



تباين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق (ناشئة - متقدمة)

عثمان عتر

عمر عتر

o3manetr@yahoo.com

etromer@hotmail.com

جامعة حلب، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة- سوريا

الملخص:

يلقي هذا البحث الضوء على مفهوم القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالي، وأسباب التباين الحاصل في القرارات للمتعاملين في أسواق المال الناشئة والمتقدمة. ومن أهم الأسباب في اختلاف نوعية هذه القرارات، نقص الوعي للمستثمرين، الاعتماد على التسريبات و الإشاعات، المضاربة الغير المرتكزة على أساس علمي أو مهني سليم، وضعية الأسواق المالية الناشئة من ناحية المخاطر والصعوبات التي تواجهها هذه الأسواق.

1- المقدمة:

إن اتخاذ قرار سليم من قبل المتعامل في السوق المالي فيما يتعلق بالاستثمار سواءً من ناحية الشراء أو البيع في سهم معين، يتوجب عليه أن يكون ملماً وعلى معرفة بكيفية قراءة القوائم المالية، مثل: الميزانية وقوائم الدخل والتدفقات النقدية، وكيفية تحليل هذه القوائم واستخراج بعض المؤشرات المالية التي تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وتخفيض مستوى عدم التأكد المرتبطة بهذه القرارات، مما يؤدي إلى رفع فعالية وجودة أي قرار استثماري من خلال التوجيه السليم للمدخرات. لذا يجب أن يكون جميع المستثمرين على قدم المساواة من حيث كم ونوع ووقت المعلومات التي ترد إليهم. وهنا يمكن فقط أن تتحقق العدالة في هذه الأسواق وأن تصبح مناخاً استثمارياً ملائماً.

2- أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث مما يلي:

توضيح الأسس والمبادئ التي يمكن من خلالها التعرف على أثر المعلومات المحاسبية على قرارات المستثمرين السوق المالي، وأثر ذلك في تحديد أسعار الأسهم والسندات.

التعرف على أهم الأسباب التي تمنع المستثمرين في الأسواق المالية العربية (الناشئة) من الوصول إلى مستوى القرارات التي يتخذها المتعاملين في الأسواق المالية المتقدمة.

3- أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى:

1- السعي للتعرف على التباين بين القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق المالية وآلية تقييم هذه القرارات في الواقع العملي .

2- استكشاف أسباب أو (عوامل) الكفاءة المنخفضة للقرارات الاستثمارية في الأسواق المال العربية (الناشئة).



4-مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث فيما يلي:

1-ما مدى التباين في القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق الناشئة مقارنة مع نظيرتها في الأسواق المتقدمة؟

2-ما هو أسباب الاختلاف في أثر المعلومات المحاسبية على قرارات المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة و المتقدمة؟

5-فرضيات البحث:

يستند البحث إلى اختبار الفرضيات الأساسية التالية:

1-يوجد تباين في طريقة استيعاب المعلومات التي تحتويها التقارير المالية والاستفادة منها في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة بين الأسواق المتقدمة و الناشئة..

2-يختلف أثر المعلومات المحاسبية في قرارات المستثمرين في الأسواق المال الناشئة ومنها الأسواق المال العربية نتيجة للمخاطر والصعوبات التي تواجه هذه الأسواق.

6- منهجية البحث:

يعتمد الباحثان لتحقيق أهداف بحثهما على استخدام المنهج الوصفي التحليلي،وعلى الدراسات المتوفرة والأبحاث والدوريات والمقالات المتخصصة وعلى الكتب الموجودة باللغة العربية واللغة الأجنبية،وذلك لتكوين إطار نظري للبحث ينطلق منه الباحثان لتحديد المفاهيم المتعلقة بالموضوع.

7-الدراسات السابقة:

1.7-دراسة مركز البحوث والدراسات،2005،"استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني "الرياض،السعودية [1]

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية من خلال إجراء مسح ميداني، ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة إلى أن سوق الأسهم السعودي يعاني من العديد من جوانب الضعف، والتي من أهمها أن مصادر السيولة النقدية تقوم في جزء منها على القروض أو التسهيلات البنكية، كما أن القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق لا تزال تبنى على مصادر ذات جودة متوسطة. إضافة إلى ذلك فقد تبين تدني درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق، وتحرك أسعار الأسهم في السوق في شكل مسارات عشوائية، بشكل لا يعبر عن المعلومات عن شركات هذه الأسهم وتدني مقومات الكفاءة التشغيلية للسوق وأن سوق الأسهم السعودية يعمل وفقا لدرجة كفاءة متوسطة، إلا إن هذه الدرجة تقترب من درجة الكفاءة الضعيفة أكثر من اقترابها من درجة الكفاءة القوية. ومن أبرز ما أوصت به نشر الوعي بين المشاركين في السوق عن طريق الدورات التدريبية والتوعية من خلال وسائل الإعلام،ومزيد من الرقابة على الشركات في الإفصاح عن ميزانياتها وتقاريرها الاقتصادية.

2.7-دراسة د.محفوظ جبار،2004،"كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001 الجزائر[2]

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة كفاءة البورصة الجزائرية انطلاقاً من ردود أفعال المساهمين وانعكاس المعلومات على الأسعار،ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة إلى أن هناك عدد من المساهمين قد حصلوا على المعلومات عبر قنوات غير عادية وعلى فترات متفاوتة وصولاً إلى الاتجار الداخلي بالأسهم،مما أدى إلى عدم كفاءة سوق المعلومات وزاد من لا كفاءة التشغيل،كما تبين أنه لم يكن



لتذبذب في الأسعار والسعي وراء الأرباح وغيرها من العوامل الموضوعية آثاراً واضحة على قرارات وسلوك هؤلاء المستثمرين، كما تبين أن معظم المساهمين المستجوبين في الاستبيان اتخذوا قراراتهم الاستثمارية على أسس غير اقتصادية وغير مالية، كما اتضح أن هناك معلومات محاسبية ومالية على قدر كبير من الأهمية، سواء بالنسبة للمستثمر أو الشركة المعنية لم تنعكس في الأسعار نهائياً.

3.7-دراسة Wright, Ken(1996):[3]

تناولت هذه الدراسة دور وأهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية، بهدف زيادة الوعي بسلوك المستثمرين وذلك بالتطبيق على أسواق رأس المال في المملكة المتحدة، وقد اعتمدت الدراسة على قوائم الاستقصاء التي أرسلت لمجموعة من المدراء التنفيذيين لتقييم المعلومات المحاسبية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية ذات أهمية عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الوحدات الاقتصادية (الأوراق المالية)، وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

8-المخاطر والعوائد المرتبطة بالقرارات الاستثمارية:

يرتبط أي قرار استثماري دائماً بعنصرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة. يعرف العائد بأنه: الدخل المتولد من الاستثمار.

أما المخاطرة: فهي فرصة انحراف العائد الفعلي عن المتوقع.[4]

ففي حين يجذب عامل الخوف المستثمر نحو الابتعاد عن المخاطر، فإن عامل الطمع يجذبه نحو تحمل مخاطر كبيرة بهدف الحصول على العوائد المجزية، ويوفر علم الاستثمار الحديث مقاييس موضوعية لكل من العائد والمخاطرة بحيث يتمكن المستثمر من تقييم الاستثمار الملائم لموقفه من المخاطر ومدى استعداده لتحملها، كما تمكنه من الدخول في استثمارات مدروسة تعتمد على تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال تكوين المحفظة الاستثمارية المناسبة.[5]

هذا ويرى الباحثان أن المخاطرة هي النقطة الأساسية للفرقة بين مستثمر وآخر، وتختلف استراتيجية كل مستثمر نتيجة تحمله لنوع معين من المخاطر، فالمستثمر الذي يسعى لعائد أعلى لا بد من أن يتحمل مخاطرة أعلى، أما الذي يسعى لمخاطر أقل فعادة العوائد تكون أقل، والعائد المطلوب من المستثمر يجب أن يغطي المخاطرة التي سوف يتحملها نتيجة استثماره.

9-المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية:

إن التعرض لمخاطر الاستثمار أمر لا بد منه، فليس هناك استثمار بلا مخاطر، ورغم أن الاستثمار في أدوات الخزينة يعتبر استثمار خالي من المخاطر Risk Free Rate قصير الأجل، إلا أنه لا يعتبر استثماراً خالياً تماماً من المخاطر، وذلك لأنه يخلو فقط من مخاطر عدم الدفع ولكنه يتضمن مخاطر انخفاض قيمة الثروة بحكم التضخم وارتفاع الأسعار.[6]

والمخاطر التي تؤثر على أي قرار استثماري تنقسم إلى نوعين أساسيين من المخاطر الأولية:

أ- مخاطر منتظمة: تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي ولا توجد سياسة لحماية المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدماً احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطر.

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.



- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالأضرار العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتوزيع (الاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية والقطاعات). [7]
- **بمخاطر غير منتظمة:** هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما:
- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.
- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.
- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه الشركة.
- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة. [8]

10-القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية:

بعد ما تعرضنا للمخاطر المرتبطة بالقرار الاستثماري سنتناول الآن القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة.

10-1القرارات الاستثمارية في الأسواق الناشئة:

سنتحدث هنا عن الأسواق المال العربية كنموذج عن الأسواق المال الناشئة، و قبل التعرض على القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق لابد لنا من التعرف على أهم خصائص أسواق المال العربية :

أ- **خصائص أسواق الأوراق المالية العربية:**

ويمكن حصرها فيما يلي: [9]

أولاً: ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية: ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالبورصة، ونسبة الإصدارات الجديدة للناتج المحلي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي، وهذا دليل واضح ومؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات العربية. كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت والبحرين اللتين ترتفع فيهما نسبة البورصة إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى 99.4% في الكويت، 91.7% في البحرين عام 2002.

ويؤدي انخفاض الحجم النسبي للبورصات وصغر حجم رأس مالها السوقي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لاسيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

ثانياً: تدني مقدرة أسواق الأوراق المالية العربية على تحقيق السيولة : يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها.



ثالثاً: انخفاض الطاقة الاستيعابية لأسواق الأوراق المالية العربية: ويتعلق بمدى قدرة أسواق الأوراق المالية العربية على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، وتقاس من خلال مقارنة حجم الإصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي والادخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي في معظم الأسواق المشاركة باستثناء الكويت التي ترتفع فيها نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي حيث وصلت إلى نحو 62.9% في عام 2002. وقد وصلت هذه النسبة حوالي 16.5% في السوق السعودي، ونحو 7.1% في السوق المصري خلال عام 2002.

رابعاً: ضعف الفرص المتاحة للتنوع: ففي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، ثم حصلت أسهم المحمول والاتصالات على نسبة عالية من حجم التداول.

خامساً: التقلبات الشديدة في الأسعار: ينتج أيضاً عن الخصائص الأساسية السابقة صفة أساسية تميز بورصات الأوراق المالية العربية وهي شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية. علماً بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق العربية يؤثر المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

سادساً: درجة تركيز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعاني كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:
الأول: احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.

الثاني: انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سيما أسهم شركات القطاع العام.

ب-نوعية وطبيعة المستثمرين في هذه الأسواق وآلية القرارات التي يتخذونها:

يلاحظ أن معظم المستثمرين في الأسواق المال العربية هم من المستثمرين الصغار، ولكن ما نلاحظه هو كون معظمهم ليس لديهم خبرة أو تقنيات التعامل مع أسواق الأسهم وذلك بالاستناد إلى ما يلي:

1- من خلال دراسة على أجريت على السوق المالي السعودي لإيضاح وتحديد مهارات الوعي لدى المستثمرين تبين أن [10]:

9% من المستثمرين يمتلكون تقنيات التعامل مع التحليل الفني والمتمثل في تتبع حركة أسعار الأوراق المالية التاريخية، صعوداً ونزولاً، ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف نمط لتلك التحركات، وتحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل. و57% منهم إلى حد ما يمتلكونها و34% منهم لا يعرفونها.

أما بالنسبة للتحليل الأساسي الذي يُعنى بإيجاد القيمة الحقيقية للأسهم بالاستناد إلى التحليل العلمي الشامل الهادف إلى تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة والعوامل الخاصة بالشركات وصولاً إلى تقدير أدق ما يمكن للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم. فإن 15% منهم يمتلكون الخبرة و62% منهم إلى حد ما و23% منهم لا يعرفونها. وبالنسبة لتنفيذ الأوامر المفتوحة بالسوق فإن:

20% منهم يمتلكون الخبرة و61% منهم إلى حد ما و19% منهم لا يعرفها. ولا يكفي للتعامل في سوق الأسهم أن يكون ملاماً أو على إدراك بمهارات التحليل الفني والتحليل الأساسي ولكن لابد له أن يكون



محترفاً، بجانب ضرورة إلمامه بالعديد من الطرق والأساليب التي تنفذ من خلالها عمليات البيع والشراء، والتداول بسعر السوق وتداول أوامر البيع والشراء المفتوحة، وغيرها. وبالتالي رأت هذه الدراسة أن المستثمر الذي لا يعرف تلك الأدوات أو الذي لا يمتلك مهارات التعامل معها، أو حتى الذي يمتلك تلك المهارات بشكل متوسط يعد بمثابة مستثمر غير واعي. كما أن نسب مستوى الوعي لدى المستثمر بتقنيات التعامل في السوق كانت 14% لديهم خبرة مقبولة و86% تنقصهم الخبرة. ولقد افترضت هذه الدراسة أن المستثمر الذي لا يعرف تلك الأدوات أو الذي لا يمتلك مهارات التعامل معها، أو حتى الذي يمتلك تلك المهارات بشكل متوسط يعد بمثابة مستثمر غير واعي. بمعنى أنه لا يمتلك الوعي الكافي للتعامل في هذا السوق. ويرجع ذلك إلى أن الخطأ أو سوء التخطيط لأي سبب من أسباب عدم الوعي مهما كان صغيراً قد ينجم عنه آثار خطيرة في التعامل في سوق الأسهم، بحيث قد تصل هذه الآثار إلى حد ضياع أصل رأس مال المستثمر.

2- أما في السوق المالي الجزائري فتبين أن المستثمرين في السوق لا يستجيبون إلى الأرباح المعلنة من قبل الشركات في قراراتهم الاستثمارية حيث أن 64% منهم لا يستجيبون (لتوزيع الأرباح وارتفاع ربح السهم و ارتفاع الربح الصافي للشركة)، في حين أن فقط 36% منهم يستجيبون لذلك. وهذا يتنافى كلياً مع كفاءة البورصة ولا يمكن توقع أي مستوى من الكفاءة في ظل هذا السلوك الاستثماري غير الرشيد، وبالتالي عدم كفاءة السوق المالي الجزائري [11].

3- المضاربين غير المطلعين: أصبح من المعلوم أن معظم أسواق المال العالمية قد تحولت للمضاربة حيث تستحوذ هذه المضاربة على النصيب الأكبر من عدد الصفقات وقيمتها وتقدر قيمة الصفقات التي يمكن أن تنسب للمستثمرين بنحو (1%) في الولايات المتحدة، وتظهر الدلائل على وجود نسبة عالية من المضاربة في السوق السعودي، وتؤكد التقلبات الكبيرة في السوق السعودي على غياب دور المضاربين المطلعين، حيث أن وجود شريحة واسعة من المضاربين غير المطلعين أدى إلى ارتفاع أو انخفاض في الأسعار بصورة غير مبررة. ولربما أدت سيطرة المضاربين المتطفلين إلى اختفاء المضاربين المطلعين (أكثر فئات المضاربين نفعاً في السوق). [12]

ج-التحديات والمخاطر المحيطة بالأسواق المال العربية :

- تتمثل التحديات التي تواجهها هذه الأسواق في: [13]
- عدم الاستقرار الحكومي: تتمثل في عدم قدرة الحكومة على تنفيذ برنامجها المعلن.
 - الشروط الاجتماعية الاقتصادية: المرتبطة برضا الناس بسياسات الحكومة .
 - حياة الاستثمار: النظام الضريبي، تكلفة العمل والرأسمال، والملكية.
 - النزاع الداخلي و الخارجي.
 - الفساد، وتدخل الجيش في السياسة .
 - التوترات الدينية المرتبطة بهيمنة مجموعة دينية وحيدة أو عدم وجود حرية دينية.
 - القانون والنظام المرتبط بالضعف والتحيّز لنظام قانوني، وقلة مراعاة القانون.
 - التوترات العرقية والمسؤولية الديمقراطية.
 - المدونية المبالغ فيها كنسبة مئوية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي.
 - خدمة الدين الخارجي كنسبة مئوية من صادرات السلع والخدمات.
 - عجز الحساب الجاري السنوي، وعدم استقرار سعر الصرف.
 - نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل هذا النمو أو نقصانه.
 - معدل التضخم السنوي: (المعدل المرجح من مؤشر أسعار المواد الاستهلاكية).



- الإيرادات العامة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
- يحتاج النمو في الأسواق العربية إلى تخفيض المخاطر السابقة لجذب الاستثمارات ، ولإنجاز ذلك لا بد من تحسين الهياكل المؤسسية والقانونية والشفافية و الإفصاح ، وسيادة حكم القانون وإلزامية العقد.
- ويرى الباحثان أن هذه المخاطر هي سمة أساسية خاصة بأسواق المال العربية فعلى سبيل المثال:**
- 1- المخاطر الخاصة بأسواق لبنان والعراق والمتمثلة بالطائفية وامتداد أثر هذه المخاطر إلى جميع أسواق المال العربية.
 - 2- مخاطر التضخم المرتفع بشكل كبير (وإن خف تأثيره بعد الأزمة المالية العالمية) الذي يلقي بظلاله على أسواق المال العربية وخاصة الخليجية.
 - 3- مخاطر عدم الاستقرار الحكومي كما يحدث في الكويت من تغيير لمجلس الأمة وبالتالي تغيير الحكومات وما ينتج عنه من عدم قدرة هذه الحكومات على تنفيذ برامجها المعلنة وتأثير ذلك على السوق المالي في هذا البلد.
 - 4- مخاطر تغير أسعار الصرف وما يحدث من انخفاض حاد للعملة الخليجية لكون معظمها مرتبط بالدولار(إلا أن الكويت قامت بفصل عملتها عن الدولار ونتيجة لذلك انخفض معدل التضخم فيها)، مما يؤدي إلى تخفيض البنوك المركزية لأسعار الفائدة كلما خفض المركزي الأمريكي لهذه الأسعار وأثر ذلك على التضخم وجذب الاستثمارات لأنه في حال تساوي معدلات الفائدة مع المركزي الأمريكي فهذا يدفع الاستثمارات تجاه الخارج إذا لم تكن أسعار الفائدة في هذه البلدان أقل من الولايات المتحدة.
 - 5- مخاطر الفساد والتلاعب بالقانون كما حدث في بورصة مصر للأوراق المالية حيث قام بعض المضاربين العرب وخاصة الخليجيين بالمضاربة من أجل رفع الأسعار ثم قاموا بالبيع وسحب السيولة من السوق والخروج بالأموال إلى خارج مصر حيث تشير الأرقام إلى أنه في شهري آذار ونيسان من عام 2006 سحب المستثمرون العرب ما مقداره مليار ونصف مليار دولار أمريكي مما أدى إلى انهيار السوق المصرية للأوراق المالية دون إي إجراء ضدهم.
 - 6- مخاطر عدم توفر الشفافية والإفصاح: تبين أن أسعار الأسهم في الأسواق العربية تتحرك تقريباً/ 11% قبل إعلان التقارير السنوية، مما يؤكد احتمالية تسرب المعلومات الداخلية والذي يؤدي ذلك في نهاية المطاف إلى عدم عدالة فرص الاستثمار في السوق وعدم عدالة توزيع الثروة، بسبب عزوف شرائح كبيرة عن الاستثمار في السوق لعدم الثقة فيها [14]، وبالتالي فإن هذه المعلومات لا تصل إلى الجميع في نفس الوقت وهذا دليل على انهيار كفاءة هذه الأسواق.
 - 7- مخاطر النزاعات الخارجية: مثل الحرب الأمريكية على العراق في عام 2003، وتأثيرات حرب أمريكية قادمة على إيران في حال حدوثها، وأثارها على جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال وتصدير النفط وبالتالي امتدادها على الأسواق المالية للمنطقة العربية لأنها انعكاس للوضع الاقتصادي والسياسي للبلد، حيث تعتبر منطقة الشرق الأوسط من أكثر المناطق اضطراباً على مستوى العالم .
 - 8- مخاطر الدين العام: إذ تعاني بعض الدول العربية من مبالغ ديون ضخمة مثال على ذلك لبنان حيث يفوق المبلغ 40 مليار دولار وكذلك هو الوضع بالنسبة لإمارة دبي، في حين أن الأرقام بخصوص الدين العام في مصر متضاربة وأن إخفاء الحقائق يؤثر كثيراً على السوق ، فالشفافية المالية تعد من أهم عناصر الرقابة على الحكومة ولها أثرها الأکید على أسواق المال وتجارة الأوراق المالية. [15]

د-إدارة وتنظيم سوق المال:



إن قصور الأنظمة الإدارية والرقابية على سوق المال له آثار كبيرة على السوق المالي و سلوك المستثمرين في هذه السوق ومن الأدلة على ذلك :
يعاني نظام المعلومات في السوق المالي الكويتي من العديد من الثغرات ونقاط الضعف التي تخفض درجة كفاءة السوق المالي، فضلاً عن ضعف الجوانب الإدارية والمؤسسية، وضعف أنظمة الرقابة على الشفافية والإفصاح في السوق، وقصور إجراءات حماية صغار المستثمرين من التلاعب في التداول [16].
-على الرغم من أن البورصة المصرية تعتبر من أفضل أداء أسواق المال العربية حيث انضمت البورصة المصرية في نوفمبر 2005 لعضوية الاتحاد العالمي للبورصات (WFE) وبذلك تعد مصر أول دولة عربية تحصل بورصتها على هذه العضوية، كما أنه تم اختيار مصر من قبل مجلة الـ Newsweek نيوزويك ضمن أفضل عشرة أسواق صاعدة عالمياً، كما أعلنت مجلة The Economist أن البورصة المصرية سجلت أفضل أداء خلال عام 2005 من بين الأسواق الناشئة التي ترصدها المجلة وعددها نحو 27 سوقاً حول العالم [17]، إلا أن تأخر رؤوساء بعض الشركات في الإفصاح عن بعض الأحداث الجوهرية أدى إلى استفادة شرائح معينة في السوق وهو ما يشير إلى أن درجة الإفصاح والشفافية في السوق لا تزال منقوصة خاصة وأن عقوبات الهيئات الرقابية غير رادعة في هذا الشأن، وهذا من سلبيات أداء البورصة المصرية [18].

10-2- أزمة أسواق المال العربية عام 2006:

حدثت هذه الأزمة مع نهاية شهر شباط لتبلغ حدتها في منتصف شهر آذار مارس عام 2006 مبتدئة بسوق دبي المالي منتقلة لتصيب معظم أسواق المال العربية وكبدت الأسواق المالية خسائر قدرت بمليارات الدولارات، حيث أدى الانخفاض الشديد في منتصف شهر آذار إلى اتخاذ السلطات المالية المسؤولة على أسواق المال في بعض الدول العربية إلى إيقاف التعامل لعدد من الساعات وفي بعضها الإيقاف الكامل خلال اليوم بأكمله .

سوف يتم التطرق لهذه الأزمة في ثلاثة جوانب:

- 1- أسباب ومبررات الارتفاعات الحادة قبيل الأزمة (الطفرة).
- 2- عدم منطقيّة تلك الارتفاعات.
- 3- آثار تلك الأزمة وعلاقتها بضعف القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق وضبابية المعلومات.

1- أسباب ومبررات الارتفاعات الحادة قبيل الأزمة (الطفرة): [19]

يعتقد البعض أن أهم الأسباب التي أعطت مبرر لتلك الارتفاعات الحادة قبيل الأزمة كان مايلي:
أ- دخول الولايات المتحدة الأمريكية وحلفائها إلى العراق لتطهيره من أسلحة الدمار الشامل في آذار 2003 وانهيار النظام في 9 نيسان في العام نفسه، فيعتبر البعض أن هذا التاريخ كان له تأثير كبير على توقعات المستثمرين وتطلعاتهم (المستثمر الكويتي بصورة خاصة والخليجي بصورة عامة)، فيعتقد أن هذا الاستقرار الذي تلى ذلك أدى إلى عودة رؤوس الأموال المهاجرة.
ب- ارتفاع أسعار النفط الخام حيث تصاعد المتوسط السنوي لسعر برميل النفط الخام لسلة أوبك من 23.3 دولار للبرميل عام 2002 إلى 28.2 للبرميل في عام 2003، إلى 36 دولار للبرميل عام 2004 ثم إلى 50.6 دولار للبرميل عام 2005.

حيث أدى هذا الوضع إلى تصاعد فائض الموازنة العامة وبالتالي تحسين الأوضاع المالية العامة، وإلى جانب ذلك تحسنت أوضاع ميزان المدفوعات الخارجي وزاد الفائض المتولد في الميزان بمعدلات ومستويات غير مسبوقة من حيث حجمه المطلق أو نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي مما ساعد إلى زيادة ثقة المستثمرين وسيادة التفاؤل في توقعاتهم مما أدى إلى ارتفاع جميع المؤشرات الأسهم الخليجية بقيم ونسب عالية موضحة بالجدول التالي:



التاريخ	2002	2003	2004	2005
قطر	%36.9	%69.8	%64.5	%63.7
الكويت	%3.9	%102	%33.8	%78.7
عمان	%25.1	%42.1	%24	%49.9
الإمارات(امنكس)	%17.7	%29.5	%88.5	%71.03
البحرين	%2.6	%28.8	%29.9	%23.09
السعودية	%0.4	%76	%85	%113.2

(جدول رقم (1) يوضح الزيادة في مؤشرات أسواق الأسهم دول مجلس التعاون الخليجي)

يلاحظ من الجدول ارتفاع جميع المؤشرات بنسب عالية جداً، باستثناء بورصتي عمان والبحرين حيث تبدو الزيادة في مؤشراتهما معتدلة ومتماشية مع المنطق العام مقارنة بالبورصات الأخرى.

ويعتقد الباحثان أن المبررات التي قدمت فيما يتعلق بدخول القوات الأمريكية ليست أساسية لأنه حتى أسواق المال الأردنية والمصرية قد ارتفعت وبشكل حاد، ربما يكون تأثيره الأكبر والأكثر ظهوراً هو على السوق الكويتية، أما فيما يتعلق بباقي الأسواق فهم أنفسهم لا يدرجون هذا السبب من أسباب الارتفاعات الحادة، كما سيتبين لنا فيما بعد على السوق السعودي، أما بالنسبة لكون سوقي البحرين وعمان لم يحدث لهما هذا الارتفاع الحاد الذي حدث لباقي دول مجلس التعاون، فهذا الأمر لا يعود إلى رشد المستثمر بل لأن هاتين الدولتان لا تتمتعان بقدرات نفطية أو غاز كما تتمتع به باقي الدول لذلك كان تأثير ذلك على الموازنة أقل منه في هذه الدول الذي حدث فيها فوائض قدرت بعشرات المليارات من الدولارات.

و من خلال دراسة أجريت على السوق المالي السعودي لدراسة أسباب الارتفاعات تبين أن: [20]

نسبة 46.7% أعادوا أسباب الارتفاعات إلى حالة "الاقتصاد المزدهرة عموماً"، و 34.1% منهم أعادوها إلى "ارتفاع أسعار النفط"، و 31.7% أشاروا إلى "توفر السيولة"، وفي الوقت الذي أشار ما نسبته 27% إلى "الثقة في مستقبل الشركات السعودية"، بينما أشار 22.5% إلى "قلة عدد الأسهم المتاحة للتداول"، وقد أشار ما نسبته العامة 6.9% أسباب أخرى إلا أنها أقل أهمية.

نجد أن كلاً من السيولة المرتفعة والوضع الاقتصادي المزدهر وحتى الثقة في مستقبل الشركات السعودية هو عائد لسبب واحد ارتفاع أسعار النفط ووفورات الضخمة نتيجة لتلك العوائد.

أما فيما يتعلق بقلة عدد الأسهم المتاحة للتداول فإن هذه الخاصية تعتبر من الخصائص الضعيفة في أسواق المال العربية بصفة عامة مقارنة بالأسواق المالية العالمية كما ذكر سابقاً حيث أن المستثمر لا يملك الخيار بين الشركات والقطاعات المختلفة.

2- عدم منظرية تلك الارتفاعات: يلاحظ مما سبق إن تلك الارتفاعات ناتجة عن عدد من الأسباب وهي منطقية وخاصة ارتفاع عوائد النفط، إلا أننا سنجد هنا زيادة في التفاؤل وعدم الوعي من قبل المستثمرين من خلال ما يلي:

أ- المضاربة المرتفعة: تشير هنا إلى الارتفاع الضخم والكبير في المضاربة قبيل الأزمة، وذلك عائد لدخول مستثمرين لا يمتلكون الخبرة أو الوعي الاستثماري مما جعل اتجاههم وبشكل كبير لشركات تتميز بمراكز مالية ضعيفة بالإضافة إلى أن نتائجها المالية المفصح عنها لا تظهر مستويات نمو عالية أو توسعات في الشركة أو زيادة بنسب عالية في أرباحها.

فقد تبين إن التفاؤل في الأسواق المالية أدى إلى ما يسمى بالفقاعة وهي خاصية تتميز بها الأسواق المالية الناشئة، فقد أشار المحاضر **ديمتري داس** من جامعة هارفارد إلى أن [21] "الزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم



في الأسواق الناشئة قد تكون نتيجة للفقاعات (Bubbles) التي تنتج عن المضاربة، وتتولد الفقاعة إذا كان سعر الأصل مرتفعاً في يوم ما بغير سبب بَيِّن، إلا أن اعتقاد المستثمرين أن سعر البيع سيكون مرتفعاً غداً، وليس لأن المركز المالي للشركة يبرر ارتفاع هذا السعر، أي عندما لا تبرر أساسيات الاقتصاد ذلك السعر. وفي مثل هذه الحالة قد يرتفع السعر لفترة طويلة نسبياً من الزمن بالنسبة إلى المستويات التي تبررها أساسيات الاقتصاد. ولكنه ينخفض انخفاضاً حاداً عند حدوث تغييرات مفاجئة في الظروف السائدة".

وهذا ما حصل تماماً في الأسواق العربية بل أكثر من ذلك حيث أن أكثر من 36% من المتعاملين في السوق السعودية يستثمرون ما يتراوح بين 26-50% من رؤوس أموالهم في التداول المباشر، مع المخاطرة والمجازفة التي يواجهها الذين لا يملكون إلمام كاف بالسوق وآلياته ومعطياته وقراءاته المعقدة أحياناً [22]، فلقد تبين أن تلك الارتفاعات الحادة قد جذبت فئات من المستثمرين لم يكونوا موجودين في السابق وبالتالي لا يمتلكون الخبرة.

حيث أظهرت دراسة أجريت على السوق السعودية أن 77% ممن أجريت الدراسة [23] عليهم هم ممن دخلوا السوق (منذ ثلاث سنوات أو أقل)، مقابل 20.3% منهم دخلوا السوق (منذ أكثر من ثلاث سنوات)، وهناك 2.5% لم يقدموا إجابة على ذلك وبالتالي فإن هؤلاء الغالبية قدموا إلى السوق في عام 2003م (للربح السريع والسهل) مع ارتفاع أسعار النفط والسيولة العالية التي تم توجيهها إلى سوق الأسهم مع كون غالبيتهم ينقصهم الخبرة والدراية بأحوال السوق [24].

هذا الأمر جعل جميع أسواق المنطقة تفتتح أمام كل من هب ودب سعياً وراء الكسب الكبير والسريع وإن تحقيق ذلك يتطلب الارتفاع في الأسعار، وهو ما يتطلب وجود كميات من السيولة يتم ضخها في السوق لتجعل ارتفاع الأسعار ممكناً، وبالتالي فإن مرحلة الهوس تتطلب التوسع في الائتمان مصحوباً بتدني الجدارة الائتمانية للمدين، وفي هذه المرحلة لم يعد التعامل مع السهم يتم باعتباره أداة معبرة عن أداء الوحدة الإنتاجية التي يمثلها، بل يصبح سلعة في ذاته يباع ويشترى، بل حدث في بعض البلاد تداول الأسهم قبل دخول الشركات التي تمثلها مجال الإنتاج [25]، ففي سوق الأسهم السعودية حلت القروض في المركز الثاني كمصدر لرأس المال الذي يستثمره المتعاملون في السوق [26]. بالإضافة إن عملية الإقراض كانت من نتائج الاكتتابات الأولية الكثيرة في أسواق الأسهم التي تحتاج لسيولة كبيرة [27] فقد تبين أنه خلال الفترة الممتدة ما بين منتصف 2005 و2006 أن بعض الاكتتابات كانت تعرض بأسعار مغرية يسيل لها لعاب المستثمرين الراغبين في تحقيق الأرباح السريعة (وهي من صفات المستثمر الخليجي). حيث أدت هذه الاكتتابات الأولية إلى التأثير السلبي على حجم السيولة المتوافرة في بعض أسواق بين الحين والآخر. على سبيل المثال لوحظ قيام عدد غير قليل من المستثمرين بالاستثمار في الاكتتابات الأولية التي ظهرت في دول المنطقة وعلى الخصوص (دانة غاز) في دولة الإمارات العربية المتحدة وبنك (الريان) في دولة قطر الأمر الذي أثر في حجم السيولة المتوافرة في البورصات الخليجية الأخرى. وبالمقابل استحوذت المؤسسات المالية المرتبة لعمليات الاكتتابات على ودائع ضخمة من دون تكلفة ولفترة غير قصيرة تمتد لعدة أسابيع. وربما نجحت بعض هذه البنوك في توظيف جانب من أموال الاكتتابات لزيادة عائداتها خلال الفترة الممتدة من استلام المبلغ حتى تاريخ التخصص. [28]

ب- المعلومات التي ارتكز عليها المستثمرين: فقد تبين في السوق السعودي من خلال إحدى الدراسات في فترة بعد الأزمة أنه 43.7% اعتمد على أخبار الشركات، بينما 40.3% اعتمد على حركة المؤشر في حين 39.6% ارتكز على سعر السهم نزولاً وارتفاعاً، و38.8% ارتكز على مراقبة البيع والشراء على الشاشة، وأن 38.1% استند إلى التوصيات من الأصدقاء والمعارف، و37.5% استند على أرباح الشركات بينما 25.3% أخذ قراراته بناءً على تحليلات المحللين في قنوات فضائية، و24.7% اعتمد على تصنيف



الشركة نقية أو غير نقية(العامل الديني)، في حين 19.9% ارتكز على الإشاعات، و 17.7% استند على التوصيات في الانترنت، في حين 15.3% اعتمد على التطورات في أسعار النفط، و 11.4% استند على رسائل الجوال، في حين 11.2% استند على سلوك الآخرين بيعاً أو شراءً، بينما 7.8% اعتمد على أسعار الأسهم في الدول الأخرى، و 3.1% وضع أسباب أخرى غير هذه الأسباب التي ذكرت وبالتالي في العموم فإن المؤثرات التي يخضع لها المستثمر تعتبر منطقية واحتلت المرتبة المتقدمة ولكن هذا لا يعني أن المؤثرات الأخرى لم يكن لها حضور بل ربما كانت هي العامل الرئيسي في تلك الارتفاعات غير المبررة في أسعار بعض الأسهم ومنها الإشاعات وتوصيات الانترنت ورسائل الجوال. [29]

إلا أن هناك من رأى أن أهم الأسباب التي كانت تسيير المتعاملين في أسواق الخليج هو "عامل الزفة" [30]، أي إن المستثمر الأول ربما يقوم بالبيع بناءً على معلومات سلبية حسب توقعه، فإن المستثمر الثاني سيقوم هو أيضاً بالبيع حتى ولو كانت المعلومات التي لديه ليست سلبية بل ربما تكون مطمئنة بعض الشيء، في حين سوف يقوم المستثمر الثالث في النهاية بالبيع أيضاً حتى ولو كانت المعلومات التي لديه موجبة ومطمئنة للغاية، وذلك لأن قيام كل من المستثمر الأول والثاني بالبيع سوف يدفعه إلى الاعتقاد بأنه توافرت لديهم معلومات سلبية غير مطمئنة حتى لو لم تتوافر لديهم فعلاً هذه المعلومات، وبالتالي فإن القضية المحورية هي أن سلوك المستثمر لا يتحدد بما يعتقد هو عن السوق والاقتصاد ولكن بما يعتقد أنه اعتقاد الآخرين نتيجة لسلوك معين من جانبهم أو نتيجة لتفسيره الخاص والفردي لحدث معين. [31]

أما من الناحية المحاسبية فنلاحظ أن أهم أجزاء التقارير المالية التي تساعد على اتخاذ قرار البيع والشراء في سوق الأسهم السعودي هي قائمة المركز المالي، أما مصادر المعلومات فهي الإشاعات ومواقع مختصة بالأسهم وهي معلومات غير محاسبية. [32]

3- آثار تلك الأزمة وعلاقتها بضعف القرارات الاستثمارية للمتعاملين في السوق وضبابية المعلومات:

أن الأزمة هنا لا تقصد فيها فقط عملية الهبوط التي حدثت في شهر آذار لأن الباحثان يعتقدان أن الأزمة بدأت مع تلك الارتفاعات الحادة التي كان يبررها المحللون الماليون وقتها ويعتقدون أن وضع السوق قوي، ولكن في فترة الهبوط بدأنا نسمع بأن هذا الهبوط نتيجته تلك الارتفاعات الحادة غير المبررة، لذلك سندرس هنا الآثار على الأسواق المالية بشكل كامل:

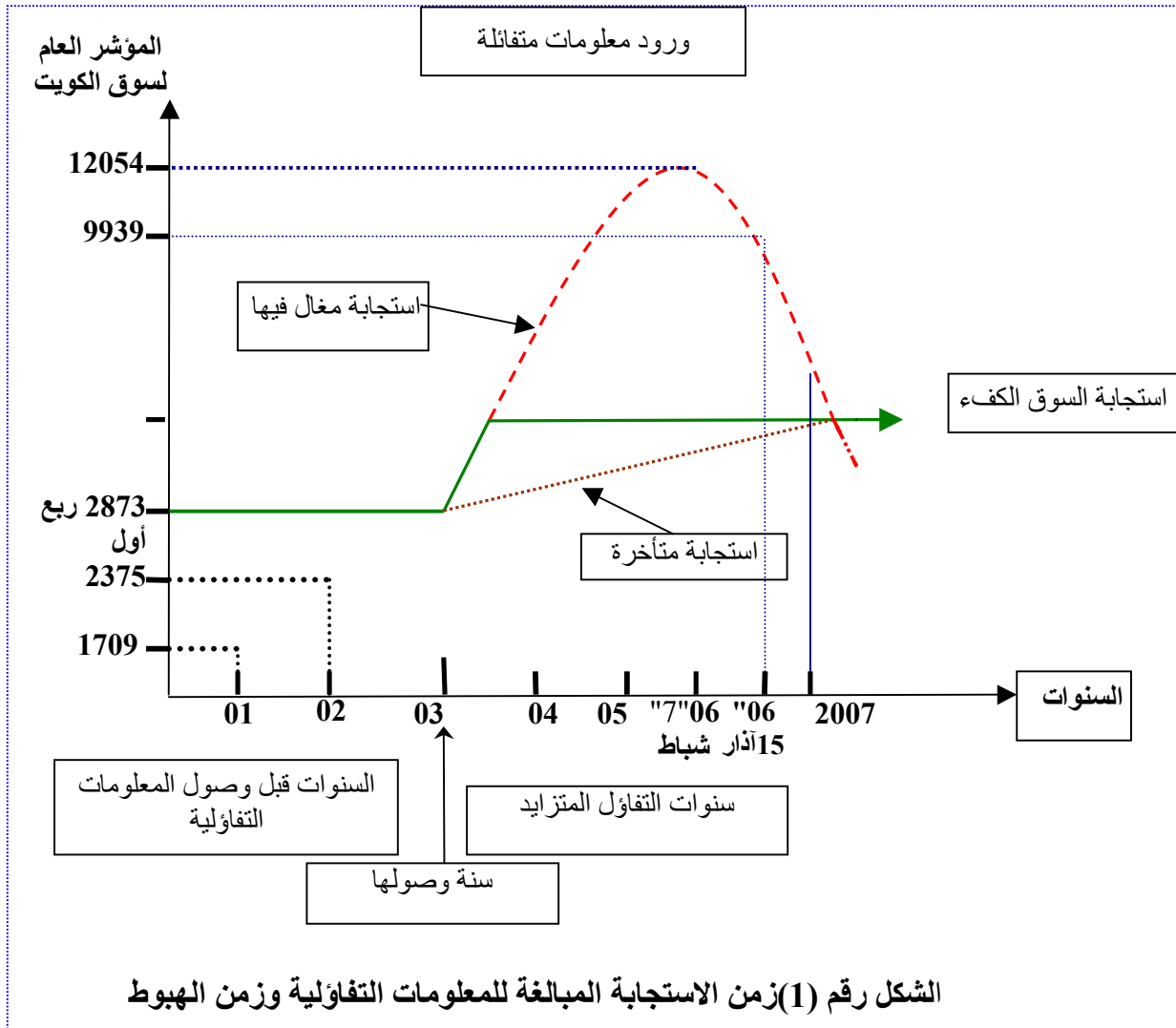
أ- الارتفاعات الحادة: فقد وصل مؤشر سوق الأسهم السعودي قبيل الأزمة إلى 20967 نقطة [33] مرتفعاً بذلك بأرقام جنونية عما كان عليه في 2003 (4438 نقطة).

أما السوق المالي الكويتي فقد وصل إلى 12054 نقطة في السابع من آذار 2006 بعد ما كان 2873 نقطة في بداية عام 2003. [34]

إن هذه الأرقام تدل على ذلك التفاؤل الغير معقول، فقد ذهب البعض في تعزيز تفاؤله إلى ما يسمى بالمخاطر المعنوية وهو قناعة المستثمرين بما لا يقبل الشك أنه إذا حدثت الأزمة فإن الحكومة لا بد أن تتدخل إما لعلاج السوق ودفع حركته والحيلولة دون انهياره أو تسوية أوضاع المتعاملين وتعويضهم وذلك هو أحد أسباب السلوك غير الرشيد من جانب المتعاملين. [35]

ويمكن للباحثان تمثيل هذا الأمر بالشكل التالي فيما يخص السوق المالي الكويتي مبيناً زمن ورود المعلومات التفاؤلية على السوق (ارتفاع أسعار النفط-السيولة العالية-حرب الخليج) في بداية عام 2003 أي بداية الارتفاعات السوقية والاتجاه السعودي الجنوبي للسوق الذي استمر حتى شباط 2006 ثم الانهيار في شهر آذار للسوق بعد ذلك ليعود لوضعه الطبيعي الذي كان من المفترض الوقوف عليه و التداول عند هذه

النقطة. وإن كان الباحثان لا يحددان تلك النقطة لأنه من الصعوبة بمكان معرفة أثر المعلومات الاقتصادية على أسعار الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق:



الشكل رقم (1) زمن الاستجابة المبالغة للمعلومات التفاؤلية وزمن الهبوط

ب- انهيارات حادة للأسواق وعدوى انتقالها: بعد تلك الارتفاعات الحادة تؤكد وتيقن المضاربون والعالمون ببواطن الأمور والعارفين بقواعد وآليات السوق، أن الأسعار قد تخطت الحدود وأنه عاجلاً أو آجلاً سوف يتوقف هذا الارتفاع أو يتباطأ، وربما تحدث حركة عكسية تتوقف حدتها على عوامل كثيرة، فبدأ هؤلاء المضاربون في تصفية أوضاعهم والخروج من السوق، ومع خروج هؤلاء المضاربون أو اللاعبون الأساسيون في السوق بدأت السوق تتوقف عن الارتفاعات والصعود في أسعار الأسهم و دخلت الأسواق بما يسمى "المحنة" وهي حالة تسبق الانهيار، و تحول المستثمرين من التفاؤل إلى التشاؤم مما يدفعهم إلى الخروج من السوق في وقت أصبحت فيه الأسعار تسير نحو الانخفاض وسيادة موجات من التشاؤم محل التفاؤل السابق. [36]

فقد انهيار السوق السعودي خلال 15 يوم تداول من (20967 إلى 14878 نقطة) أي تراجع بنسبة 29% فيما يعد أسوأ تراجع يشهده السوق خلال تاريخه حتى أثناء الحروب والأزمات وتراجع حجم التداول اليومي في



السوق بنسبة 84% من حوالي 43 مليون سهم إلى أقل من 7 مليون سهم. كما تراجعت السيولة اليومية المدورة في السوق المتمثلة في القيمة السوقية للأسهم المتداولة بنسبة 82% أي من 28,3 بليون ريال إلى حوالي 5 بلايين ريال فقط، كما تراجعت الكثافة التداولية المتمثلة بعدد الصفقات بنسبة 77% من 343,981 صفقة إلى 79,135 صفقة [37]. هذا وانتقلت الأزمة لتشمل جميع الأسواق وخاصة أن معظم الأسواق الخليجية متشابهة في أوضاعها ووجود مستثمرين خليجيين يستثمرون في عدد من الأسواق، وكذلك انتقلت الأزمة لتشمل أيضاً الأردن و مصر [38] لكون ثاني أكبر المستثمرين الأجانب فيهما هم من دول الخليج وبصورة خاصة السعودية والكويت. [39]

إذاً فإن هذا الانهيار والارتفاع الحاد كان وبشكل أساسي من خلال المضاربين الذين استطاعوا تحقيق أرباح عالية ثم الانسحاب من السوق ببيع الأوراق المالية مستغلين عدم خبرة المستثمرين الآخرين وقلة الوعي لديهم، لذلك فقد تم في السوق السعودية معاقبة 150 مضارباً بالأسعار وبلغت غرامة أحدهم 92 مليون ريال [40]، ورغم إن هذا الإجراء هدف إلى إعادة الثقة للمستثمرين إلا إن التلاعب كان بقيم أعلى من ذلك بكثير. ويلخص الباحثان أهم سمات هذه الأزمة فيما يلي:

- 1- ارتفاعات حادة متجاوزة حاجز 20000 نقطة في السوق السعودي، حيث يشير بعض المحللين والمستشارين الاقتصاديين أن هذا الحاجز الذي وصلت إليه السوق هو مقرر لعام 2050 وليس لعام 2006.
- 2- التقارير المالية للشركات لا تبرر ذلك، فقد تضاعف قيمة أسهم بعض الشركات لأكثر من خمس مرات وهذا مرجعه للمضاربة ونقص الوعي والخبرة والدراسة لدى المستثمرين.
- 3- انخفاضات حادة لم تشهدها الأسواق من قبل، فقد بلغت خسائر أسواق المال أكثر من 442 مليار دولار أمريكي في حين بلغت خسارة السوق السعودي تقريباً 320 مليار دولار، حتى أن هذه الانخفاضات طالت أسهم بعض الشركات التي تعتبر قيادية مثل بنك الراجحي ومجموعة سامبا المالية والاتصالات وشركة سابك (المصنفة على مستوى الشركات العالمية في المرتبة 46) في السوق السعودي) وهذه الشركات مصنفة ضمن أفضل 500 شركة على مستوى العالم، فقد انهار على سبيل المثال سهم شركة سابك مع كونها أعلنت أرباح في بياناتها المالية الفصلية للربع الأول قدرها 4.2 مليار ريال سعودي. [41]
- 4- استمرار الانهيارات فقد بلغ انهيار السوق القطري عما كان عليه في الربع الأول 14,66% مسجلاً 7627.92 نقطة، سلطنة عمان هبط في الربع الثاني مقارنة بالأول 8.87% حيث وصل إلى 4862.05 نقطة. أما السوق الإماراتية فقد تراجعت وبشكل كبير وكانت الأسوأ أداءً حيث انهارت 24.79% في الربع الثاني مقارنة بالأول مسجلة 11236.98 نقطة. في حين تراجع مؤشر كاييس 30 بنسبة 25.49% للسوق المالي المصري عن إقفال الربع الأول، أما السوق المالي الأردني فقد تراجع بنسبة 14.37% عن إقفال الربع الأول مسجلاً مؤشرها 6055.4 نقطة. [42]
- 5- اتخاذ إجراءات من أجل عودة الثقة والسيولة للسوق، فقد قامت السوق السعودية بتجزئة الأسهم وذلك لزيادة السيولة في السوق والمساعدة على تنويع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين، وكذلك تم السماح للمقيمين بالاستثمار داخل المملكة وذلك لرفع السيولة وتخفيض المضاربة حسب زعمهم لكونهم مغتربين [43]، أما في قطر فقد تم السماح للشركات بشراء 10% من أسهمها وقرار دمج السوقين العادي وغير العادي لحماية المستثمرين، أما الإمارات فقد اتخذت إجراء مماثل فقد سمحت للشركات بشراء 10% من أسهمها في السوق. [44]



6- اعتبر الانهيار بمثابة إجراء تصحيحي بسبب ذلك الارتفاع الكبير وقلة الوعي للمستثمرين الذي يعود لنقص الخبرة وعدم اعتمادهم على القوائم المالية التي تنشرها الشركات، إلا أننا لم نشاهد خلال فترة الارتفاعات من قبل المحللين والمختصين بأن السوق تسير نحو الاتجاه الخاطئ بل على العكس نجد أشياء أكثر من ذلك تدعو الناس للتفاؤل بشكل أكبر ففي افتتاح مؤتمر السوق المالية السعودية: "الواقع والمأمول" في تشرين الثاني لعام 2005 يصرح الأمير سلمان بن عبد العزيز في كلمته الافتتاحية للمؤتمر: "أن الفورة الحالية التي تشهدها سوق المال السعودية تعبر عن حيوية الاقتصاد السعودي وازدهاره باعتباره الاقتصاد الأكبر في العالم العربي ومنطقة الشرق الأوسط بأكمله، وأن المرء سواء كان مسؤول أو غير مسؤول ليشعر بالفخر أن تصل المملكة إلى هذا المستوى من التقدم".

أما الأستاذ جماز السحيمي رئيس هيئة السوق المالية فيقول في المؤتمر ذاته في ورقة عمل بعنوان هيئة السوق المالية: إنجازات وتطلعات: "سوق الأسهم السعودية تمتعت بنمو متواصل بلغ متوسطه 38%، واستمر السوق في موقع الريادة في المنطقة حيث تجاوزت قيمة الأسهم المدرجة فيه 50% من قيمة الأسهم المدرجة في الأسواق العربية مجتمعة ويصنف من حيث القيمة السوقية في المرتبة السادسة عشرة ضمن أكبر خمسين سوق أسهم في العالم".

أما المحلل المالي الضيخان رئيس مكتب الضيخان للاستشارات المالية فيقول: "أن هناك علاقة قوية بين تطور الاقتصاد السعودي ونمو السوق المالية، وعند النظر إلى المؤشرات نجد ارتفاعاً في معظمها، بالمقابل عند النظر إلى مؤشر تلو الآخر نجد هناك ارتفاعاً في المجلد من حيث الدخل القومي وقيمة رأس المال للسوق وعرض النقود وكذلك أسعار النفط وإيرادات الدولة والفائض العام في الميزانية والصادرات غير النفطية والائتمان للقطاع الخاص، والقروض الشخصية التي سجلت ارتفاعات غير مسبوقه وفي فترات قصيرة". [45]

وبالتالي هل يمكن تحميل أسباب هذه الأزمة على المستثمرين ووصفها بأنها إجراء تصحيحي طبيعي يحدث لأي سوق؟ نعم هو إجراء تصحيحي ولكن الأخطاء تشمل الجميع، المحللين والمستشارين والمستثمرين والمضاربين بالأسعار فكيف يمكن لوم المستثمرين و هم يجدون ما يزيد تفاؤلهم فقد وصف رئيس الهيئة سابقاً بأن القيمة السوقية مرتفعة ومفتخراً بذلك ناسياً بأن هذا الارتفاع هو تضخمي .

وأكد د. خالد الفايز بأن حجم السوق نما نمو كبيراً إذا ما قيس بالإنتاج القومي وقد نتج معظم هذا النمو في ارتفاع أسعار أسهم الشركات حيث بلغ حجم الدخل القومي أقل من 50% من حجم السوق، وإذا أضيفت الشركات الغير مدرجة نصل إلى أن حجم الاقتصاد هو بحدود 40% من حجم السوق [46]، وبالتالي الزيادة في القيمة هو عائد للزيادة المضطربة في أسعار الأسهم.

أخيراً يُستفاد من هذه الأزمة في النقاط التالية:

- أ- اعتبار أسواق المنطقة العربية أسواق غير كفوءة بل على العكس تسير نحو الكفاءة الضعيفة وأي وصف غير ذلك يمكن اعتباره غير منطقي ضمن العرض السابق.
- ب- أن أهم الأسباب التي تدعو إلى الخوف من الاستثمار في أسواق المنطقة أن معظم المستثمرين فيها من الأفراد على عكس الحال في الدول المتقدمة الذين يكون أغلبهم شركات تقود صناديق فقد بلغت نسبة الأفراد الذين يستثمرون في السوق السعودية أكثر من 90% [47] ومن المعلوم أن سلوك الأفراد من الصعب التنبؤ به بالإضافة إلى كونهم يتأثرون غالباً بسلوكيات الآخرين في حين المؤسسات تتخذ قراراتها الاستثمارية اعتماداً على محللين خبريين وتتميز سلوكياتها بالرشد والخبرة حسب أوضاع السوق، فقد تبين أن 25.1% من الأفراد يرون أن أسباب الأزمة هي المضاربة على شركات تتمتع بمراكز مالية ضعيفة. [48]



تبين أن الأخطاء لا تلقى فقط على المستثمرين بل على الجميع من محللين ومستشارين ومسؤولين، فالجميع يمكن وصفهم بضعف الخبرة في الأسواق المالية بالإضافة عدم الاعتماد على التقارير المالية التي تفصح عنها الشركات وكان هذه التقارير أصبحت ثانوية بل هامشية.

يمكن أن يقول أحدهم أن هذه النتائج تم التوصل إليها في ظل أزمة ولكن في الأوضاع العادية فالنتائج غير ذلك.

لذلك سيتناول الباحثان عدد من الأسواق العربية ووضع المستثمرين فيها وآلية الاعتماد على المعلومات في قرارات البيع والشراء في السوق المالي:

1- أن نسبة أقل من 10% من التغير في العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية يعزى إلى حصة السهم من الأرباح. [49]

2- إن أسعار الأسهم في سوق الكويت تسير سيرا عشوائياً، مما يجعل سوق الكويت للأوراق المالية سوقاً كفوفاً على المستوى الضعيف. [50]

3- لم يكن تذبذب الأسعار والسعي وراء الأرباح وغيرها من المؤشرات والعوامل الموضوعية التي تنعكس في الأسعار آثار واضحة على قرارات وسلوك المساهمين في سوق الجزائر للأوراق المالية، وبالأخص فيما يتعلق بزيادة شراء الأسهم أو بيع ما بحوزتهم. [51]

4- إن تغيرات أسعار الأسهم في السوق السعودي لا تعكس المخاطر المرتبطة بها، بل هناك تأثير عكسي أي كلما انخفض أداء الشركة زادت القيمة السوقية للسهم، ويعكس ذلك أن المخاطر المرتبطة بالسهم لا تنعكس في العائد وهو ما يعني أن سعر السهم في السوق لا يعكس القيمة الحقيقية له (القيمة العادلة) التي ترتبط بالمخاطر المختلفة وبالتالي عدم الكفاءة في التسعير في السوق السعودي، كما يعكس عدم الرشادة في سلوك المستثمر فقد وجد أن شركات ذات مراكز مالية ضعيفة جداً وحجمها السوقي صغير، ولا توزع أي أرباح على مساهميها ولكن تداولها مرتفع، وسعرها السوقي مرتفع جداً، وبالتالي هذا الأمر يعطي ضرورة انخفاض أسعارها للسعر العادل وبالتالي التأثير السلبي على السوق ككل. [52]

5- إن المعلومات الناتجة عن نسبة السعر السوقي للسهم على عائد السهم P/E في السوق الأردنية ولمدة ثماني سنوات من عام 1996 إلى 2004 لم تعكس وبشكل كامل في أسعار الأسهم وبشكل سريع، كما هو مفترض من قبل الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق، بل على العكس استمرت التوازنات في سوق المال، وبالنتيجة أن أسعار الأسهم في السوق الأردنية لم تسعر بشكل مناسب وملائم، وبأن هناك فرصة أمام المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية (وهذا يناقض فرضية الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق) من خلال اختيار الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها واستخدامها في تطوير محافظهم الاستثمارية الغير كفوفاً ولكن أكثر ربحاً. [53]

10-2- القرارات الاستثمارية في الأسواق المتقدمة:

سنتناول هنا بعض النقاط الجوهرية التي تظهر اختلاف القرارات الاستثمارية للمتعاملين في الأسواق المالية المتقدمة عن نظيرتها في الأسواق الناشئة وذلك من خلال ما يلي:

1- سلوك المستثمرين تجاه المخاطرة:

كشف تقرير باركليز ويلث **Barclays Wealth** ووحدة إيكونوميست للمعلومات **Economist Intelligence Unit**، بالاعتماد على نتائج استطلاع عالمي أجري على 2300 شخص من أصحاب الثروات العالية، عن وجود اختلاف واضح بين ردود فعل المستثمرين في الأسواق الناشئة والمتقدمة تجاه أزمة انخفاض السيولة المتوفرة للإقراض، حيث أعرب المشاركون في الاستطلاع من الأسواق الناشئة، بما



فيها دولة الإمارات العربية المتحدة (43%)، والصين (41%)، والهند (40%) عن ميلهم إلى زيادة نسبة المخاطرة على محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم خلال فترات الاضطراب الاقتصادي، بما يعني أنهم يعتبرون البيئة الحالية مصدراً للفرص، وليس عائقاً.

كما أظهرت نتائج الدراسة أنه في فترات زيادة الاضطراب الاقتصادي يميل المشاركون في الاستطلاع من الإمارات العربية المتحدة (48%) إلى تغيير مدير محافظهم الخاصة بهم، بينما تبين أن المستثمرين الأثرياء من الولايات المتحدة الأمريكية (23%) هم الأقل ميلاً إلى اختيار مدير جديد. وبالمقابل أظهرت نتائج الدراسة أن المستثمرين من أصحاب الثروات العالية في الأسواق المتقدمة مثل إيطاليا (27%)، والمملكة المتحدة (29%)، وأسبانيا (29%) هم من بين الأقل ميلاً إلى زيادة نسبة المخاطرة على محافظهم، كما يقومون بزيادة الاحتياطات التي يتخذونها على استثماراتهم خلال فترات اضطراب الأسواق [54].

2- المضاربين في الأسواق المتقدمة:

بيّن الباحثان فيما سبق أن المضاربين المطلعين هم من الفئات الأكثر نفعاً في السوق والتي تركز على المعلومات في القرارات التي تتخذها من بيع أو شراء في السوق المالي، في حين نجد أن المضاربة في السوق السعودي تتمثل في الأشكال المعهودة من البيع والشراء دون الاحتكام إلى أسباب منطقية أو البناء على قراءة المعلومات بشكل خاطئ، مما يؤدي إلى رفع قيمة السهم وشراؤه بشكل غير معقول أو تخفيضه وبيعه بسعر معقول حيث أن جزء كبير من المتعاملين في السوق السعودي هم من المضاربين العشوائيين والجزء الأقل محترفون و هذا النوع من المضاربات هو بعيد كل البعد عن المضاربات الصحية المتواجدة في الأسواق العالمية ذات الكفاءة التشغيلية والتي تتمثل في الدخول إلى مواقع استثمارية محددة، بناء على أساليب معينة لتحقيق مكاسب من تذبذبات حركة الأسعار (في الاتجاهين)، بغض النظر عن العوائد المستقبلية للأوراق المالية، وبهذا فهي تحفظ على توازن السوق في الاتجاهين وتزيد من حجم السيولة المتداولة يومياً بشكل كبير (مما يجعل التفاوت في سعر بيع الورقة المالية صغير بالإضافة لسرعة تسويقها) وهي من أساليب الاستثمار الذي يتصف بالمخاطرة العالية والعائد العالي أيضاً. [55]

3- أنواع المستثمرين في الأسواق المالية:

أن معظم المستثمرين في السوق السعودي هم من الأفراد وبالتالي يصعب في التنبؤ بحركتهم، وتتصف معظم سلوكياتهم عادة بالعشوائية، فقد تبين أنه في أسواق رأس المال العربية ما يقارب 65-70% من المساهمين في تلك البورصات هم من الأفراد والباقي مؤسسات في حين كانت البورصات الغربية على العكس تماماً أي 65-70% من الشركات و 30-35% أفراد. [56] مما يجعل أوضاع الأسواق المتقدمة تتصف بالرشد والقدرة على التنبؤ بحركتها لأن حركة المؤسسات تبنى دائماً على معلومات بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المحللين والخبراء الماليين.

4- أثر المعلومات المحاسبية على قرارات المستثمرين في هذه الأسواق:

- إن الأخبار الجيدة المتعلقة بنصيب السهم من الربح لها تأثير إيجابي على أسعار الأسهم، وأن تعديل تنبؤات المستثمرين والمحللين الماليين بالأرباح المحاسبية المستقبلية يعتمد على الأرباح الفعلية المنشورة في القوائم المالية والتي تنعكس على تحركات الأسعار السوقية للأسهم، فهناك علاقة ارتباط قوية بين المعلومات المحاسبية المنشورة والتي تعكسها مؤشرات الربحية والتكوين الرأسمالي والتدفقات النقدية وبين أسعار الأسهم. [57]
- أن المعلومات التي تعكس التخفيض في الأرباح أو ما يطلق عليه " تحذيرات الأرباح " لها تأثير جوهري وأكبر بنسبة ٥٠% من المعلومات التي تعكس الزيادة في الأرباح في سوق لندن وهذا يعني



أن رد فعل السوق للإعلان عن المعلومات الفعلية له تأثير أكبر في حالة معلومات تحذيرات الأرباح عن معلومات الزيادة في الأرباح. كما أن رد فعل السوق له تأثير جوهري عند الإعلان عن معلومات تحذيرات الأرباح لجميع المحافظ الاستثمارية ذات الحجم الرقابي، وأن رد الفعل تجاه هذا الإعلان كان أكبر في حالة الشركات صغيرة الحجم. في حين أن فحص قوائم نشاط الشركات عن التغيرات في معدلات الدوران وهامش الربح أظهرت أن رد فعل السوق تجاه التغيرات في هامش الربح أكبر من التغيرات في معدلات الدوران. [58]

□ أزمة يوم الاثنين الأسود في 16 تشرين من عام 1987 التي حدثت في الأسواق المالية الحاضرة والمستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية وانتقل تأثيرها إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية، حيث أن ما حدث هو نتيجة لورود معلومات عن حالة الاقتصاد (ارتفاع أسعار الفائدة-التضخم-عجز الميزان التجاري-الخوف من تورط الولايات المتحدة في حرب الخليج بين العراق وإيران وتأثيرها على واردات النفط) وبالتالي فإن حدوث انخفاض كبير وسريع في الأسعار هو استجابة لتلك المعلومات وبالتالي يعتبر ظاهرة اقتصادية مرغوبة، وهو دليل على كفاءة السوق. فالسوق الكفاء ليس من الضروري أن تكون تقلباته السعرية صغيرة، كما أن التقلبات السعرية الصغيرة ليست أفضل بالضرورة من التقلبات السعرية الكبيرة. [59]

و من الدلائل الهامة التي يراها الباحثان والتي تظهر استجابة المستثمرين فيها لأي معلومة حتى في ظل الأزمات ما حدث أخيراً في أزمة الرهن العقاري في صيف عام 2007 حيث نجد أن التأثير الأكبر والأشمل لهذه الأزمة على معظم القطاعات في الأسواق المالية الأمريكية والبريطانية بشكل خاص والأسواق العالمية بشكل عام، ظهر في كانون الثاني من عام 2008 وذلك نتيجة إفصاح وزارة الخزانة والبنك المركزي الأمريكي بتفاصيل الخسائر الضخمة التي منيت بها الشركات والمنشآت الاقتصادية التي استثمرت في الرهون العقارية ونتيجة لهذه المعلومات التي قدمت أدى إلى الانهيار الكبير، وخاصة كون السكن الخاص بالنسبة إلى نحو 80 في المئة من الأسر الأمريكية هو أهم استثمار للأسرة، وفي الوقت ذاته أهم وعاء للإدخار لهذه الأسر. وكما أن انكماش قطاع السكن أدى إلى هبوط الطلب على السلع المنزلية «المعمرة»، كالثلاجات والغسالات والنشافات وأدوات المطابخ والأثاث وغيرها، وبالتالي تدني الاستثمار، وزيادة البطالة بين العاملين فيها [60]. مما يؤكد أن هذه الأسواق تستجيب وبشكل سريع للمعلومات التي تصل لها وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية. [61]

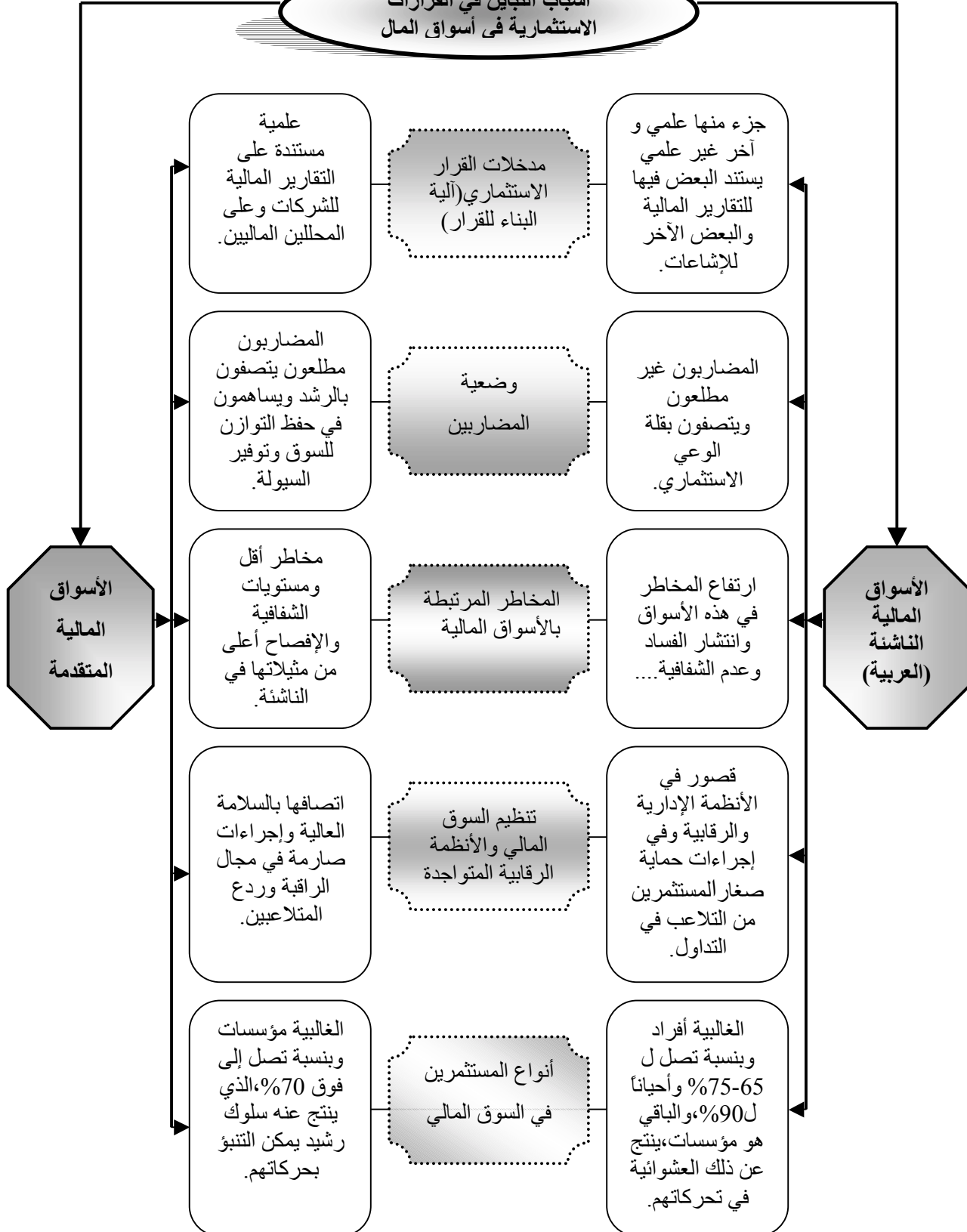
5-السيولة في الأسواق المال المتقدمة:

أن للسيولة أثر كبير على كفاءة السوق لذلك نجد أن الأسواق المالية المتقدمة تكون في وضع أفضل من مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة لكون سيولتها مرتفعة حيث يعتبر سوق ناسداك و سوق نيويورك للأوراق المالية وباريس وبورصة طوكيو وتورنتو و بورصة ألمانيا "XETRA" الإلكترونية الأسواق الأكثر سيولة على مستوى العالم في حين تعتبر بورصة نيوزيلندا ثم مصر (بورصتي القاهرة والاسكندرية) وفلبين وسنغافورة الأقل كفاءة (يقصد بالكفاءة: أن سوق الأوراق المالية تتميز بالقدرة على استيعاب المعلومات المالية المتاحة من المصادر المختلفة والاستفادة من هذه المعلومات في تحديد أسعار الأسهم والسندات المتداولة) من خلال دراسة أجريت على عدد من البورصات في جميع أنحاء العالم وأصبح من المعلوم أثر السيولة الكبير على الكفاءة وهذا من أهم الأسباب الذي يجعل الأسواق المالية المتقدمة تتفوق على الأسواق المالية الناشئة. [62]

بالتالي مع نهاية البحث يمكن تمثيل أسباب الاختلاف في القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة بما يلي:



أسباب التباين في القرارات
الاستثمارية في أسواق المال





الشكل رقم (2) يوضح أسباب الاختلاف في القرارات الاستثمارية بين الأسواق المال الناشئة والمتقدمة الشكل من إعداد الباحثين

11-النتائج:

- بالاستناد إلى ما سبق توصل الباحثان إلى النتائج الرئيسية والفرعية التالية:
- 1- يوجد تباين واضح في أثر المعلومات التي تحتويها التقارير المالية على قرارات المستثمرين وإن كان هذا الأثر يختلف باختلاف أنواع أسواق المال (ناشئة ومتقدمة)، فأثرها يكون كبير في الأسواق المتقدمة، إلا إنه في الأسواق المالية الناشئة يخف أثرها مما ينتج عنه:
 - أ- أن معظم الأسواق المال الناشئة ومنها العربية ذات كفاءة ضعيفة.
 - ب- الاستثمار في الأسواق المال عربية في ظل مثل هذه الظروف يتسم بالمخاطرة المرتفعة.
 - ت- عدم ثقة فئات كبيرة من المستثمرين في هذه الأسواق وعدم قدرة الأسواق على جذب مثل هذه الفئات للاستثمار في السوق المالية لغياب الثقة والشفافية فيها.
 - 2- إن من أسباب عدم ظهور تأثير للمعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم في الأسواق المال الناشئة بشكل واضح هو عائد للمخاطر والتحديات الهيكلية التي تواجهها هذه الأسواق، أعلى من مثيلاتها في الأسواق المتقدمة سواءً على مستوى الدولة وتنظيم السوق المالي وسلوك المستثمرين ومستويات الوعي والمعرفة لديهم، مما يجعل عملية دمج تلك المعلومات في أسعار الأوراق المالية وبسرعة واضح وبشكل أكبر في الأسواق المالية المتقدمة بسبب السيولة العالية والتصرف الرشيد لمستثمريها .

12-التوصيات:

- 1- إن من أهم عوائق وصول مستوى القرارات التي يتخذها المستثمرون في الأسواق المالية الناشئة ومنها العربية إلى مستوى الأسواق المالية المتقدمة هو عدم تماثل المعلومات وتوفرها لجميع المستثمرين حيث يستطيع بعض المستثمرين الحصول على معلومات غير متاحة للجميع مما يمكنهم تحقيق أرباح غير عادية بشكل خاص لهذه الفئة، لذلك يجب العمل على:
 - أ- تحقيق الشفافية الكاملة للمعلومات ووصولها بصورة سريعة وكاملة وصحيحة لكافة المتعاملين بالسوق.
 - ب- تفعيل وتدعيم دور الخبراء لتوفير كافة التحليلات اللازمة التي توضح أثر تلك المعلومات على الأسعار وبشكل عادل لكافة المستثمرين، ومنع استفادة البعض منها على حساب الآخرين.
 - ت- الحد من أعمال المضاربة غير المشروعة ومعاينة المتلاعبين بالأسعار.
 - ث- القضاء على السوق السوداء للمعلومات واتخاذ اجراءات صارمة من قبل الهيئات المشرفة على السوق بمعاينة المسربين لهذه المعلومات سواء كانوا أفراد أو جهات معينة.
 - ج- العمل على جذب استثمارات محلية وأجنبية ودعم قطاعات مختلفة لدخول السوق المالي، مما يساهم في تنويع الاستثمار، وبالتالي جذب فئات متعددة من المستثمرين ، حيث تعاني معظم البورصات العربية من قلة القطاعات واعتماد أكثرها على قطاع البنوك والتأمين والاتصالات والعقارات، مثل: بنك العربي في الأردن، شركة سوليدير للاتصالات في لبنان، وسابك وبنك الراجحي ومجموعة سامبا المالية والاتصالات في السعودية .
 - ح- والعمل على إدخال أدوات مالية جديدة في أسواق المال العربية مثل التداول بالهامش أو نظام تسليف الأسهم أو الخيارات، مما يساعد على رفع السيولة في السوق، والعمل على نشر الوعي لدى المستثمرين عن طريق وسائل الإعلام.



خ- تطوير الآليات والأدوات الرقابية المتاحة من قبل هيئات الأسواق المالية وتدعيمها بالنظم والأدوات الملائمة لمرحلة تطور السوق الحالية والمستقبلية، ودراسة عمل تعاقدات مع بعض الشركات العالمية لاستحداث نظام متطور للرقابة على هذه الأسواق.

2- العمل على تطوير الجمعيات والهيئات المشرفة على مهنة المحاسبة ودعمها مثل: جمعية مراجعي الحسابات وزيادة التعاون والتنسيق من أجل ايجاد وتطوير معايير خاصة بكل دولة لتكون بمثابة دليل يستخدم في إعداد التقارير المحاسبية مستمدة في إطارها العام من المعايير المحاسبية الدولية والأمريكية، إلا إنها تراعي الأوضاع الاقتصادية للبيئات المحلية والتطور الذي وصلت إليه الشركات العاملة فيها مما يجعل مستويات الإفصاح في التقارير المالية مفهومة من قبل المستثمرين.

المراجع:

- 1- مركز البحوث والدراسات، 2005-استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بعنوان: "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، قطاع البحوث ومنتدى الرياض الاقتصادي، الرياض، السعودية، 7-8، 13، 9-14.
- 2- جبار، محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عباس فرحات، عدد 2004، 3، الجزائر، 2004، ص 81-101
- 3-Mike. Wirght, and Robbie. Ken, " Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information ", Accounting and Business Research, (Spring 1996), pp: 153-168.
- 4-الشعار، نضال، "الأسواق المالية-البورصة"، دار الضاد، حلب، 2002، ص 121
- 5- رابعة، عبد الرؤوف-حطاب، سامي، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، آذار، 2006، ص 6
- 6- المرجع السابق ذاته، ص 4.
- 7- أحمد لطفي، أمين السيد، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 17
- 8- رمضان زياد، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2002، ص 333.
- 9-الأسرج، حسين عبد المطلب "تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، البنك الصناعي، الكويت، عدد 79، ديسمبر 2004، ص 15-16
- 10- مركز البحوث والدراسات، "استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني"، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.
- 11- جبار، محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001"، مرجع سبق ذكره، ص 100، 91.
- 12- السحيباني، محمد بن ابراهيم، "المضاربة في السوق المالية: حالة السوق المالية السعودية"، مركز أسبار للبحوث والدراسات والإعلام، الرياض، 2007، ص 18-19.
- 13-Eric Girard, Mohamed Omran, " What are the risks when investing in thin emerging equity markets: Evidence from the Arab world " Journal of International Financial Markets Institution and Money, (2007) 17 pp123-102
- 14- عبد اللطيف العتيبي - صحيفة الرياض - 1426/12/02 هـ..
- 15- الحلو، ماجد راغب، "الرقابة الإدارية على الأسواق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات" جامعة الامارات- كلية الشريعة والقانون- غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-8 آذار، 2007، ص 20.
- 16- عوض الله، صفوت عبد السلام، "الشفافية الإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات" جامعة الامارات- كلية الشريعة والقانون- غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-8 آذار، 2007، ص 53-54.
- 17- إدارة البحوث والترجمة، "النشرة الاقتصادية"، المجلد السابع والثلاثون، بنك الاسكندرية، مصر، 2005، ص 81-90.
- 18- زين الدين، صلاح، "وظائف سوق الأوراق المالية ودورها في الأسواق المالية الصاعدة"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات" جامعة الإمارات- كلية الشريعة والقانون- غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-8 آذار، ص 44
- 19- محي الدين، عمرو، "عدوى الأزمة المالية دراسة في أزمة أسواق الأسهم الأخيرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي"، سلسلة رسائل البنك الصناعي، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد 88، آذار "مارس" 2007، ص 8-9-12
- 20- مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، "انفجار البالون ومشكلات سوق الأسهم السعودية"، السعودية، 2006، ص 25
- 21- مجلة الاقتصاد والنقل، "الأثار الإيجابية والسلبية لإقامة سوق للأوراق المالية في سورية"، 1 آذار 2005- رقم العدد: 3
- 22- الزميع، تركي سليمان، وآخرون، "الخبراء: ثلاث وأربعون توصية لسوق الأسهم السعودية"، مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، 2006، ص 12
- 23- حيث بلغ حجم العينة المدروسة 1500 شخص خلال 4 أسابيع.
- 24- مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، "الأضرار والمخاطر التي تسبب فيها "انهيار" سوق الأسهم السعودية"، السعودية 2006، ص 32
- 25- محي الدين، عمرو، "عدوى الأزمة المالية دراسة في أزمة أسواق الأسهم الأخيرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي" مرجع سبق ذكره، ص 13
- 26- الزميع، تركي سليمان، وآخرون، "الخبراء: ثلاث وأربعون توصية لسوق الأسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 11
- 27- حيث احتلت السعودية المرتبة الثانية عالمياً لنصف الأول من عام 2008 من حيث الاكتتابات الأولية في أسواق المال بعد بورصة لندن للأوراق المالية مع العلم كون السوق السعودية مغلقة أمام الأجانب.
- 28- حسين، جاسم، "التحديات الهيكلية التي تواجه البورصات الخليجية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات" جامعة الإمارات- كلية الشريعة والقانون- غرفة تجارة وصناعة دبي، 6-8 آذار، 2007، ص 3.

- 29-مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، "خصائص المتعاملين في سوق الأسهم السعودية والعوامل المؤثرة على قراراتهم"، السعودية 2006، ص84-107
- 30-قصد بالزفة: بأنها هي التي تخلق قوة جذب للانضمام إليها إما بالمشاركة بالتصفيق أو الطبل أو الرقص.....الخ أي أن المستثمرين يقومون بالبيع الأصول التي يمتلكونها لا لسبب إلا لكونهم يرون المستثمرين الآخرين يقومون بالبيع، وبالتالي كل ما يفعلونه هو المشاركة في الزفة. المتعارف عليه عادة "سلوك القطيع".
- 31-محي الدين، عمرو، "عدوى الأزمة المالية دراسة في أزمة أسواق الأسهم الأخيرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي" مرجع سبق ذكره، ص20-21
- 32-باشيخ، عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن، "كيفية استثمار المعلومات المحاسبية في سوق الأسهم"، الندوة الحادية عشرة لسبل تطوير المحاسبة، دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية، 5-6 كانون الأول، 2006، ص17
- 33-البيانات التاريخية لسوق الأسهم السعودي "مؤشر السوق عند الإقفال"، موقع تدلول لسوق المال السعودي عبر الانترنت، www.tadawul.com.sa
- 34-هيئة سوق المال الكويتية <http://www.kuwaitse.com/Portal/A>
- 35-محي الدين، عمرو، "عدوى الأزمة المالية دراسة في أزمة أسواق الأسهم الأخيرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي" مرجع سبق ذكره، ص14
- 36-المرجع السابق ذاته، ص14.
- 37-الغامدي، عبد السلام سعيد، "أهمية الاداء المالي للشركة المساهمة في ظل انهيار سوق الأسهم: دراسة على السوق المالية السعودية"، الندوة الحادية عشرة لسبل تطوير المحاسبة، دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية، 5-6 كانون الأول، 2006، ص2.
- 38-تشنير الأرقام أنه في شهري آذار وأيار (مارس و أبريل) من عام 2006 سحب المستثمرين العرب ما مقداره مليار ونصف مليار دولار أمريكي مما أدى إلى انهيار السوق المصرية للأوراق المالية، حسب صحيفتي الأهرام والجمهورية
- 39-محي الدين، عمرو، "عدوى الأزمة المالية دراسة في أزمة أسواق الأسهم الأخيرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي" مرجع سبق ذكره، ص23.
- 40-موقع العربية، alawsaq.net.
- 41-مجلة تداول، "مجلة سوق الأسهم السعودية"، الربع الثاني، 2006، ص10
- 42-المرجع السابق ذاته، ص22-23
- 43-مجلة تداول، "مجلة سوق الأسهم السعودية"، الربع الأول، 2006، ص14
- 44-مجلة تداول، "مجلة سوق الأسهم السعودية"، الربع الثاني، 2006، ص22
- 45-مجلة تداول، "مجلة سوق الأسهم السعودية"، الربع الرابع، العدد 2005، ص6-7-32.
- 46-المرجع السابق ذاته ص31-34
- 47-المرجع السابق ذاته، ص20
- 48-مركز أسبار للدراسات والبحوث والإعلام، "انفجار البالون ومشكلات سوق الاسهم السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص26
- 49-الفاضل، مؤيد محمد علي، "أثر المعلومات المحاسبية على العوائد السوقية للأسهم دراسة ميدانية في العراق"، المجلة العربية للمحاسبة، المجلد الرابع، العدد الأول، آذار 2002، ص78-101
- 50-الراشد، وائل إبراهيم، "حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية"، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، 13-14 تشرين الثاني، 2007، ص11
- 51-جبار، محفوظ، "كفاءة البورصة الجزائرية خلال فترة 1999-2001"، مرجع سبق ذكره، ص91-100
- 52-سمك، نجوى عبد الله، "كفاءة التسعير في سوق الأسهم السعودي"، السلسلة العلمية لجمعية الاقتصاد السعودية، المجلد السادس، عدد 12، ص34-35-37
- 53-Al-Shiab, Mohammad, Al-Ali, Asa'ad, "COMMON STOCK APPRAISAL IN RELATION TO THEIR PRICE-EARNING RATIOS USING RISK-ADJUSTED MEASURES: AN EMERGING MARKET PERSPECTIVE", Jordan Journal of Business Administration, Vol. 2, No. 2, 2006, p12
- 54- آرابيان بيزنس، الإمارات العربية المتحدة، الخميس 18 أيلول 2008.
- 55- مجلة تداول، "مجلة سوق الأسهم السعودية"، الربع الرابع، 2005، مرجع سبق ذكره، ص52-53
- 56- أبو طعيمة، حسام، "دور شفافية المعلومات تجاه إعادة الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودي-التطبيق على منطقة عسير"، الندوة العلمية الأولى لقسم المحاسبة، السوق المالية السعودية نظرة مستقبلية، 13-14 تشرين الثاني، 2007، ص4
- 57-Stickney, C. "The Academic's Approach to Securities Research: Is It Relevant to the Analyst?"; Journal of Financial Statement Analysis, Vol.2, No.4, Summer, 1997, PP.52-62.
- 58-Collett, N. "Reactions of the Landon Stock Exchange to Company Trading Statement Announcements," Journal of Business Finance & Accounting, Vol.31, No.1, 2004, PP.3-35.
- 59-هندي، منير ابراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993، ص608-609.
- 60-بن طلال الجهني علي 2008/2/5-بين أزمة الرهن العقاري في صيف 2007 وهبوط الأسواق في شتاء 2008، صحيفة الحياة، لندن.
- 61-في ظل ما حدث إبان أحداث الحادي عشر من أيلول في عام 2001 من تفجيرات لمبنى التجارة العالمي ومبنى الكونغرس الأمريكي هو أن هذه الأسواق حدث فيها انخفاض كبير إلا أن بعض القطاعات منيت بخسائر أكثر من آخرياتها، مثل شركات الطيران والتأمين لأن هذه

الأحداث أثرت بشكل كبير على الثقة بالملاحة الجوية وبالتالي فإن المستثمرين استخدموا هذه المعلومات، وكذلك بالنسبة لشركات التأمين لأنها سوف تقوم بتعويض المتضررين في هذه الأحداث والمبالغ الكبيرة التي سوف تتكبدها نتيجة لذلك مما جعل أسهم مثل هذه الشركات تسير نحو الانهيار، على نقيض من ذلك نجد أن شركات الأدوية قد ارتفع أسهمها في هذه الأحداث مع كون السوق في معظم قطاعاتها قد انهارت باعتقاد بأن ما حدث سوف يزيد من مبيعاتهم.

62-Michael Aitken , Audris Siow.” **RANKING WORLD EQUITY MARKETS ON THE BASIS OF MARKET EFFICIENCY AND INTEGRITY**”,published in the “Hewlett-Packard Handbook of World Stock,Derivative & Commodity Exchanges 2003” – July,2003,pp1-25