

تدويل الخطر المالي وأثره على سوق رأس المال في الدول العربية

**Internationalization of the financial risk and its impact on the capital market in Arab countries**

ط.د. كميلية لوصيف\*، جامعة أم البواقي، الجزائر

louckam@yahoo.fr

تاريخ التسليم: (2018/02/11)، تاريخ التقييم: (2018/05/11)، تاريخ القبول: (2018/05/18)

**Abstract :**

**ملخص :**

The Arab stock markets are suffering from the financial contagion, which is primarily the consequence of the financial liberalization and the capital free movement. This has led us to raise the issue of what is the impact of the internationalization of financial risk to the Arab stock markets. Our approach is descriptive and analytical. We have reached the conclusion that the Gulf states are the most affected. Saudi Arabia, however, is the most affected due to its relations with foreign countries.

**Keywords:** the internationalization of financial risk, financial liberalization, the Arab stock markets.

تعاين أسواق الدول العربية من انتقال وتدويل المخاطر المالية، والناجمة بالدرجة الأولى عن عمليات التحرير المالي التي تقوم أساسا على حرية انتقال التدفقات النقدية بين الدول. الأمر الذي دفعنا إلى طرح إشكالية أثر تدويل الخطر المالي على سوق رأس المال في الدول العربية. متبعين بذلك المنهج الوصفي التحليلي الذي يتماشى والدراسة. وتوصلنا كنتيجة أن دول الخليج العربي وخاصة سوق المال السعودي من أكثر الأسواق تأثرا بانتقال المخاطر المالية وذلك بسبب الروابط والصلات الوثيقة مع الدول الأخرى.

**الكلمات المفتاحية:** تدويل الخطر المالي، التحرير المالي، قنوات تدويل الخطر المالي، سوق رأس المال في الدول العربية.

**مقدمة:**

لقد شهدت الدول العربية عملية اندماج دولي لأسواق السلع والخدمات ورؤوس الأموال لم يسبق لها مثيل، والتي تعود في الأساس إلى عمليات التحرير المالي، سواء المحلي أو الدولي والذي يقوم على إلغاء مختلف القيود التي تعيق حرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول. الأمر الذي سهل تحويل تدفقات رؤوس الأموال بينها، ومن ثم أصبحت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية. ومن هذا المبدأ تقوم فكرة تدويل الخطر المالي والذي يعبر عن انتقال المخاطر المالية من دولة إلى أخرى أو لمجموعة من الدول التي ترتبط فيما بينها بروابط مشتركة سواء كانت روابط تجارية أو روابط مالية... لكن الاشكال يقع في تحديد القنوات والوسائل التي تتم بها عملية التحويل للمخاطر المالية عبر الحدود الوطنية والتي ترتبط أساسا بدرجة الارتباط بين الدول المستقبلية للمخاطر والدول الناقلة لها.

**❖ مشكلة الدراسة:**

بناء على ما تقدم ونظرا لأهمية الموضوع وتعدد جوانبه، فإنه يبرز أمامنا التساؤل الرئيسي التالي:  
" ما مدى تأثير تدويل الخطر المالي على أداء سوق رأس المال في الدول العربية "

**❖ التساؤلات الفرعية:**

ويهدف الإجابة على التساؤل الرئيسي السابق قمنا بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

-فيما تتمثل قنوات تدويل الخطر المالي؟

-ما هي حدود تأثير تدويل الخطر المالي على أداء سوق رأس المال في الدول العربية؟

**❖ فرضيات الدراسة:**

على ضوء التساؤلات الفرعية السابقة تفترض الدراسة مايلي:

-تتمثل قنوات تدويل الخطر المالي في قناة التجارة الخارجية وقناة الأسواق المالية.

-يؤثر تدويل الخطر المالي على سوق رأس المال للدول العربية بإنخفاض أداؤها.

**❖ هدف الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر تدويل المخاطر المالية عبر الحدود الوطنية -الناجمة بالدرجة الأولى عن عمليات التحرير المالي- على أداء سوق رأس المال للدول العربية، مع توضيح آليات وقنوات انتقال الخطر المالي بين الدول.

#### ❖ منهج الدراسة:

سعيًا منا لبلوغ أهداف الدراسة، قمنا بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، بدءًا من تسليط الضوء على بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالمخاطر المالية، ثم الوقوف على آليات تدويل المخاطر المالية، ثم إعتدنا على أداة الإحصاء لعرض وتحليل ومعالجة البيانات والجداول الإحصائية التي تتطلبها الدراسة.

#### ❖ هيكل الدراسة:

تتناول هذه الدراسة أربع نقاط أساسية، بدءًا من مفهوم الخطر المالي وأنواعه، ثم التطرق إلى التحرير المالي بإعتباره مصدر تدويل المخاطر المالية، بعد ذلك نتناول آليات تدويل الخطر المالي ثم أخيرا أثر تدويل الخطر المالي على أداء سوق رأس المال في الدول العربية.

### 1- ماهية الخطر المالي:

#### 1-1- تعريف الخطر المالي:

يعرف Jorion الخطر المالي على أنه تشتت غير متوقع ينتج عن حركة المتغيرات المالية. ومنه فإن الخطر المالي هو الخطر الذي يؤدي إلى تغير في القيمة السوقية لأصل أو لمجموعة من الأصول نتيجة التغيرات في الأسعار السوقية سواء كانت أسعار الفائدة ، أسعار الصرف، أسعار السلع...

#### 1-2- مسببات المخاطر المالية:

يمكن تحديد أهم مسببات المخاطر المالية في العناصر التالية: (عزوز، قندوز، حبار، 2013، ص 34-35)

-عولمة الأسواق المالية والتحرير المالي المصرفي؛

-الهندسة والابتكار المالي وهو ما أدى إلى زيادة حالات عدم اليقين؛

-الانتشار المفرط للمشتقات المالية بكل أنواعها خاصة عند استخدامها من طرف مضاربين هدفهم الأساسي تحقيق الربح، وبالتالي يحولون دون تحقيق الهدف الأساسي من اللجوء للمشتقات المالية وهو إدارة المخاطر؛

-السياسة النقدية بمختلف أدواتها؛

-عدم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي؛

-التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وانخفاض القوة الشرائية؛

-انخفاض نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار نتيجة المنافسة؛

-القوانين والتشريعات الخاصة بالاستثمار وتحفيزه؛

-تقلبات أسعار الفائدة؛

-زيادة معدلات الضرائب على الأرباح.

### 1-3- أنواع المخاطر المالية:

#### أولاً-مخاطر السوق:

هي المخاطر التي يترتب عليها تغير سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض اسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية (للحام وآخرون، 2014، ص: 481).

فمخاطر السوق هي المخاطر التي تنشأ نتيجة التغير العام في الأسعار على مستوى الاقتصاد ككل، والتي يكون سببها التغير في أسعار الأصول المالية، وهناك من الاقتصاديين من يقسم مخاطر السوق إلى مخاطر تغيرات أسعار الفائدة، تغيرات أسعار الصرف، تغيرات أسعار السلع والتغيرات في أسعار الأوراق المالية.

#### ثانياً-مخاطر الائتمان:

تعتبر مخاطر الائتمان أو ما يطلق عليها مخاطر عدم القدرة على السداد من بين المخاطر التي تحظى بأهمية كبيرة على مستوى البنوك، وهي المخاطر المرتبطة بالطرف المقابل في العقد، أي

على قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد (خان، حبيب، 2003، ص: 31).

#### ثالثاً-مخاطر سعر الصرف:

هو الخطر المتعلق بالتغيرات المستقبلية في سعر العملة الأجنبية والتي تمس بالدرجة الأولى صاحب الدين المقيم بالعملة الأجنبية التي تغيرت قيمتها.

#### رابعاً-خطر سعر الفائدة:

خطر سعر الفائدة هو الخطر الناشئ عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية، بسبب تغيرات حاصلة في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الإستثمار (اللحام وآخرون، 2014، ص: 484)، كما يعرف خطر سعر الفائدة على أنه المخاطر الناتجة عن وظيفة البنك الأساسية المتمثلة في تلقي الودائع وتقديم القروض، أو بعبارة أخرى تنشأ مخاطر سعر الفائدة في البنوك نتيجة الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع.

أما في أسواق رؤوس الأموال فمن المتفق عليه هو وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة السوقية التي تتغير وفقاً لتغيرات العرض والطلب وقيمة السندات، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الأصول المالية الأخرى يؤدي بالضرورة إلى التخلص من السندات ببيعها وبالتالي زيادة المعروض منها مقابل إنخفاض الطلب عليها مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها.

ورغم أن خطر سعر الفائدة يؤثر على جميع الأوراق المالية لكن تأثيره يظهر بصورة جلية في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات والأسهم الممتازة)، فحامل السند يتعرض لخطر سعر الفائدة في حال تداول السند في سوق رؤوس الأموال قبل تاريخ إستحقاقه، ففي حالة إرتفاع سعر الفائدة فإن قيمة السند ستخف، أما إذا انخفضت أسعار الفائدة فإن سعر السند سيرتفع.

#### خامساً-مخاطر التضخم:

مخاطر التضخم هي المخاطر الناشئة عن إنخفاض القوة الشرائية لقيمة الإستثمار أو العائد الذي يتوقع منه (اللحام وآخرون، 2014، ص: 483)، ومنه نستنتج أن مخاطر التضخم هي المخاطر التي

تؤثر على أسعار الأوراق المالية والنتيجة عن إرتفاع المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية.

ومن الأمور المعروفة في اقتصاديات الإستثمار أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت (السندات والأسهم الممتازة) أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية عن الإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير (الأسهم)، ولهذا فإن الإستثمار في الأسهم العادية يحافظ بقدر كبير على القوة الشرائية من الإنخفاض بسبب حالة التضخم، لأن أسعار الأسهم في السوق تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للإستثمار، إضافة إلى أن المؤسسة عند حاجتها للتمويل تقوم بإصدار السندات، ففي حالة إرتفاع مستوى الأسعار (إنخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد) فإن المؤسسة المقترضة لا تتأثر بذلك على عكس المؤسسة المقترضة (الحاملة للسندات) التي ستحصل في نهاية المدة على قيمة أقل نتيجة لإنخفاض القوة الشرائية.

## 2-التحرير المالي:

يعد التحرير المالي كأحد ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسعار صرف العملات، قطاع التأمين والمصارف وتحرير حركة رؤوس الأموال، ويرتبط التحرير المالي بتحرير حساب رأس المال وبالتالي تحرير أسواق رأس المال

هذا الأخير الذي يعتبر السبب الرئيسي في تدويل الخطر المالي.

## 2-1- مفهوم التحرير المالي:

التحرير المالي هو مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً (الحريري، 2009، ص:02)، كما يعرف التحرير المالي على أنه إعطاء استقلالية تامة للمؤسسات المالية والبنوك وذلك من خلال إلغاء كل القيود والضوابط واعتماد آليات السوق (قانون العرض والطلب) في تحديد

معدلات الفائدة الدائنة والمدينة مع التخلي عن سياسة تأطير الإئتمان وخفض الاحتياطي الإلزامي، وفتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص الوطني والأجنبي (بربري، طرشي، 2008، ص: 03).

**2-2-أنواع التحرير المالي:** وينقسم التحرير المالي إلى:

#### **أولاً-التحرير المالي الداخلي:**

يقتضي التحرير المالي الداخلي تحرير أسعار الفائدة وتركها تتحدد حسب قوى العرض والطلب، إضافة إلى إلغاء القيود على تخصيص الإئتمان نحو قطاع معين والحد من وضع سقوف إئتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، وإعطاء المصارف والمؤسسات المالية حرية كبيرة في إدارة نشاطها.

#### **ثانياً-التحرير المالي الدولي:**

إن إجراءات التحرير المالي على المستوى الدولي تتضمن عدة سياسات من بينها: إلغاء ضوابط الصرف وتركه يتحدد حسب قوى العرض والطلب. أما عن جوهر عملية التحرير المالي الدولي فهو عولمة الأسواق المالية من خلال تحرير حساب رأس المال، وذلك عن طريق منح حرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى الأسواق المالية وعدم فرض قيود على المستثمرين المحليين ومنحهم الحرية التامة في إمتلاك الأصول الأجنبية، وكذلك الأمر بالنسبة لغير المقيمين وذلك بإزالة القيود المفروضة على إمتلاك الأجانب للأصول والأوراق المالية المحلية.

تقتضي عملية التحرير المالي البدء بتحرير القطاع المالي محلياً (تحرير مالي داخلي) بقطاعه الحقيقي والمالي، ثم يليه تحرير القطاع المالي الخارجي بقطاعه الحقيقي والمالي.

#### **2-3-أنواع التدفقات الرأسمالية:**

تنقسم التدفقات الرأسمالية وفقاً للتقسيم الدولي إلى ثلاث أنواع رئيسية: (خطيب، 2008، ص: 33)

**أولاً-الإستثمار الأجنبي المباشر:** وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك مالا يقل عن 10% من رأس مال شركة محلية في دولة ما.

**ثانياً-إستثمارات الحافظة:** وتتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة والتبادل ويمثل هذا النوع الأموال الساخنة في البورصات.

**ثالثاً-تدفقات أخرى:** وهي تتضمن التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير القابلة للتجارة مثل القروض والودائع والتسهيلات الإئتمانية والديون المستحقة على الديون الجيدة.

حيث تؤثر حركة التدفقات الرأسمالية مهما اختلف نوعها على الأسواق المالية سواء بدخول رؤوس الأموال إلى الأسواق المحلية أو خروجها إلى أسواق أجنبية، ففي الحالة الأولى فإن حدوث أزمة تدفع المستثمرون الأجانب يرغبون في زيادة إستثماراتهم في البلد المضيف، ويترتب على ذلك زيادة حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية وبالتالي إرتفاع معدلات التضخم، علماً أن إرتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى تراجع القدرة التنافسية للدولة، وإحتمال تفاقم حالة عدم الإستقرار في الاقتصاد الكلي. والعكس يحدث في حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال نحو الخارج.

### 3-تدويل الخطر المالي:

إن زيادة الترابط بين الأسواق المالية الدولية أدى إلى زيادة تعرضها إلى المخاطر المالية أو يطلق عليه مصطلح تدويل الخطر المالي.

#### 3-1- مفهوم تدويل الخطر المالي:

هو إنتشار الإضطرابات في الأسواق من دولة إلى أخرى أو إلى مجموعة من الدول، والنتيجة عن التقلبات في أسعار الصرف، أسعار الأسهم وزيادة التدفقات في رؤوس الأموال (Kilic&Chelikani and Coe,2014,p :20)

كما يعرف تدويل الخطر المالي على أنه إنتقال المخاطر من بلد إلى آخر والذي ينتج عن الروابط المختلفة بين الدول مما يؤدي إلى حدوث أزمات وصددمات مشتركة. (Calero& Andrés, 2014. p:5) ومنه نستنتج أن تدويل الخطر المالي هو إنتقال الخطر المالي من دولة إلى أخرى أو لمجموعة من الدول ترتبط فيما بينها بروابط مشتركة في أداء أسواقها المالية، حيث ينتقل الخطر من قطاع معين بدولة ما إلى قطاعات أخرى بنفس الدولة، تؤدي بعد ذلك إلى حدوث أزمة مالية دولية إذا إنتقلت إلى دول أخرى ذات روابط مشتركة فيما بينها، وبالتالي فهو يعبر عن تقلبات المتغيرات الاقتصادية والمالية في بلد ما إستجابة لتقلبات في بلد أو بلدان أخرى.



حيث أن بداية الإهتمام بموضوع تدويل الخطر المالي ينبع أساسا من مفهوم التمويل الدولي ولا سيما للاقتصاديات النامية-العربية خصوصا- فتدويل الخطر المالي هو تحويل المخاطر المالية عبر الحدود الوطنية والناجم عن التقلبات في الساحة الدولية، لكن الإشكال يقع في تحديد قنوات التدويل والتي ترتبط أساسا بدرجة الارتباط بين الدول المستقبلية للمخاطر والدول الناقلة لها، وبتفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض.

### 3-2- قنوات تدويل الخطر المالي:

ينتقل الخطر المالي عبر قنوات مختلفة أهمها قناة التجارة الخارجية وقناة الأسواق المالية. فيما يتعلق بالقناة الأولى فاننتقال المخاطر يكون عن طريق الاتفاقيات التجارية وما ينجر عنها من ضغوطات لأسعار الصرف. فانخفاض سعر الصرف في دولة ما يؤدي إلى انخفاض صادراتها وزيادة واردات الدول المرتبطة بها تجاريا، وهذا ما يؤثر على الاستقرار الاقتصادي.

أما عن قناة الأسواق المالية فإن الإنتقال يكون من خلالها عن طريق ما يطلق عليه بالأموال الساخنة والتي تتميز بمايلي: (الخصيري، 2000، ص: 211)  
-ساخنة وسريعة الحركة والإنتقال من نشاط معين إلى آخر، بحثا عن الربح، ومن ثم فإنها دخولها أو خروجها يسبب أزمات للبنوك من أهمها:

- أزمات الدخول المتمثلة في إرتفاع حجم الأموال السائلة الفائضة عن قدرة البنك عن التوظيف، وتدني ربحية البنك تبعا لذلك؛
- أزمات الخروج المتمثلة في نقص السيولة، واضطرار البنك إلى الاقتراض من البنوك الأخرى أو من البنك المركزي بتكلفة مرتفعة تؤثر على ربحية البنك؛

-تنتقل من سوق مالي إلى آخر بحثا عن مزيد من الأمان، ومن التنوع، ومن الطاقة الإستثمارية والتوظيفية؛

-لا تخضع لجنسية معينة، بل أشخاصها وأصحابها دوليين عالميين تحركهم المصالح والمنافع الاقتصادية وإنتهاز الفرص.

### 3-3- مؤشرات قياس الإنفتاح المالي بين الدول:

باعتبار أن تدويل الخطر المالي يقوم أساسا على درجة الإرتباط بين الدول من جهة ودرجة انفتاحها المالي من جهة أخرى، مما دفعنا إلى محاولة قياس درجة الإنفتاح المالي بينها، حيث أنه توجد علاقة طردية بين مستوى الإنفتاح المالي وتدويل الخطر المالي، فكلما زادت درجة الإنفتاح المالي لدولة ما زادت إمكانية تدويل وانتقال المخاطر المالية عبر حدودها.

لابد في البداية من الاعتراف بصعوبة قياس درجة الانفتاح المالي، إذ لا يوجد معيار واحد يلقي إجماعا في قياس الإنفتاح المالي، وإن وجد فقد لا يمكن تطبيقه على جميع أسواق رأس المال وسنحاول إبراز أهم الدراسات التي قامت بقياس درجة الانفتاح المالي.

#### أولاً- نموذج حجم التدفقات الرأسمالية:

حسب هذا النموذج تكون الدول أكثر انفتاحا إذا كان حجم التدفقات الرأسمالية فيما بينها كبيرا، وبالتالي كلما ازدادت درجة حرية التدفقات الرأسمالية الدولية، كبر حجم التدفقات بين الدول، ولقد أجريت عدة دراسات تطبيقية لهذا المنهج على الدول النامية، لقياس درجة انفتاحها، ومنها دراسة " Calvo, Leiderman and Reinhart"، ودراسة " Montiel" وقد توصلنا إلى أن الدول النامية غير المثقلة بالديون والمتمتعة بدرجات متباينة من الانفتاح قد يتجه إليها قدر كبير من التدفقات الدولية (طيبة، 2011، ص: 119).

#### ثانياً- نموذج تعادل أسعار الفائدة:

ويقضي النموذج أنه نتيجة لاختلافات أسعار الفائدة بين الدول، تتجه رؤوس الأموال إلى الانتقال بفعل عمليات المراجعة الدولية، للاستفادة من فروق أسعار الفائدة، وتظل عمليات التدفق سارية إلى أن تتساوى معدلات الفائدة المحلية مع معدلات الفائدة العالمية. وطبقا لهذا التعامل تقاس درجة الانفتاح المالي بالحد الذي تتساوى عنده معدلات العائد على الأصول المالية المحلية والأجنبية المتطابقة بفعل عمليات المراجعة الدولية.

بالتالي تقاس درجة التحرر المالي من خلال مقارنة معدلات العائد على الأصول المالية والأجنبية، فكلما قل الفرق بينهما ارتفعت درجة تحرر التدفقات الرأسمالية الدولية، وفي حالة الحرية التامة للتدفقات الرأسمالية، تتساوى معدلات العائد المحلية والأجنبية. (طيبة، 2011، ص: 120).

**ثالثاً- نموذج الادخار-الاستثمار:**

في حالة تحرير الميزان الرأسمالي تميل رؤوس الأموال الطويلة الأجل إلى الانتقال إلى حيث ترتفع معدلات العائد على الإستثمار، وتتقطع العلاقة بين الاستثمار المحلي والادخار المحلي، إذ أن حركة رؤوس الأموال تضمن تسوية الاختلالات التي تصيب المدخرات المحلية.

إن مدى الارتباط بين المدخرات والاستثمارات المحلية يقيس لنا درجة الانفتاح المالي للدولة على العالم الخارجي، فإذا كان الارتباط شديداً (يصل إلى 1)، يشهد هذا الاقتصاد انغلاقاً تاماً. كما أن حجم الاستثمار المحلي لا يتوقف على حجم الادخار المحلي (معدل الارتباط يصل إلى الصفر) في حالة وجود حرية تامة لانتقالات رؤوس الأموال الدولية.

ومن بين الدراسات التي قاست العلاقة بين حصة الاستثمار والادخار المحليين هي دراسة "Fedstein and horioka" التي استخدمت لقياس درجة حرية التدفقات الرأسمالية لمجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1960-1970، وتشير النتائج إلى وجود علاقة متينة بين حصة الادخار والاستثمار الوطنيين، وهو ما يوحي بوجود انخفاض في درجة تكامل سوق المال الألمانية والأسواق المالية لدول المنظمة، لكن هذه النتائج تتعارض مع الواقع، إذ أن الفروق بين معدلات الفائدة تكاد تكون متلاشية بين هذه البلدان، وأن أسعار الصرف الآجلة أصبحت تضمن تعادل معدلات الفائدة لهذه الدول، وهو ما يعني وجود حرية تامة لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وتكامل كبير تعرفه أسواق المال للدول الصناعية. (طيبة، 2011، ص: 121).

**4-دراسة تحليلية لأثر تدويل الخطر المالي على سوق رأس المال في الدول العربية:**

في ظل انفتاح الاقتصادات العربية على الاقتصاد العالمي فإن التطورات الاقتصادية الدولية تؤثر بشكل مباشر على اقتصادات الدول العربية، فهي تعاني تحويل وانتقال المخاطر المالية من دول أخرى، والناجحة عن العلاقات التجارية والمالية التي تربطها بباقي الدول، سواء كانت ذات صلة بالتجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر أو ذات صلة بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة والمتمثلة أساساً في استثمارات الحافظة. وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال البيانات والجداول الحصائية المتعلقة بالدول العربية بعد الأزمة العالمية لسنة 2008.

حيث انخفضت مؤشرات أسواق الدول العربية متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن الذي شهدته هذه الأسواق في سنة 2007 عاودت مؤشراتنا الهبوط وبشكل ملحوظ في منتصف سنة 2008.

#### 1-4- الأثر على مؤشرات أسواق الدول العربية:

جدول رقم: 1 تغير مؤشرات أسواق الدول العربية في سنتي 2007 و 2008

المؤشر في 2008-12-31	المؤشر في 2007-12-31	البورصة
1636.29	5931.95	سوق دبي المالي
4802.99	11175.96	سوق الأسهم السعودي
4596.49	10549.75	البورصة المصرية
2390.01	4551.80	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
5441.12	9035.48	سوق مسقط للأوراق المالية
7782.60	12558.90	سوق الكويت للأوراق المالية
1804.07	2755.27	سوق البحرين للأوراق المالية
6886.12	9580.45	سوق الدوحة للأوراق المالية
102.4	129.20	بورصة بيروت
6243.14	7519.00	بورصة عمان
441.66	527.26	سوق فلسطين للأوراق المالية
2552.27	2962.10	سوق الخرطوم للأوراق المالية
10984.29	12694.97	بورصة الدار البيضاء

2892.40	2614.00	بورصة الأوراق المالية بتونس
58.36	34.59	بورصة العراق للأوراق المالية

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية ، سنة 2008، ص:12.

نلاحظ من الجدول أن غالبية الدول العربية إنخفض مؤشر أدائها بين سنتي 2007 و2008 بإستثناء بورصة الدار البيضاء وبورصة الأوراق المالية بتونس وبورصة العراق للأوراق المالية التي كانت تأثرها طفيف مقارنة ببقية الدول. حيث أنخفض المؤشر في سوق الأسهم السعودي من 11175.96 سنة 2007 إلى 4802.99 سنة 2008 أي ما يعادل انخفاض نسبة 72% وذلك باعتبارها من أكثر الدول العربية انفتاحا على الاقتصادات الخارجية.

#### 4-2- الأثر على القيمة السوقية لأسواق الدول العربية:

الجدول رقم: 02 القيمة السوقية الاجمالية لبعض أسواق الأسهم العربية ( مليون دولار أمريكي)

السوق	أبوظبي	عمان	البحرين	السعودية	الكويت	دبي	الدوحة	القاهرة والاسكندرية
نهاية 2007	121.128	41.233	27.016	518.984	135.362	138.179	95.50	138.828
نهاية 2008	68.810	35.844	19.947	246.337	70.181	63.099	76.62	85.923

المصدر: تقارير صندوق النقد العربي، الربع الأول 2008، ص: 81، الربع الرابع 2008، ص: 83.

نلاحظ من الجدول انخفاض القيمة السوقية الاجمالية لأسواق الأسهم في الربع الأخير من سنة 2008 لغالبية الدول العربية ، وهو ما يفسر تأثر أسواق الدول العربية بالأزمة العامية لسنة 2008. حيث انخفضت على سبيل المثال القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52% لتصل إلى حوالي 246.337 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة ما نسبته 32 % من القيمة السوقية الاجمالية للأسواق المالية العربية.

كما انخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54%، حيث بلغت في الربع الأخير من سنة 2008 ما قيمته 63.099 مليار دولار أمريكي مقارنة بقيمتها في نهاية سنة 2007 والمقدر ب 138.179 مليار دولار أمريكي، حيث تعرضت قطاعات المرافق والعقار والخدمات المالية والاستثمارية لأكبر الخسائر في سوق دبي المالي وانخفضت بنسبة 83.7%، 82.6%، 69.9% على التوالي، أما عن سوق الكويت فقد انخفض بنحو 48%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 43%، وبورصتي القاهرة والاسكندرية بنحو 38%.

#### 3-4- الأثر على عدد الشركات المدرجة بأسواق رأس المال في الدول العربية:

بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد انخفض في نهاية سنة 2008 ليبلغ 1542 شركة مقابل 1550 في نهاية سنة 2007.

#### 4-4 الأثر على قيمة الأسهم المتداولة:

جدول رقم 03: قيمة الأسهم المتداولة لبعض أسواق الدول العربية ( مليون دولار أمريكي)

السوق	نهاية سنة 2007	نهاية سنة 2008
سوق أبوظبي للأوراق المالية	436.1	93.8
بورصة عمان	81.5	56.4
سوق البحرين للأوراق المالية	7.7	8.8
سوق الأسهم السعودي	2588.9	1499.2

395.2	464.6	سوق الكويت للأوراق المالية
182.9	915.0	سوق دبي المالي
15.4	46.6	سوق مسقط للأوراق المالية
165.2	228.6	سوق الدوحة للأوراق المالية
4.1	402.7	بورصة بيروت
139.4	362.5	بورصتي القاهرة والاسكندرية

المصدر: تقرير صندوق النقد العربي، الربع الرابع 2008، ص: 85.

بالنظر إلى الجدول نلاحظ انخفاضاً كبيراً في قيمة الأسهم المتداولة في كل الدول العربية المدرجة في الجدول أعلاه، حيث انخفضت في سوق أبو ظبي من 436.1 مليون دولار أمريكي في نهاية سنة 2007 إلى ما يعادل 93.8 مليون دولار أمريكي نهاية سنة 2008، كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي من 2588.9 مليون دولار أمريكي إلى 1499.2 مليون دولار أمريكي، أم عن سوق دبي المالي فقد أنخفض من 915 مليون دولار أمريكي إلى 182.9 مليون دولار أمريكي. وهذا ما يوضح أثر الأزمة المالية العالمية على قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الدول العربية.

#### 4-5- الأثر على عدد الأسهم المتداولة:

الجدول رقم 04: عدد الأسهم المتداولة لبعض أسواق الدول العربية (مليون سهم)

السوق	نهاية سنة 2007	نهاية سنة 2008
سوق أبوظبي للأوراق المالية	23.659	5.801
بورصة عمان	1.265	798
سوق البحرين للأوراق المالية	413	473
سوق الأسهم السعودي	14.132	16.194
سوق الكويت للأوراق المالية	16.622	16.914

15.979	52.868	سوق دبي المالي
1.159	1.483	سوق الدوحة للأوراق المالية
21.69	72.85	بورصة بيروت
4.540	5.824	بورصتي القاهرة والاسكندرية

المصدر: تقرير صندوق النقد العربي، الربع الرابع 2008، ص: 86.

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض كبير في عدد الأسهم المتداولة لغالبية الدول العربية المبينة فيه، حيث أنخفض سوق عدد الأسهم المتداولة في سوق أبو ظبي من 23.659 مليون سهم في نهاية سنة 2007 إلى 5.801 مليون سهم في نهاية سنة 2008، كما شهد سوق دبي انخفاضا كبيرا من 52.868 مليون سهم نهاية 2007 إلى 15.979 مليون سهم نهاية سنة 2008.

حيث شكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والامارات ما نسبته 87.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية. وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26.6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.

#### الخاتمة:

تضافرت العديد من العوامل في تسهيل تدفقات رؤوس الأموال بين الدول منها إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، إضافة إلى تطور عملات الأورو الدولية وأسواق السندات الدولية، فضلا عن انتشار أدوات التحوط من المخاطر كالمشتقات المالية. لقد ساهم التطور التكنولوجي بشكل كبير في إنتشار وتوسع ظاهرة العولمة المالية والتحرير المالي الأمر الذي سهل إندماج أسواق المال الدولية بسبب إنخفاض تكاليف النقل والمواصلات وزيادة سرعة حركة الأموال من سوق لأخر.

شهدت الدول العربية كغيرها من الدول عملية الاندماج في الاقتصاد العالمي بتطبيق آليات التحرير المالي بجانبه الحقيقي والمالي، هذا ما جعلها عرضة لإمكانية انتقال المخاطر لاقتصادياتها عبر قنوات حقيقة كالصادرات والواردات والاستثمار الأجنبي المباشر، أو عن طريق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة المتمثلة في استثمارات الحافطة. مما يؤثر على أداء أسواق رأس



المال بها سواء ما تعلق بالقيمة السوقية الاجمالية، قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة وغيرها.

لقد سمحت لنا هذه الدراسة من اختبار الفرضيات الموضوعة في بدايتها كمايلي:

فيما يخص الفرضية الأولى والتي تنص على أن قنوات تدويل الخطر المالي تتمثل في قناة التجارة الخارجية وقناة الأسواق المالية فلقد أثبتنا صحتها من خلال توضيح آليات انتقال الخطر المالي بين العربية والتي بينت أن سوق المال السعودي أكثر الأسواق العربية تأثراً نتيجة روابطه التجارية والمالية الكبيرة مع البلدان الأجنبية.

أما عن الفرضية الثانية والتي نصها "يؤثر تدويل الخطر المالي على سوق رأس المال للدول العربية بإنخفاض أدائها" فلقد أثبتنا صحتها كذلك من خلال تحليل الجداول الاحصائية المستمدة من تقارير صندوق النقد العربي والتي تبين مدى تأثر الاقتصادات العربية بالأزمة المالية لسنة 2008.

فمن خلال دراستنا لأثر انتقال الخطر المالي-الأزمة المالية لسنة 2008 مثالا- توصلنا إلى أن دول الخليج العربي هي أكثر الدول تأثراً بانتقال المخاطر المالية لأسواقها وذلك نتيجة الروابط المالية والتجارية الوثيقة مع الدول الخارجية. حيث شهدت الدول العربية تقلبات حادة من جراء ذلك تأثراً بالأزمة العالمية، حيث اتجه المستثمرين العرب والأجانب على حد سواء لبيع أسهمهم وبكميات كبيرة لمحاولة تجنب الخسائر التي لحقت بهم والتقليل من حدتها، ويعتبر سوق الأسهم السعودي من أكبر البورصات العربية تضرراً وتلته سوقي القاهرة والاسكندرية.

#### المراجع:

##### المراجع باللغة العربية:

- 1- بن عزوز، بن علي، قندوز، عبد الكريم، حبار، عبد الرزاق.(2013). إدارة المخاطر: المشتقات المالية الهندسة المالية. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- 2- اللحام، محمد عزت وآخرون.(2014). الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى. الأردن: مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

- 3- خان، طارق الله، حبيب، أحمد.(2003). إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية للبحوث والتدريب. المملكة العربية السعودية.
- 4- حريري، عبد الغني.(2009). دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي. جامعة فرحات عباس سطيف الملتقى الدولي: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، 20-21 أكتوبر.
- 5- بربري، محمد أمين، طرشي، محمد.(2008). التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، الملتقى العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة قاصدي مباح ورقلة، 11-12 مارس.
- 6- خطيب، شذا جما.(2008). العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال. الأردن: مجدلاوي للنشر والتوزيع.
- 7- طيبة، عبد العزيز.(2011). أثر الانفتاح المالي في النمو الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر- خلال الفترة 1990-2009. مجلة بحوث اقتصادية عربية تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية.(العددان 55-56).
- 8- الخضير، محسن أحمد.(2000). العولمة: مقدمة في فكر الاقتصاد وإدارة عصر اللادولة، الطبعة الأولى. القاهرة: مجموعة النيل العربية.
- 9- تقرير صندوق النقد العربي.(2008). الربع الرابع.
- 10- تقرير صندوق النقد العربي.(2008). الربع الأول.
- 11- سوق الدوحة للأوراق المالية.(2008).

#### المراجع باللغة الأجنبية:

- 1-Calero, U., & Andrés, J.(2013). Essays on financial contagion ,doctorat thésis, University of Rouira virgili.
- 2-Toto, A.(2016).three essays on liquidity and contagion, ,doctorat thesis, Italy..
- 3-Kilic, O., Chelikani, S., & Coe, T.(septembre2014). Financial Crisis and Contagion: The Effects of the 2008 Financial Crisis on the Turkish Financial Sector, international journal of applied economics,11(2).
- 4-Jorion,P.(2007).Value at risk,third edition.