية :**

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه، فإن هذا الأخير يعتبر ذا أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تمتنع العديد من العائلات عن توظيف فوائدها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراماً من ناحية الشريعة الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعملات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.

## ب- المعوقات الاقتصادية:

- 1 - عائق الخصوصية
- 2 - معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية
- 3 - معدل التضخم
- 4 - الاقتصاد الموازي
- 5 - ضعف الحوافز الجبائية: ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة في حالة عجز مفاجيء نتيجة انخفاض أسعار المحروقات في الأسواق الدولية، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع، أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية.
- 6 - ضعف الإفصاح والشفافية
- 7 - عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة في بورصة الجزائر.

## المحور الثاني : تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية

واجه الاقتصاد العالمي في آخر خمس سنوات أزمة مالية حقيقية عصفت بالأسواق المالية العالمية والعربية، وأثرت الأسواق المالية وبشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة 1929، وتعود بداية الأزمة إلى أوت سنة 2007 عبر ما يسمى ب"أزمة الرهن العقاري" أو "القروض السيئة ذي الفائدة القابلة للتغيير"، وقد كان لهذه الأزمة تأثير واضح على الأسواق المالية العربية وهذا نظرا لارتباط هذه الأسواق بالأسواق العالمية ، و سنوضح ذلك بعد التعريف بالأزمة وجذورها.

## 1 الأزمة المالية العالمية الحالية:

انطلقت بداية الأزمة الجديدة مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة، هي "ليمان برادرز" عن إفلاسها الوقائي، وهذه كانت بداية رمزية خطيرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحه الكساد الكبير في عام 1929، وتعتبر من أقدم المؤسسات المالية الأمريكية، التي تأسست في القرن التاسع عشر، وهذا ما أكد تنبؤات ألن غرسيبان، رئيس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي السابق، بأن مؤسسات مالية كبرى جديدة ستسير على درب "ليمان برادرز".

"في سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 م، ابتدأت الأزمة أولا بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 م إلى 19 بنكا، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنك.

## 2 جذور الأزمة:

يبقى السؤال الأهم في نظرنا هو: ما هي أسباب هذه الأزمة؟ وهل هي عابرة سببها اضطراب سوق العقار أو انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي أو انخفاض، ثم ارتفاع أسعار الفائدة أو " مجرد حركة تصحيحية في الأسواق المالية"، أم أن سببها الأعمق العولمة النيو - ليبرالية المنفلتة من لجامها والفجوة التي لا تتي تتوسع في داخل الدول بين الفقراء والأغنياء، والتضخم الكبير في أسعار المواد الغذائية والطاقة؟

خلال حقبة العولمة النيو - ليبرالية التي بدأت في سبعينات القرن العشرين، مرت المراكز الرأسمالية الكبرى، خاصة الولايات المتحدة، بعملية " لا تصنيع" أو نزع التصنيع (deindustrialization) انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية - القومية إلى الشكل الحالي من العولمة 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 للرؤوس الأموال إلى الجئات الآسيوية " وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد: التكنولوجيا المتطورة والبحث والتطوير والسلع "الخاصة" (الخدمات المالية) في المراكز الرأسمالية والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف.

هذا التطور لم يؤد فقط إلى خلق بطالة واسعة النطاق في الغرب، بل أيضاً إلى توسع هائل للأسواق المالية التي انفتحت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال، مسئولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي العقاري في أمريكا حتى عام 2006 ، و كلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي.

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بشأن الظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، والتي أرجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري الأمريكي المعروفة باسم ساب برايم "والتي تمنح للراغبين في السكنى من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي، شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني.

فإذا كانت الجدارة الائتمانية لطالب القرض متدنية أو كان لديه تاريخ بالإفلاس، فهذا لا يهم؛ وإذا كان دخله متدنياً إلى حد لا يكفي للتأهل للحصول على قرض، فكل ما عليه أن يفعله هو محاولة الحصول على القرض من خلال تعبئة طلب خاص " يصرح فيه عن دخله " ( ويكتفي البنك بذلك وإن كان يتعين عليه التحقق من بيان الدخل ). وإذا كان طالب القرض يشعر بالتوتر من أن الجهة المقرضة يمكن أن تستعلم عن الدخل المصرح "فكل ما عليه هو زيارة موقع شركة معينة على الإنترنت ومقابل رسوم مقداره 55 دولارا سيساعدك المأمورون العاملون في هذه الشركة الصغيرة(مقرها ولاية كاليفورنيا) في الحصول على قرض بتوظيفك على أنك "مقابل مستقل"، وسيعطونك إشعارات بالرواتب لتكون "دليلاً" على الدخل، وإذا دفعت رسماً إضافياً مقداره 25 دولاراً فإنهم يضعون مأموري الهاتف الذين

يردون على المكالمات ويجيبون أجوبة تعطي عنك صورة براقية إذا احتاج البنك إلى الاستفسار عن وضعك. ولعل أكثر جانب سقيم بالنسبة لسوق القروض لضعيفي الملاءة في السنوات الأخيرة هو أن الجهات المقرضة بلغت من السخاء في تزويد القروض للمقترضين الفقراء حدًا جعل القلة القليلة منها فقط هي التي تقوم بالاستفسارات إن فعلت ذلك أصلاً.

"الساب برايم" ساهمت في تدهور أسعار الأسهم بشكل ملحوظ خلال الفترة الماضية، وقد كانت أسهم القطاع المصرفي وعلى وجه التحديد بنوك يو بي إس، وإتش إس بي سي، وباركليز قاطرة الانهيار في أسعار الأسهم، حيث كانت هي الأكثر تضرراً خلال الأزمة، وهو أمر لفت أنظار المحللين الماليين الذين فسروا ذلك بأن المستثمرين في البورصة لا يعرفون أي البنوك معرضة لمشكلات الائتمان العقاري ومدى خسائرها المحتملة، فبدأ الجميع في البيع بشكل هستيري.

وعلى هذا الصعيد علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها، أو عرضت للبيع منذ بداية عام 2006 وحتى الآن، وذكرت شركة "كونتري فاينانشيال" أن مصاعب سوق الرهن العقاري أصبحت تهدد أرباحها ووضعها المالي جدياً، وأخيراً أعلنت شركة "هوم مورتجيج إنفستمنت" إفلاسها، وانخفضت الإيرادات ربع السنوية لشركة "تول بروذرز" العقارية، وأعلنت شركة هوم ديبو العاملة في المجال العقاري توقع تراجع أرباحها أيضاً بسبب تراجع سوق العقارات السكنية.

وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أن هذا لم يؤدي إلى منع انتشار الظاهرة عالمياً، والتي عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونج كونج وإندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي، وفي أوروبا وصف المحللون الماليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية، وقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا، وانخفض مؤشر (فاينانشيال تايمز) البريطاني، وداكس الألماني، وكاك 40 الفرنسي، وفوستي البريطاني، وميبتل الإيطالي، وتوبكس الأوسع نطاقاً والذي سجل أدنى نقطة منذ نوفمبر 2006، ومؤشر نيكاي الياباني الذي أقل عند أقل معدل له منذ ثمانية أشهر، وذلك بعد أن انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة بشكل واضح على مؤشر داو جونز الصناعي الذي اهتز بعنف لينخفض إلى مستويات أدنى من حاجز الـ 13000 نقطة، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو 1.7 من قيمته<sup>14</sup>.

## 2- آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية:

إنعكست تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول، وتأثرت منها الدول العربية على إعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وتربطه علاقات اقتصادية، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها يختلف بين الدول العربية على حسب درجة ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي، والجزائر كغيرها من الدول ليست بمنأى من تداعيات الأزمة على الأنظمة والسياسات الاقتصادية والمصرفية...، وتأثيرها

بشكل مباشر أو غير مباشر في المدى الطويل أو القصير، وفي هذا الإطار يمكننا تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها بالأزمة كما يلي:

- مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية وهي السعودية، البحرين، عمان، قطر، الكويت، الإمارات العربية المتحدة

- مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة والمنخفض وتشمل الأردن، مصر، ليبيا، تونس، الجزائر.

وفيما يلي نستعرض آثار الأزمة المالية الراهنة على دول مجلس التعاون الخليجي وبورصة الجزائر كحالة منها، كما نقدم مختلف الإجراءات المتخذة من طرفها للحد من تداعيات الأزمة العالمية.

## 2-1 آثار الأزمة المالية العالمية على بورصات دول مجلس التعاون الخليجي:

لقد واجهت البورصات الخليجية والمصرية خاصة تغيرات جذرية في محافظها المالية المستثمرة في البورصات العالمية وستراجع فوائدها المالية مما سينعكس على مشاريع التنمية والاستثمارات العربية الكبيرة في الأسواق المالية، ويظهر تأثر الاقتصاد الخليجي بالأزمة المالية من خلال ثلاث مصادر محتملة تتمثل في:

- تأثر المؤسسات المالية التي تملك حيازات في سندات الرهن العقاري أو تستثمر في عقود التزامات ومثال ذلك خسائر **s'CDS** المرتبط بتلك السندات، أو في عقود مبادلة الديون **s'CDO** الدين المهيكّل بما يقارب 750 مليون دولار من جراء استثماراته في سندات الرهن العقاري **GIB** بنك الخليج الدولي ما استدعى رفع رأسماله بتمويل من مؤسسة النقد السعودي، وكذلك خسائر المؤسسة العربية المصرفية بمقدار 500 مليون دولار **ABC**.

- الخسائر الناتجة عن إدارة الاستثمارات بواسطة البنوك الاستثمارية الأمريكية المتأثرة من الأزمة، خاصة مع ارتباط المصارف الخليجية بالمصارف العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية ذلك سيؤثر على استثمارات البنوك الخليجية، ففي وقت سابق أعلن بنك أبو ظبي التجاري أنه باشر باتخاذ إجراءات قانونية في نيويورك لاسترداد بعض خسائر استثماراته في الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة، مدعياً رغم عدم إفصاحه لحجم المخاطر المحيطة بالاستثمار ما يعطي فكرة عن ضبابية الصورة المتعلقة بتلك الاستثمارات لدى الاقتصاديين المختصين.

- تأثر الوضع الائتماني من خلال نقص السيولة وارتفاع تكلفة الاقتراض، وقد ظهرت بوادر أزمة الائتمان في دبي مع تراجع مستوى السيولة في السوق لتمويل المشاريع الجديدة حيث أعلن البنك المركزي الإماراتي عن تمويل يقدر بـ 50 مليار درهم إماراتي متاح للبنوك الإماراتية للاستفادة منها.

- إجراءات دول مجلس التعاون الخليجي للحد من آثار الأزمة المالية على الجهاز المصرفي:

عن تأثير الأزمة على النظام المصرفي لدول مجلس التعاون الخليجي، فقد تسبب زعر وخوف المتعاملين من تداعيات الأزمة في ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك والمصارف العربية مما سبب خلا في حركة التدفقات النقدية والمالية، فاضطرت البنوك المركزية في دول الخليج العربي إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد مما أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية بالبنوك والمصارف المركزية العربية، وعموماً يبقى تأثير الأزمة المالية محدوداً خاصة بعد اجتماع وزراء المالية ومحافظوا البنوك المركزية لاتخاذ إجراءات وسياسات تحول دون إنتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، ومن أبرزها ضخ أموال في النظام المصرفي لمواجهة أي نقص في السيولة النقدية 14 وتحديد نسبة التمويل الموجه إلى الرهن العقاري، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية، وعقب ذلك قامت العديد من الدول باتخاذ مجموعة من الإجراءات نلخصها في النقاط التالية:

-**الكويت:** للأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالاً لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر قصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة في الفترة الأخيرة.

-**الإمارات:** منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم أي ما يعادل 13.61 مليار دولار، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية، ومن جهة أخرى ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، وألغى بصفة مؤقتة الأيام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد إتاحة السيولة للبنوك في الأجل القصير خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد.

- **قطر:** 20% بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10 من رأسمال البنوك المدرج في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاحة المالية للبنوك وتم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفت البورصة وعزوف جماعي للمستثمرين، إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي للتقليل من تكلفة تمويل البنوك.

-**السعودية:** أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك، ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها مائتي مليار ريال أي بما يعادل 53,1 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5%، وكذلك خفض معدل الاحتياطي الإجباري الذي ينبغي على البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة ببدائعها من 5-10%.

-**البحرين:** صرح محافظ البنك المركزي البحريني سلامة الأوضاع خاصة وأن كل بنوكها تستثمر أموالها في دول الخليج المنتعشة اقتصادياً وليس في الأدوات المالية المشتقة، شأنها شأن البنوك



الإسلامية وبذلك فهي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية، وحتى وإن تأثرت فهي قادرة على اتخاذ الإجراءات المناسبة. وعموماً يمكن تلخيص الإجراءات المالية المتخذة من دول مجلس التعاون الخليجي ضمن الجدول التالي:

الجدول رقم: (1) إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالي<sup>15</sup>:

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	- خفض نسبة الفائدة 1.5% - خفض الأجل 1,5% - ضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق - عرض أموال ليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بقيمة 13.6 مليار دولار - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم
قطر	- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار
السعودية	- طرح خيار للبنوك بإقتراض 75% من الأوراق الحكومية - خفض نسبة الفائدة 5% وخفض معدل الاحتياطي الإلزامي
البحرين	- عدم اتخاذ أي إجراءات لسلامة الأوضاع البنكية

ومع تداعيات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي وتضرر عملاتهم، أدركت الدول الست أن ربط عملاتهم بالدولار لم يعد مناسباً في ظل انخفاض حاد في أسعار البترول وأسعار الأسهم، وهو ما دعى إلى عقد اجتماع مقرر يومي 29 و 30 ديسمبر الجاري للاتفاق على "وحدة نقدية موحدة" ووضع مقر إطار عمل البنك المركزي الخليجي، على أن يجسد المشروع فعلياً مع نهاية عام 2010 والذي يطمح إليه دول الخليج في إطار التكامل المالي والاقتصادي العربي.

## 2-2 آثار الأزمة المالية العالمية على البورصة الجزائرية:

مما لا شك فيه أن بورصة الجزائر كغيرها من البورصات العالمية سوف تتأثر بالأزمة المالية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى وذلك للأسباب التالية:

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر .
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها .
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات وذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب

الاقتصاد العالمي والكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها<sup>16</sup>.

- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.

وباعتبار أن الجزائر من الدول العربية المصدرة للبترول والذي ساهم في ارتفاع المداخيل خلال النصف الأول من سنة 2008 حسب تقرير البنك العالمي الذي أشار إلى أن الجزائر حققت نسبة نمو هذه السنة ب 4,9% مقابل 3,1% سنة 2007 وقدرت نسبة النمو خارج المحروقات ب 6% وهي نتاج النفقات العمومية في قطاعات مثل البناء والخدمات المتعلقة بالبنى التحتية والهيكل القاعدية، وأشار تقرير البنك العالمي أن الجزائر تتمتع بوضع مالي مريح إذ قدر احتياطي الصرف نهاية سبتمبر من سنة 2007 ب 130 مليار دولار بزيادة قيمتها 30 مليار دولار مقارنة بنهاية 2007 ، إلا أن تراجع الأسعار بدأ يشكل بالنسبة للدول النفطية عامل ضغط مستمر وهو ما يتوقع حسبه إلى أن سنة 2009 هي آخر سنة لمخطط دعم النمو الاقتصادي الذي جند له أكثر من 150 إلى 160 مليار دولار ستنتهي بنسبة نمو متواضعة تقدر ب 3.8% ، ومع تراجع أسعار البترول إلى أقل من 50 دولار للبرميل واستمرار تدني الأسعار وعزوف الرأسمال الأجنبي على الاستثمار في الجزائر فمن المتوقع أن تتأثر المشاريع الخاصة بالهيكل القاعدية والبنى التحتية التي تمول من قبل الدولة تدريجيا فضلا عن تأثر المداخيل الجبائية أيضا وهوما من شأنه أن يؤثر على الإقتصاد الجزائري.

وعن تأثيرات الأزمة المالية على القطاع المصرفي فتشير التقارير الاقتصادية بأن الجزائر في منأى من تداعياتها نظرا لعدم مخاطرتها في مجال التوظيف المالي، فضلا عن عدم ارتباط بنوك الجزائر بشبكات وتعاملات خارجية رغم الخسائر المسجلة في أصول البنوك الكبرى والمقدرة من قبل بنك التسوية العالمية ب 650 مليار دولار وأكثر من 1400 مليار دولار حسب صندوق النقد الدولي، وكنتيجة للتسيير الحذر لاحتياطات الصرف الجزائرية مع غياب أي استثمار في أصول ذات مخاطر، وتفادي خسائر في رأسمال محافظ الأصول ذلك ساهم في تحقيق نسبة مردودية مقدرة ب 4,6% عام 2007 موازاة مع تخفيض قيمة المديونية الخارجية التي بلغت نهاية نوفمبر 2008 ما قيمته 3,9 مليار دولار، وأشار محافظ بنك الجزائر إلى أنه تم تقليص التزامات البنوك اتجاه الخارج التي تمثل أقل من 1% من مواردها وتم التركيز على التمويل المحلي بالدينار الجزائري بالنظر لتسجيل فوائض في الادخار تقدر بنسبة 57,2% في 2007 و 55% في 2006 و 52% في 2005 ، وقد بلغت قيمة صندوق ضبط الموارد في نهاية نوفمبر 2008 نسبة 40% من الناتج الوطني الخام وهو عامل يساهم في امتصاص الصدمات الخارجية الناتجة عن الأزمة، إضافة إلى أن فائض السيولة النقدية في البنوك الجزائرية قدر ب 4192 مليار دينار أي ما يعادل 58,14 مليار دولار يكفي لتمويل الإقتصاد

وتغطية كافة النفقات لمدة تتجاوز السنتين ( 16 )، وتعتبر توظيفات الجزائر المالية من احتياطاتها والمقدرة بحوالي 70 مليار دولار بنسب متواضعة تصل 1,5% على شكل سندات خزينة أمريكية بنسبة 3,8%، وتوظيفات لدى البنوك من الدرجة الأولى بعيدة عن المخاطرة.

ورغم الآثار الغير مباشر للأزمة العالمية، إلا أنه قد انعكست إيجابا على بعض الجوانب في الاقتصاد الجزائري وتمثلت في النقاط التالية<sup>17</sup>:

- انخفاض أسعار العديد من السلع في السوق العالمية: فكما يؤدي نمو الاقتصاد العالمي إلى زيادة أسعار السلع فركوده يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع في السوق العالمية، وباعتبار الجزائر بلد مستورد للسلع فالأزمة نافعة للاقتصاد على الأمد القريب.

- انخفاض تكاليف مواد الإنتاج قد يخلق دينامية في الاقتصاد، ومثال انهيار أسعار الحديد ساعدت قطاع العقار في الجزائر على النهوض بعد تعثره إثر ارتفاع أسعاره في السوق العالمية.

- اختلال التوازنات المالية الكبرى إن استمرت أسعار المحروقات في الانهيار .

- الركود الاقتصادي سيؤدي إلى إفلاس الكثير من الشركات و المؤسسات عبر العالم، وبقاء بعض الشركات الكبرى يؤدي إلى احتكار السوق العالمية و بالتالي رفع الأسعار مجددا.

- الأزمة الاقتصادية قد تحد من الاستثمارات الخارجية .

- التدابير الوقائية لتجنب آثار الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الجزائري:

بالرغم من أن الجزائر لم تتأثر بالأزمة المالية بشكل مباشر إلا أنها قد تتأثر بالركود الاقتصادي ويمكن أن تبرز بعض الاختلالات في عام 2009 رغم احتلالها المرتبة العاشرة حاليا باحتياطي صرف عالمي قدره 140 مليار دولار أي بعد ألمانيا ب 150 مليار دولار، وقبل فرنسا ب 125 مليار دولار، لذلك فإنه من الأجدر إنشاء "صندوق سيادي" مكلف بتطوير-بالشراكة مع القطاع الخاص -قواعد تنمية اقتصادية متوازنة، يكون مدعما بمجلس مراقبة يتكون من مجموعة من الخبراء والاقتصاديين، ويعرف الصندوق السيادي على أنه "عبارة عن صندوق للتوظيف المالي يكون ملكا للدولة ويسير الادخار المحلي ليتم استثماره في توظيفات متعددة من أسهم وسندات"، ويتواجد 40 صندوقا سياديا أهمها سلطة أبو ظبي للاستثمار الذي أنشأ في 1976 بقيمة 943 مليار دولار، والصندوق الحكومي الشامل للمعاشات النرويجي المؤسس في 1990 ، وهيئة الاستثمار الصيني المؤسس في 2007، ويتطلب إنشاء صناديق سيادية ضرورة الالتزام ب :

1. التسيير الفعال والحكم الراشد.

2. تسيير المعارف البشرية من خلال تقييم المعرفة، والتخصص المالي الهندسي، والتسيير

الإستراتيجي.

3. مراعاة المنافسة الدولية في هذا المجال.

فإنشاء صندوق سيادي في الفترة الراهنة سيجعل الجزائر تستفيد من الفرص السانحة خاصة مع تدني قيمة الأسهم في البورصات العالمية، ونقص السيولة الذي يمنع المستثمرين على الاستثمار في السوق المالي، وهو ما يمكن الاستفادة منه عن طريق قوة الجذب في سوق الأسهم من خلال التركيز على النقاط التالية):<sup>18</sup>

- نسب الأرباح الموزعة للأمريكيين هي أعلى من نسب سندات الخزينة الأمريكية .
  - تخفيض نسبة تداولات الصناديق المغلقة الأمريكية واليابانية والأوروبية ب 25% من قيمتها .
  - انهيار البورصات العالمية قد سجل قيمة سوقية معادلة للقيمة المحاسبية مما يعتبر فرصة استثمارية .
  - نسبة نمو أغلبية المؤسسات المقيدة في البورصة تجاوزت السعر مقابل نسبة الفائدة.
  - نصف تداولات الأسهم الأمريكية والأوروبية واليابانية تتم بسعر مقابل نسب فائدة أقل من عشرة .
  - تخفيض نسب الفوائد إلى مستوى يقترب من الصفر من طرف البنك الفدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي يجعل سوق الأسهم أكثر استقطابا لدى المستثمرين في السوق المالي.
  - اقتراب أسعار الفائدة إلى الصفر يدعم فكرة تحويل سوق السندات إلى سوق أسهم .
  - كافة المعلومات السلبية المرتبطة بسوق البورصة تم إدراجها في التسعيرة الحالية للأسهم .
- من العرض السابق من الأهمية أن ننوه إلى أن تبني الجزائر لفكرة إنشاء صناديق سيادية تركز نحو الاستثمار المالي وتقوم على الشفافية من شأنه أن يعزز من إصلاحاتها المصرفية والتسيير الإداري للاقتصاد خاصة وأن توظيفاتها تدنت ويجب توخي الحذر.

### الخاتمة:

أسواق الأوراق المالية العربية متباين فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط ، وتسعى كل دولة عربية إلى تطوير سوقها، إلا أن أغلبها مازال في مراحل الأولى، وتواجه كل أسواق الدول العربية العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، تتمثل في قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية، وإن وجدت فهي تفتقر للوضوح بالإضافة إلى تأخر برامج الخصخصة وقصور دور شركات الوساطة، كما تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات المالية.

وفي ظل التحديات والتغيرات الجديدة التي يشهدها العالم العربي من خلال الأزمة المالية العالمية ، وما صاحبها من انعكاسات سلبية على كافة المستويات، أصبحت أسواق الأوراق المالية العربية

عرضة لعدة تغيرات واضطرابات، لذا و جب على هذه الدول تحليل المعوقات التي تعترض أسواقها لمواجهة هذه التحديات، وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه المداخلة توصلنا إلى النتائج التالية:

1-إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.

2-أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة.

3- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق.

4-لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية في معظم البلدان العربية بدائية وفي البعض البلدان الأخرى في طور الإنشاء مثل سوريا واليمن

5-افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين

6- إن نقاط الضعف البنوي والعوائق المؤسسية التي تقف في سبيل تطوير سوق الأوراق المالية عديدة حيث أن هذه الأخيرة صغيرة جدا من حيث الحجم ودورها محدود في مجال حشد الموارد وتخصيصها ويرجع السبب في ذلك إلى محدودية أدوات الاستثمار المتداولة وعدد صغير من الشركات المسجلة واحتكار ملكية القطاع العام للأوراق المالية من جهة، وإلى محدودية القطاع الخاص من جهة أخرى.

7- ضعف السيولة ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة.

8- تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من عدم تجانس في القوانين التشريعية والتنظيمية، و عدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها.

أما بالنسبة للاقتراحات فأنتني أقترح ما يلي:

1 مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، إستكمال الإطار التشريعي، من خلال سن

القوانين والتشريعات وآلية العمل المناسبة

2-تعزيز الشفافية والإفصاح وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة

يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة.

3- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين.

4 - تحفيز الادخار وذلك من خلال التربية الادخارية .

### لهوامش:

- 1 - عبد الله بن حسن عبد القادر، السوق المالية السعودية نشرة فصلية، 2004.
- 2 - رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001، ص21
- 3 - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن ، 1997، ص 185.
- 4 - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دار الجامعية مصر ، 2002، ص ص: 146-147.
- 5 - الجريدة الرسمية العدد 11 الصادر في 2003/01/17.
- 6- Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997 p69
- 7 - عبد الوهاب علي حسن الغاشم، سوق الأوراق المالية مع إمكانية إنشائها في اليمن، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2003، ص: 107.
- 8 - أرسلان محمد أحمد، آفاق والمقومات لخلق آلية السوق اليمنية لأوراق المالية، WWW NIC- JOV- YE تاريخ الاطلاع 26 جانفي 2012.
- 9 - صلاح الدين حسن السبسي، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الأولى ، 2003، ص ص: 58-59.
- 10 - أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي جانفي ، 2002، ص ص: 16-19.
- 11 - صالح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص ص: 92-94.
- 12 - إبراهيم حسن وآخرون، أسواق الأوراق المالية العربية، الأداء والتحديات، صندوق النقد العربي بحث مقدم إلى ندوة، دور القطاع الخاص في اقتصاديات العربية، الكويت، 1999، ص: 7
- 13 - صالح فلاحي، بورصة الجزائر بين المعوقات الاقتصادية والقانونية وإمكانية تطويرها لتفعيل الاستثمار، ملتقى دولي حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للاندماج الفعلي في الاقتصاد العالمي، من 31 ماي إلى 02 جوان 2004
- 14 - تامر عبد العزيز، "إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال"...، يومية الجريدة، العدد 462 ، الصادرة بتاريخ 16 نوفمبر 2008 لمزيد من الإطلاع راجع الموقع الإلكتروني : www.aljarida.com ، ص27
- 15 - حفيظ صوالي، "قوائض السيولة لدى البنوك تجاوزت 33,5 مليار دولار"، يومية الخبر، العدد 5506 ، الصادرة في 22 ديسمبر 2008، ص5
- 16 - حفيظ صوالي، "الصناديق السيادية تثير الجدل في الجزائر"، يومية الخبر، العدد 5505 ، الصادرة في 21 ديسمبر 2008 ، ص5. 17- <http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf>
- 18 - حفيظ صوالي، مرجع سبق ذكره ، ص 5 .