



أسواق الأوراق المالية العربية:
انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية



د. إبراهيم عاكوم
رئيس قسم الأسواق المالية العربية
صندوق النقد العربي

الدائرة الإقتصادية والفنية

أسواق الأوراق المالية العربية:
انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

د. ابراهيم عاكوم
رئيس قسم الأسواق المالية العربية
صندوق النقد العربي

© صندوق النقد العربي 2009

جُنُودُ الطَّيْرِ مَحْنُوظَةٌ

يعد هذه الدراسات الاقتصادية أعضاء الدائرة الاقتصادية والفنية بصندوق النقد العربي، وينشرها الصندوق. تبحث هذه الدراسات في قضايا تتعلق بالسياسات النقدية والمصرفية والمالية والتجارية وأسواق المال وانعكاساتها على الاقتصادات العربية.

الآراء الواردة في الدراسات لا تمثل بالضرورة وجهة نظر صندوق النقد العربي، وتبقى معبرة عن وجهات نظر مؤلفي الدراسة.

لا يجوز نسخ أو اقتباس أي جزء من هذه الدراسات أو ترجمتها أو إعادة طباعتها بأي صورة دون موافقة خطية من صندوق النقد العربي إلا في حالات الاقتباس القصير بغرض النقد والتحليل، مع وجوب ذكر المصدر.

ISBN 978-9948-8591-0-9

توجه جميع المراسلات على العنوان التالي :

الدائرة الاقتصادية والفنية

صندوق النقد العربي

ص ب 2818 - أبوظبي - دولة الإمارات العربية المتحدة

هاتف : +971-2-6171 560

فاكس : +971-2-632 6454

البريد الإلكتروني : economic@amfad.org.ae

Website : <http://www.amf.org.ae>

قائمة المحتويات

الصفحة

- أولاً : المقدمة 1
- ثانياً : أداء أسواق المال العربية قبل الأزمة المالية العالمية 3
- ثالثاً : الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها 8
- رابعاً : الأزمة المالية: دروس وعبر لأسواق المال العربية 13
- خامساً : خلاصة وتوصيات 17

الدراسة تستند إلى محاضرة ألقاها الكاتب في ندوة "انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي" في الغرفة التجارية الصناعية في جدة، المملكة العربية السعودية، بتاريخ 1 فبراير 2009.



أسواق الأوراق المالية العربية :

انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية⁽¹⁾

أولاً : المقدمة

يمر اقتصاد المنطقة وأسواقها المالية في مرحلة مفصلية في ضوء الأزمة المالية العالمية التي بدأت تداعياتها تظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف عام 2007، وأدت إلى تعثر القطاع المالي الدولي وإلى أزمة سيولة وتراجع تنفقات رؤوس الأموال حول العالم، وتهلوي أسواق الأوراق المالية العالمية إلى مستويات لم تشهدها بعض البورصات منذ ثمانينيات القرن الماضي.

لا شك أن هذه التطورات وما أدت إليه من نقاش حول دور الدولة وطبيعة الأجهزة الرقابية الأمل في أسواق المال الدولية، يشكل فرصة لأسواق المال العربية لدراسة تجاربها السابقة وتجارب الأسواق الدولية، واستخلاص العبر بغية وضع الأطر القانونية والتنظيمية والرقابية اللازمة التي تؤدي إلى تحصين أسواق المال في المنطقة في ضوء العولمة المالية والتجارية المتزايدة وتبني ممارسات من شأنها تعزيز استقرار الأسواق وتطويرها.

وقبل تناول موضوع تأثير الأزمة العالمية على أسواق المال العربية والتطرق إلى الدروس والعبر التي يمكن أن تستفيد منها هذه الأسواق، تبدأ الدراسة أولاً بإلقاء الضوء بشكل سريع على تطور وأداء أسواق المال العربية قبل الأزمة المالية العالمية، ومن ثم يتم تناول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها، وتبيان الدروس والعبر لأسواق المال العربية. وبطبيعة الحال، تخلص الدراسة إلى تقديم بعض التوصيات التي من شأنها الإسهام في تحصين الأسواق العربية في ضوء الدروس التي يمكن أن نستقيها من الأزمة المالية العالمية.

(1) الآراء الواردة في هذه الدراسة تعبر عن وجهة نظر صاحبها وليس بالضرورة رأي صندوق النقد العربي.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

بشكل عام، تبين الدراسة أن أسواق الأوراق المالية العربية قد نمت بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية. وبجانب هذا النمو، سعت هذه الأسواق إلى تحسين هياكلها التنظيمية وتطوير أطرها القانونية والرقابية وتبني وتطبيق المعايير والمواثيق الدولية في مجال النظم المحاسبية وحوكمة الشركات والافصاح وحماية المستثمرين.

إلا أن هذا التطور لم يكن على القدر الذي يؤدي إلى تحصين هذه الأسواق من الأزمات والتحديات التي تمر بها أحياناً، ولم يكن هذا التطور كافياً أيضاً ليضمن استقرار هذه الأسواق في وجه ممارسات غير سليمة من قبل كثير من المؤسسات العاملة في أسواق المال سواء كانت شركات مدرجة أسهمها للتداول أم شركات مالية عاملة في الأسواق مثل شركات الوساطة المالية وشركات الاستشارات المالية وغيرها.

وبناءً عليه، تخلص الدراسة إلى أنه في ظل عولمة القطاع المالي إن هناك ضرورة لتبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية التي يستحدثها القطاع المالي الدولي عموماً. وكذلك، أظهرت التجارب أن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول أزمات، ويضاعف من حجمها، ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الاجتماعي الذي ينجم عنها. بالإضافة، وفي ظل العولمة المالية وانفتاح أسواق المال العربية، من الملح وضع أسس ملائمة لحماية المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق في وجه الاستثمار المضارب قصير الأجل، ناهيك عن الأهمية القصوى لمستوى الكفاءة المالية والمهنية التي يجب أن تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق، مثل شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية وغيرها.

وختاماً، تشدد الدراسة على أن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي في السنوات القليلة الماضية إنما تكشف عن فشل في حوكمة الشركات (Corporate Governance) وتظهر أن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد

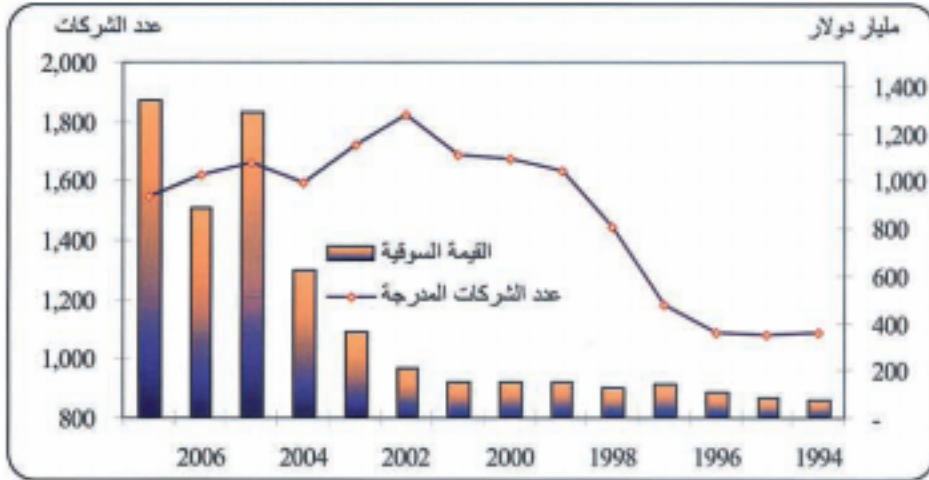
أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء العولمة المالية. وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي، وخاصة القطاع المصرفي لأن تعثر هذا القطاع جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموماً.

ثانياً: أداء أسواق المال العربية قبل الأزمة المالية العالمية

بشكل عام، شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطوراً ملحوظاً منذ إنشائها. ففيما يتعلق بزيادة حجم ونشاط الأسواق العربية، ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بشكل ملحوظ، تحديداً خلال الفترة 2004-2005 (الشكل البياني رقم 1)، الأمر الذي أدى لاحقاً إلى حصول حركة تصحيح كبيرة في الأسعار بدأت في نهاية العام 2005 في بعض الأسواق واستمرت خلال العام 2006 لتشمل كافة الأسواق، قبل أن تعاود هذه الأسواق التحسن في الأداء خلال العام 2007.

الشكل البياني رقم (1)
تطور حجم أسواق الأوراق المالية العربية

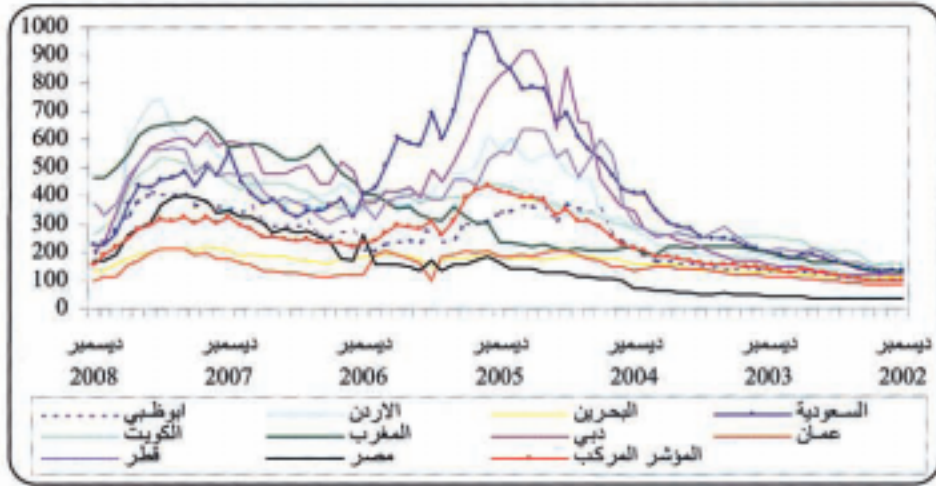


أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

ويجدر بالذكر بأن ارتفاع أسعار الأسهم في بعض الأسواق العربية بهذا الشكل الكبير وغير المبرر خلال عام 2005 نجم عن عوامل عدة كان أبرزها سيطرة المضاربين على حركات تداول أسهم الشركات المدرجة، وضعف الوعي الاستثماري، ونشاط اقتصادي كبير مدعوم بارتفاع أسعار النفط، وتوفر الائتمان المصرفي المفرط لتمويل شراء الأسهم، وممارسات غير سليمة من قبل كثير من الشركات العاملة في أسواق المال، وعدم توفر وتطبيق نظم رقابية مناسبة.

وارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي⁽²⁾، والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية كمجموعة، بنسبة 92 في المائة خلال عام 2005، ليعاود الانخفاض بنحو 42.5 في المائة عام 2006، قبل الارتفاع مجدداً بنهاية عام 2007 بنحو 38.3 في المائة (الشكل البياني رقم 2).

الشكل البياني رقم (2)
مؤشرات أداء الأسواق العربية الرئيسية

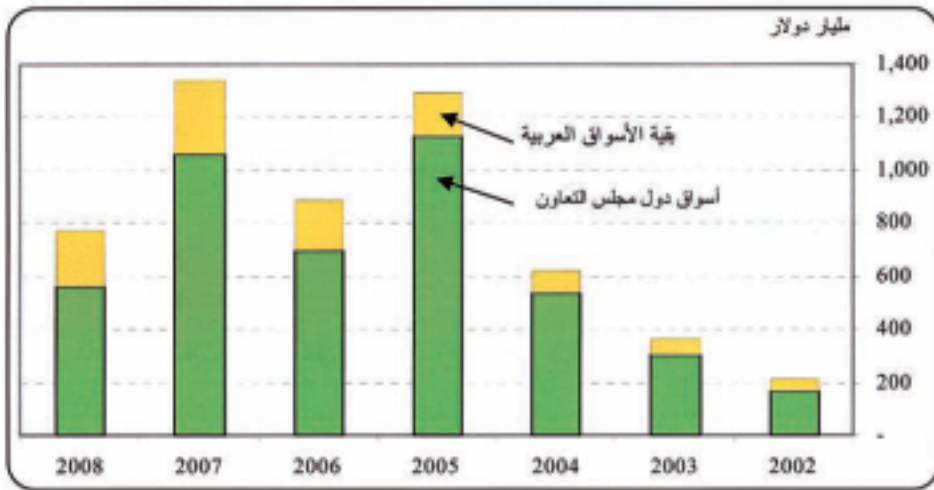


(2) المؤشر المركب لصندوق النقد العربي يظهر أداء أسواق الأوراق المالية العربية كمجموعة، ويشمل خمسة عشر سوق أعضاء في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، ومن ضمنها الأسواق السبعة في دول مجلس التعاون الخليجي لدول الخليج العربية.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

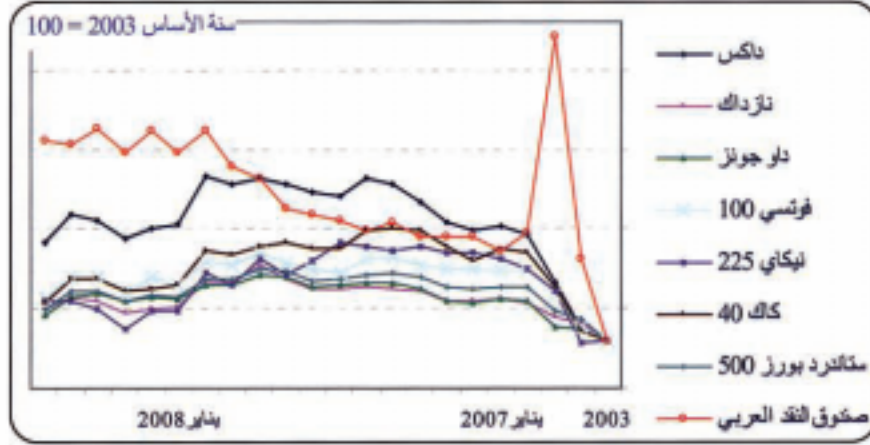
وتستأثر أسواق دول مجلس التعاون الخليجي لدول الخليج العربية بنحو 73 في المائة من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، وتبلغ حصة سوق الأسهم السعودي بمفردها نحو 32 في المائة، كما في نهاية العام 2008 (الشكل البياني رقم 3).

الشكل البياني رقم (3)
هيكلية القيمة السوقية للأسواق العربية



وبالمقارنة مع أداء الأسواق العالمية، كانت الأسواق العربية أكثر تقلباً وشهدت ارتفاعات وانخفاضات أكثر حدة. ومن خلال إعادة احتساب المؤشرات بحيث يكون عام 2003 هو سنة الأساس لكل من هذه المؤشرات، يبين الشكل البياني رقم (4) أن المؤشرات التي بدأت متساوية بنهاية 2003، شهدت تباينات ملحوظة منذ ذلك الحين حيث سجل المؤشر المركب للأسواق العربية ارتفاعاً حاداً بنهاية عام 2005 بنسبة 91.6 في المائة مقارنة مع مستواه بنهاية العام السابق، ونحو 191 في المائة مقارنة مع مستواه بنهاية العام 2003.

الشكل البياني رقم (4)
مقارنة مؤشرات أداء الأسواق العربية والدولية



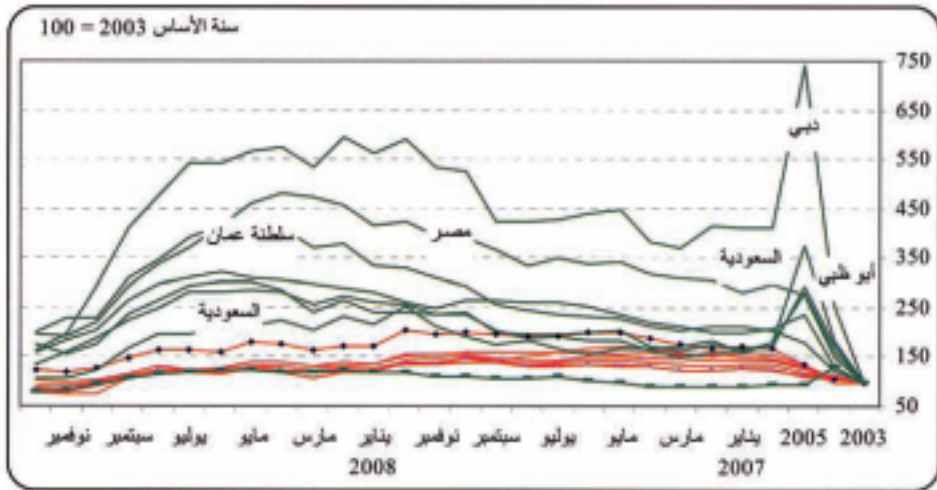
وقياساً بهذه الارتفاعات الحادة كان أداء الأسواق الأميركية متواضعاً جداً خلال عام 2005 حيث ارتفع مؤشر نازدك (Nasdaq Composite) بنحو 2.9 في المائة، ومؤشر داو جونز (Dow Jones) بنحو 1.2 في المائة، ومؤشر ستاندرد أند بورز (S&P 500) بنحو 4.7 في المائة فقط. أما الأسواق العالمية الأخرى، فبالرغم من أن أداءها كان أفضل بشكل ملحوظ من أداء الأسواق الأميركية خلال العام 2005، إلا أنها سجلت نسب ارتفاع منخفضة قياساً بالأسواق العربية الرئيسية. فعلى سبيل المثال، ارتفع مؤشر داكس (DAX) بنحو 27 في المائة، ومؤشر فوتسي (FT-SE 100) بنحو 18.2 في المائة، ومؤشر نيكاي (NIKKEI 225) بنحو 33.3 في المائة، ومؤشر كك (CAC 40) بنحو 26.4 في المائة.

وبطبيعة الحال، إن الارتفاع الحاد للأسواق العربية مجتمعة في عام 2005 خاصة، يخفي تفاوتاً كبيراً في أداء الأسواق العربية المختلفة ومدى إسهام كل منها في حدة هذا الارتفاع. فكما يبين

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

الشكل البياني رقم (5)، إن الارتفاع الكبير حصل بشكل أساسي في أسواق دولتين لها وزن نسبي كبير في احتساب المؤشر المركب وهي سوق السعودية وسوق الإمارات في أبو ظبي ودبي.

الشكل البياني رقم (5)
أداء الأسواق العربية يفوق أداء الأسواق الدولية



أما فيما يتعلق بتطور هيكل الأسواق العربية والأطر التشريعية والقانونية والرقابية التي تنظم عملها، فإنه بالرغم من بذل جهود ملحوظة في هذا المجال، وفي ضوء تزايد العولمة المالية والتغيرات التي يشهدها القطاع المالي الدولي، تجد الأسواق العربية نفسها بحاجة إلى تطوير الأنظمة الرقابية والقوانين التي تنظم عمل هذه الأسواق بشكل يجعلها أكثر كفاءة وشفافية، وأكثر قدرة على جذب الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية طويلة الأمد، وتقوية دور الاستثمار

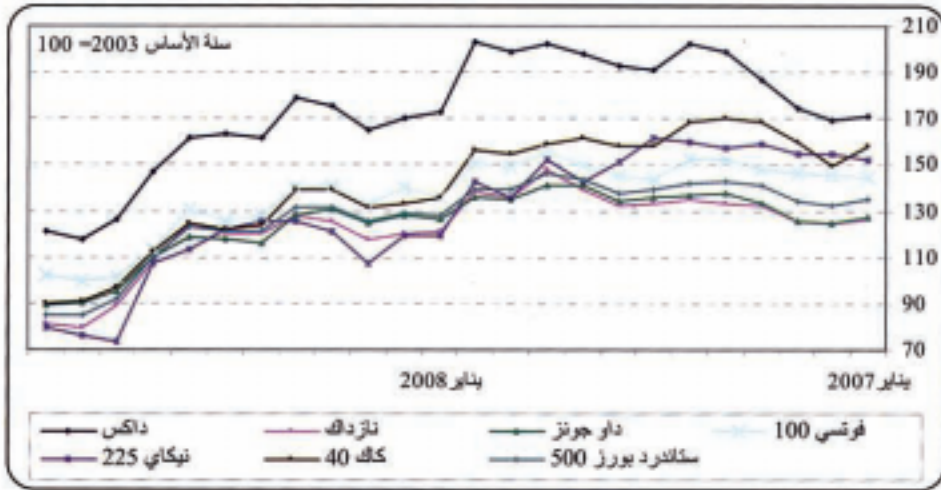
أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

المؤسسي والحد من تحكم المضاربات، مما يمكن هذه الأسواق من أن تلعب دوراً أكبر في تمويل العملية التنموية في المنطقة.

ثالثاً : الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها

بعد تحقيق أسواق المال الدولية أداء جيداً خلال السنوات ما قبل أزمة عام 2007، باستثناء الفترة 2002-2000، انتشرت الأزمة تدريجياً إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية بدايةً، فكما يبين الشكل البياني رقم (6) تزامن هبوط مؤشرات أسواق المال الدولية في أوروبا وآسيا منذ أواخر العام 2007 مع تهاوي مؤشرات أسواق المال الأميركية.

الشكل البياني رقم (6)
هبوط مؤشرات أداء الأسواق الدولية منذ أواخر 2007



أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

وستكتفي في هذه الدراسة الموجزة بالنظر في العوامل الأساسية الكامنة وراء هذه الأزمة ولو بشكل مقتضب، لما لهذه الأسباب والتداعيات من تأثير على أسواق المنطقة، وما يمكن أن نستقيه من عبر ودروس قد تسهم بتطوير أسواقنا ومساعدة الجهات المعنية فيها بوضع السياسات والأطر التنظيمية والرقابية التي من شأنها تعزيز قدرة أسواق المنطقة على مواجهة أية مخاطر قد تتعرض لها مستقبلاً، أو حتى منع حصولها، إذا أمكن.

وبناء عليه، من المفيد جداً لدى تناول العوامل التي سببت هذه الأزمة أن نميز بين أمرين مختلفين، أولهما هو المسبب المباشر (Trigger) الذي أدى إلى اندلاع الأزمة، وثانيهما هو العوامل التي تراكمت وأدت إلى خلق مناخ وممارسات سادت في القطاع المالي، والتي كان لا بد لها من أن تولد أزمة مالية عاجلاً أم آجلاً. وهذا العامل الثاني هو الأهم فيما يتعلق بأخذ العبر والدروس من الأزمة والسعي للاستفادة منها وتحسين أسواقنا في وجه أزمات مماثلة، ولذلك لن نتطرق إلى المسبب المباشر للأزمة وهو أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

وتكمن الجذور الحقيقية للأزمة في وجود خلل في نظم حوكمة الشركات (Corporate Governance)، من ناحية، وعدم كفاية أو قدرة الأجهزة الرقابية على الأسواق المالية على ضبط القطاع المالي في ضوء العولمة المالية والابتكارات في مجال الأدوات والمشتقات المالية المتنوعة، من ناحية أخرى. ونجم عن هذين الأمرين ضعف عملية إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وعدم دقة تقييمات وكالات التصنيف الائتماني الدولية، وإلى ممارسات غير قانونية في القطاع المالي وسوء الإدارة وضعف المساءلة.

وفاقم ضعف الإطار الرقابي من الخلل في تطبيق وإتباع مبادئ حوكمة الشركات المثلى والمعايير الدولية، مما فتح المجال لكثير من المؤسسات المالية والاستثمارية إلى غض النظر عن المخاطر المتعلقة ببعض الأدوات المالية التي كانت هذه المؤسسات تطورها وتستخدمها،

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

وأسهم في الحصول على رؤوس أموال بتكلفة منخفضة، الأمر الذي أدى في النهاية إلى تعاضم حجم مديونية الأفراد والمؤسسات في الأسواق المالية وإلى اندلاع الأزمة المالية.

وهنا تكمن أهمية قيام الأسواق العربية بوقفه تحليل ودراسة منهجية وجادة لتجربتها حتى الآن، وتجارب الأسواق الأخرى، واستخلاص العبر ورسم سياسات واضحة وطويلة الأمد تأخذ بعين الاعتبار كافة هذه التجارب وخصوصية أسواق المنطقة.

بطبيعة الحال، طاولت الأزمة اقتصاديات المنطقة العربية وأسواقها المالية، خاصة تلك الدول الأكثر انفتاحاً على تدفقات رؤوس الأموال والتجارة الدولية. وأدت الأزمة إلى تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لدول المنطقة، وشح في السيولة والائتمان المصرفي، وخروج رؤوس أموال كبيرة من القطاع المالي العربي، وخسائر جمة لاستثمارات الأفراد والمؤسسات العربية في الخارج نتيجة انهيار أسعار الأصول المالية والعينية، وإلغاء بعض الدول لمشاريع تنموية، وصرف عدد من المؤسسات لجزء من العاملين فيها، خاصة في القطاع المالي وقطاع العقارات والتشييد، وإلى إنخفاض أسعار الأسهم مما كبد المستثمرين خسائر فادحة.

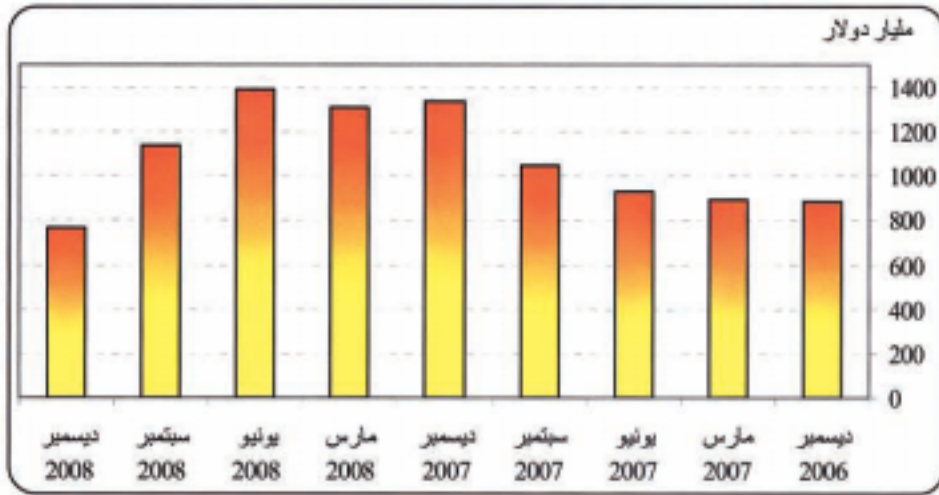
بالنسبة للفتوات التي أثرت الأزمة المالية العالمية من خلالها على اقتصاديات وأسواق المنطقة، فإنها تشمل معدلات النمو الاقتصادي العالمي والطلب الكلي، ومستويات أسعار النفط، وحجم عوائد استثمارات المنطقة في الأسواق العالمية، وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى أسواق المنطقة، سواء كانت استثمارات محافظ أو استثمارات خارجية مباشرة، إضافة إلى تدفقات رؤوس الأموال من قروض للقطاع الخاص أو مساعدات حكومية رسمية لدول المنطقة. وتدل كافة المؤشرات إلى أن آثار تداعيات الأزمة العالمية على دول المنطقة بدأت تظهر فعلياً في جوانب متنوعة من اقتصاديات المنطقة كهبوط معدلات النمو الاقتصادي، وتراجع الإيرادات النفطية، وخروج رؤوس أموال من القطاع المالي العربي، إلى ما هنالك من جوانب أخرى.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

أما بالنسبة لمدى تأثير الأزمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية تحديداً، فلقد بدأت الانعكاسات السلبية تظهر على أداء هذه الأسواق منذ منتصف عام 2008. وبذلك، إن التحسن في الأداء الذي تم الإشارة إليه آنفاً لم يستمر في ضوء تداعيات الأزمة المالية حيث تهاوت أسواق المال العربية أسوة بمثيلاتها العالمية وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات. وكما يبين الشكل البياني رقم (7)، هبط إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو 770 مليار دولار بنهاية العام 2008، حيث خسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار خلال العام ككل، بعدما كانت ارتفعت القيمة السوقية بنحو 78 مليار خلال النصف الأول من العام.

الشكل البياني رقم (7)

تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية جراء أزمة 2007 العالمية



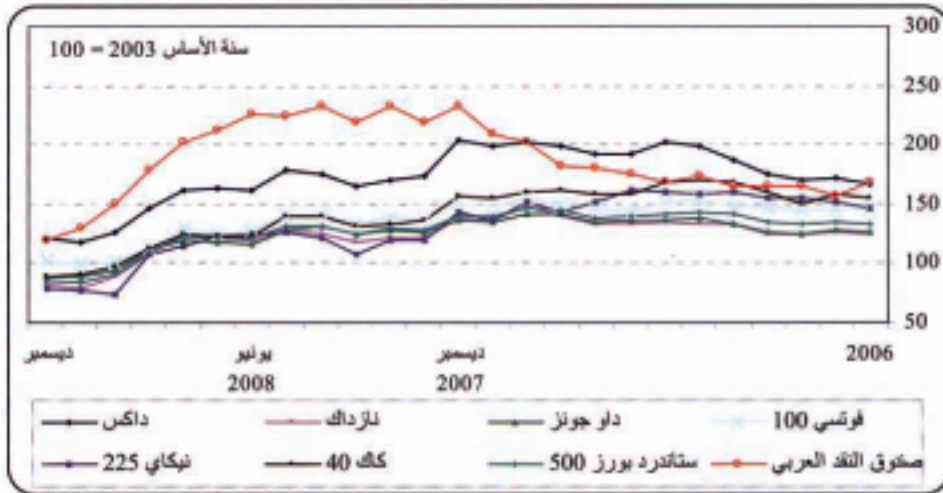
ويعكس انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تراجع أداء الأسواق العربية منذ بداية النصف الثاني من عام 2008. ويبين الشكل البياني رقم (8) النمط التصاعدي لمؤشر الصندوق

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

حتى يونيو 2008، قبل أن يبدأ بالهبوط جراء تداعيات الأزمة وينتهي العام 2008 بانخفاض كبير، مقارنة مع مستواه بنهاية العام السابق.

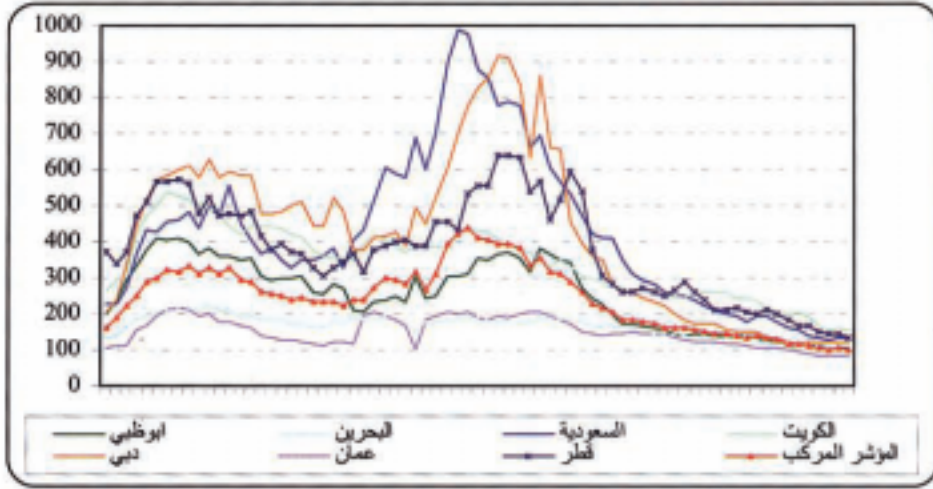
أما بالنسبة لأداء الأسواق كل على حدة، يشير الشكل البياني رقم (9) إلى أن سوق الأسهم السعودي بدأ مرحلة الهبوط قبل الأسواق العربية الرئيسية الأخرى وذلك في يناير 2008، حين بدأت الأسواق الأخرى مسلسل التراجع منذ منتصف العام. واللافت هنا هو أنه بالرغم من التأكيدات الرسمية بأن أسواق المنطقة ومستثمريها الأفراد وصناديقها الاستثمارية لن تتأثر بشكل مباشر وكبير بتداعيات الأزمة العالمية، نرى بأن انخفاض مؤشرات الأسواق الرئيسية العربية كان أكبر بكثير من انخفاض مؤشرات أسواق الدول المتقدمة المفترض أن تنخفض أكثر من غيرها كونها موطن الأزمة وتتأثر بتداعياتها بشكل مباشر.

الشكل البياني رقم (8)
تهاوي الأسواق المالية جراء أزمة 2007



أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

الشكل البياني رقم (9)
تأثير الأزمة المالية العالمية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي



فعلى سبيل المثال، في حين انخفضت المؤشرات الأوروبية والأمريكية والآسيوية الرئيسية بنسب تتراوح بين 30 في المائة و40 في المائة تقريباً خلال العام 2008، سجلت بعض الأسواق الرئيسية العربية انخفاضات وصلت إلى حدود 65-70 في المائة.

وفي ضوء تداعيات الأزمة العالمية وامتداد تأثيرها إلى أسواق المنطقة، عمدت الحكومات والجهات الرقابية في دول المنطقة إلى اتخاذ إجراءات لتفادي أو التخفيف من حدة الانعكاسات المحتملة. فبالإضافة إلى لجوء البنوك المركزية ومؤسسات النقد في المنطقة إلى خفض أسعار الفائدة الرئيسية وخفض نسبة الاحتياط الإلزامي للبنوك التجارية بهدف الإسهام في تخفيف أزمة أسواق الائتمان، لجأت كل من هذه الدول على حدة إلى تبني سياسات واتخاذ تدابير متنوعة للتعامل مع هذه الأزمة.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

وبالرغم من سعي كافة الدول العربية منذ بدأت الأزمة المالية الدولية تلقى بظلالها على الأسواق والاقتصاديات العربية إلى اتخاذ إجراءات وتدابير تهدف إلى التخفيف من حدة تداعيات الأزمة واحتوائها إلى حد ما. إلا أن أسواق الأوراق المالية لم تستجب حتى الآن بالشكل المأمول واستمر مسلسل التراجع حتى بلغت أسعار الأسهم مستويات متدنية لم تشهدا الأسواق منذ سنوات. ويعزى هذا التراجع إلى عوامل عدة أبرزها عدم استعادة المستثمرين الثقة بالأسواق العالمية والمحلية بعد، واستمرار أزمة أسواق الائتمان، وعدم انكشاف تداعيات الأزمة المالية بشكل كامل على أداء الاقتصاديات في المنطقة والشركات المدرجة في الأسواق، إضافة إلى تقديرات باستمرار ضعف الاقتصاد العالمي على الأقل حتى نهاية عام 2009.

رابعا : الأزمة العالمية: دروس وعبر لأسواق المال العربية

بالرغم من الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية التي تم الإشارة إليها، وفي الوقت الذي تضع فيه هذه التطورات المالية والاقتصادية الأسواق العالمية والعربية بمواجهة تحديات، تشكل هذه الأزمة أيضاً فرصة سانحة لكي تستقي أسواق المنطقة العربية العبر من خلال دراسة مسببات تهوي الأسواق المالية العالمية، والاستفادة من هذه التجربة للعمل على توفير البيئة المناسبة لتفادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل.

أولاً، لقد أثبتت تداعيات الأزمة المالية العالمية بأنه في ظل عولمة القطاع المالي إن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلاً أم آجلاً إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى وضع القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته على حافة الهاوية. وهذا يستوجب أن يترافق التحرير المالي مع السعي لتقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي الذي يشمل أسواق الأوراق المالية، والمصارف الاستثمارية، والمصارف التجارية، وشركات تأمين، وشركات الخدمات المالية المتنوعة.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

إن مكونات القطاع المالي هذه لا تخضع في معظم دول العالم إلى نفس الجهة الرقابية بحيث تتوزع المهام الرقابية بين البنوك المركزية ووزارات المالية ووزارات التجارة والهيئات الرقابية على أسواق الأوراق المالية. وبالتالي، فإن تعدد الجهات الرقابية، خاصة في ظل العولمة المالية، أدى إلى تعقيد مهمة الجهات الرقابية الدولية والقطرية، على حد سواء، مما فتح مجالاً أمام المؤسسات المالية بابتكار قنوات وأدوات مالية معقدة بهدف تحسين صورة تقاريرها وبياناتها المالية وإخفاء حجم المخاطر الحقيقية عن المستثمرين.

ومن المفيد الأخذ بعين الاعتبار هنا بتوصيات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) والبنك المركزي الأوروبي مؤخراً في هذا المجال في ضوء الأزمة المالية العالمية، التي بينت أن الإطار الرقابي الحالي في الدول الأوروبية والمشتت بين المؤسسات القطرية، أدى إلى صعوبة في تبادل المعلومات بين الأسواق المختلفة ولم يسمح بالتعامل بالسرعة الكافية مع المشاكل التي برزت جراء أزمة القطاع المالي، مما يحتم إنشاء هيئة تعنى بالرقابة على عمل البنوك والقطاع المالي عموماً في ظل تزايد التعاملات عبر الحدود.

ثانياً، الإفصاح والشفافية أمران ضروريان لتطوير واستقرار الأسواق المالية. وفي المنطقة هناك حاجة ماسة لتوفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات حول أداء الشركات والمسائل التي تؤثر في أسعار الأسهم وفي قرار المستثمرين، وهذا أمر غير متوفر بالشكل المطلوب حالياً. فعلى سبيل المثال، إن عدد من المؤسسات التي واجهت مصاعب مالية مؤخراً في المنطقة كانت أعلنت عن أداء جيد وعن تحقيق أرباح وذلك قبل أسابيع من تعرضها للمشاكل المالية، مما ينطبق أيضاً على تجربة الأسواق الدولية.

ثالثاً، على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول. وهذا يستوجب الانتقائية في

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها، مثل البيع على المكشوف (Short-Selling) والذي يعتبر الكثيرون، على سبيل المثال، بأنها شكلت سبباً رئيسياً في انهيار أسعار أسهم الكثير من الشركات الأمريكية العملاقة. والمعيار الأول لاعتماد أي ممارسة أو أداة مالية يجب أن يكون مبنياً على مستوى نضج السوق المعنية، ووجود مسبق للأطر الرقابية والقانونية التي تنظم عمل هذه الأدوات وتداولها، ومراعاة التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق وتعزيز السيولة فيها من جهة، وبين طبيعة الأدوات المالية المستخدمة، من جهة أخرى.

رابعاً، بالرغم من الأهمية القصوى لدور تدفق الاستثمارات، يجب أن لا نغفل عن حقيقة أن جذب الاستثمارات ليس غاية بحد ذاته بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية. وهنا يجب التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون عادة استثمار طويل الأجل ويتضمن نقل خبرات ومعرفة، وبين استثمارات المحافظ، خاصة قصيرة الأجل منها والتي تسعى إلى المضاربة. وبالرغم من أن المضاربة مطلوبة لتعزيز السيولة في الأسواق، غير أنها قد تؤدي في حال عدم وضع أسس واضحة لها إلى عدم الاستقرار في الأسواق وتعرُّها. قد يكون من المناسب في ظل العولمة المالية وانفتاح عدد لا بأس به من الأسواق المالية العربية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق.

خامساً، تلعب شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية دوراً محورياً في تطوير عمل البورصات العربية. وليس من المغالاة القول بأن سلامة هذه البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها هذه المؤسسات والعاملين بها، وعلى كفاءة الجهات الرقابية التي تنظم عملها. وفي هذا المجال، هناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في الأسواق العربية على كافة المستويات، وتحديدًا الحاجة لوضع حد لفضي التحليل المالي وضبط هذا الموضوع لما له من تأثير على القرارات الاستثمارية لصغار المستثمرين.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

سادساً، هناك شبه إجماع مؤخراً بأن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي من الأزمة المالية التي بدأت في دول جنوب شرق آسيا بدءاً من عام 1997، مروراً بالفضائح المالية التي هزت القطاع المالي الأميركي خلال عامي 2001-2002، وحتى الأزمة المالية الراهنة التي بدأت تظهر في منتصف عام 2008، كلها إنما تكشف عن فشل في حوكمة الشركات. والعبرة التي يجب أن نستخلصها هي أن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من ناحية توازن العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة، وضعف دور لجان الرقابة الداخلية، وضعف مستوى الشفافية والإفصاح وحماية المستثمرين، يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة.

ونكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديداً، وخاصة القطاع المصرفي حيث أن البنوك التجارية وبنوك الاستثمار تشكلان مصدراً أساسياً لتمويل المعاملات التجارية للشركات، والمشاريع التنموية، وتوجه المدخرات إلى استثمارات، وتقديم خدمات مالية واستشارية للأفراد والمؤسسات، وبالتالي فإن ضعف أداء هذا القطاع جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموماً.

خامساً: خلاصة وتوصيات

إن تعرض الاقتصاديات وأسواق المال في العالم لصعوبات وحتى لأزمات كبيرة يعد أمراً لا مفر منه وهو جزء من الدورة الاقتصادية العالمية (Business Cycle). إلا أن الدول تسعى بشكل مستمر إلى تبني سياسات اقتصادية كلية ومالية وأطر رقابية متنوعة بهدف تعزيز الاستقرار الاقتصادي عموماً والحد من التداعيات السلبية التي قد تنجم عن هذه الأزمات لدى حصولها. وفي هذا السياق، يمكن اعتبار الأزمات المالية كتجارب وفرص يمكن الاستفادة منها لتحسين الأسواق المالية في وجه نشوب أزمات مماثلة مستقبلاً.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

وتمر الأسواق المالية الدولية، ومنها أسواقنا العربية، في مرحلة صعبة تستدعي بالإضافة إلى التعامل معها وتجاوزها، التوقف عندها ودراسة العوامل التي سببتها، وكيفية تطوير أساليب عمل وهيكله الأسواق بشكل يسهم في تعزيز استقرار الأسواق وتقويتها ودعم دورها في العملية التنموية.

بالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية، لقد خطت هذه الأسواق خطوات ملحوظة ونمت بشكل كبير خلال السنوات القليلة الماضية، حيث تضاعفت القيمة السوقية لهذه الأسواق، وارتفعت أحجام التداول، وازداد عدد الشركات المدرجة فيها. بالإضافة إلى ذلك، تم تطوير الأطر الرقابية والقانونية التي تنظم عمل هذه الأسواق، وتم تعزيز دور المؤسسات المالية المتنوعة التي تعمل في هذه الأسواق من شركات وساطة، ومؤسسات الاستشارات المالية وغيرها.

إلا أنه نتيجة تطور الأسواق المالية الدولية والمحلية بشكل مستمر واستحداث أدوات مالية جديدة، والتنوع المستمر في الحاجات التمويلية لقطاع الأعمال، وفي ظل تزايد العولمة المالية، تجد السلطات المعنية بتطوير الأسواق المالية في المنطقة نفسها بحاجة دائمة لمجاراة هذا التغيير وتطوير هيكلها التنظيمية والنظم الرقابية التي تطبقها على هذه الأسواق.

وفي هذا الإطار، تشكل الأزمة الاقتصادية والمالية الراهنة فرصة هامة لأسواق المنطقة لدراسة هذه التجربة واستخلاص العبر منها، والعمل على توفير المناخ المساعد على تقادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل، أو على الأقل، الحد من تداعياتها في حال وقوعها.

وفي ما يلي نقدم بإيجاز أبرز الدروس التي من المفيد النظر فيها لتطوير الأسواق الخليجية، والعربية عموماً:

أولاً، في ظل عولمة القطاع المالي إن عدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلاً أم آجلاً إلى

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى تعثر القطاع المالي والاقتصاد الكلي برمته. وهذا يستوجب السعي لتقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي، ودراسة النماذج الرقابية المتنوعة المستخدمة في الأسواق العالمية بغية انتقاء ما يتناسب مع وضع أسواق المنطقة.

ثانياً، أثبتت التجربة بأن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في تعاملات الشركات في القطاع المالي يزيد من إمكانية حصول أزمات، ويضاعف من حجمها، ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الاجتماعي الذي ينجم عنها.

ثالثاً، على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة لتطوير الأسواق ودعم السيولة فيها، من جهة، والانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها، من جهة أخرى.

رابعاً، يلعب تدفق الاستثمارات دوراً محورياً في الاقتصاد، ولكنه ليس غاية بحد ذاته بل وسيلة تسهم في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية. ومن المناسب في ظل العولمة المالية وانفتاح أسواق المال الخليجية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق في وجه الاستثمار المضارب قصير الأجل.

خامساً، إن سلامة البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها كافة المؤسسات المالية العاملة في هذه البورصات. هناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في أسواق المنطقة، وتحديد الحاجة لوضع حد لفوضى التحليل المالي وضبط هذا الموضوع لما له من تأثير على القرارات الاستثمارية لصغار المستثمرين.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

سادساً، هناك شبه إجماع مؤخراً بأن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي في السنوات القليلة الماضية إنما تكشف عن فشل في حوكمة الشركات. إن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة. وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديداً، وخاصة القطاع المصرفي لأن تعثر هذا القطاع جراء عدم الالتزام بمبادئ سليمة لحوكمة الشركات من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموماً.

أسواق الأوراق المالية العربية: انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم العربية

(مليون دولار أمريكي)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
68,810	121,128	80,745	132,413	55,490	30,363	20,376	سوق أبوظبي للأوراق المالية
35,844	41,233	29,729	37,639	18,383	10,963	7,087	بورصة عمان
19,947	27,016	21,122	17,364	13,513	9,702	7,716	سوق البحرين للأوراق المالية
246,337	518,984	326,869	646,121	306,256	157,306	74,851	سوق الأسهم السعودي
70,181	135,362	105,950	123,893	73,581	59,528	35,099	سوق الكويت للأوراق المالية
65,748	75,495	49,415	27,274	25,175	13,050	8,564	بورصة القم المنقولة باندك البيضاء
92	97	96	91	140	144	..	بورصة الجزائر
6,304	5,339	4,222	2,821	2,574	2,440	2,126	بورصة الأوراق المالية بتونس
63,099	138,179	86,895	111,993	35,091	14,284	9,470	سوق دبي المالي
3,804	4,931	4,624	3,242	2,058	747	..	سوق الخرطوم للأوراق المالية
2,124	2,474	2,731	3,157	سوق فلسطين للأوراق المالية
15,139	23,086	13,033	12,062	9,318	7,246	5,268	سوق مسقط للأوراق المالية
76,627	95,505	60,905	87,143	40,435	26,702	10,567	سوق النجدة للأوراق المالية
9,609	10,894	8,304	4,917	2,331	1,503	1,395	بورصة بيروت
85,923	138,828	93,496	79,508	38,077	27,847	26,339	بورصتي القاهرة والاسكندرية
769,589	1,338,550	888,138	1,289,638	622,422	361,825	208,858	الإجمالي

الحجم النسبي لأسواق الأسهم العربية (2008)

