رؤية استشرافية لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية Forward-looking vision to protect the Arab stock markets from the repercussions of global financial and economic crises

مسعود صديقي جامعة قاصدي مرباح ورقلة seddikimes@yahoo.fr محمد الهاشمي حجاج جامعة قاصدي مرباح ورقلة hadjadjhicham@gmail.com

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم تصور مقترح ورؤية استشرافية مستقبلية لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية، بداية بعرض بعض الدراسات السابقة القريبة من موضوعنا، وتقديم بعض المفاهيم الأساسية حول الموضوع. وبعد عرض الحانب النظري والدراسات السابقة تم في الجانب التطبيقي طرح مجموعة من الاقتراحات والآليات يمكن من خلالها أن تساهم في تطوير أسواق الأوراق المالية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية، من خلال سلسلة من اللقاءات والحوارات، واستقصاء باستخدام الاستبانة شملت مجموعة من الأساتذة المختصين في الأسواق المالية، وقد أظهرت نتائج الدراسة على أهمية تقوية قاعدة الاستثمار المؤسسي وخوصصة أسواق الأوراق المالية وإخضاعها للحوكمة ودراسة سلوك المستثمرين الأجانب لحماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية.

الكلمات المفتاحية: استثمار مؤسسي، خوصصة البورصة، أسواق مالية إسلامية، سلوك المستثمرين الأجانب، حوكمة البورصة.

Abstract:

This study aimed to present a proposed vision and a forward-looking vision to protect the Arab stock markets from the repercussions of global financial and economic crises and absorb their negative shocks, beginning with the presentation of some previous studies close to our subject, and presenting some basic concepts on the subject. After presenting the theoretical aspect and previous studies, some proposals and mechanisms were put forward in the practical aspect, and which could to contribute to the development of securities markets and protect them from the repercussions of financial crises, through a series of meetings and dialogues and survey using the questionnaire, included a group of tires and staff of financial intermediaries institutions and Arab stock exchanges and a group of professors specialized in the financial markets.

Results of the study showed the importance of strengthening the institutional investment base, privatizing the securities markets, subjecting them to governance and studying the behavior of foreign investors to protect the Arab stock markets from the repercussions of the global financial and economic crises and absorb their negative shocks.

Keywords: Institutional investment, privatization of the stock exchange, Islamic financial markets, behavior of foreign investors, stock exchange governance.

تمهيد:

فرضت الصدمات والأزمات المالية والاقتصادية العالمية تحديات جديدة على الأسواق المالية، حيث شهدت الأسواق المالية على الصعيد العالمي بعض الاضطرابات وعديد التطورات في السنوات القليلة الماضية أدت إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها، وقد تزايد الاهتمام بقضايا استقرار الأسواق المالية خاصة بعد الأزمة المالية في الولايات المتحدة التي تحولت إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، التي انعكست بآثارها على الاقتصاديات العالمية وأدت إلى انهيارات غير مسبوقة في الأسواق المالية العالمية.

يعود سبب الاهتمام المتزايد بقضايا استقرار الأسواق المالية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية، نظرا للسرعة والقوة التي تنتشر بحا عدوى الأزمات المالية الخارجية إلى البنوك والأسواق المالية المحلية، ومنه إلى الأسواق الاقتصاد الحقيقي وحلال فترة زمنية قصيرة، خاصة أزمات انحيار البنوك والبورصات، حيث يؤدي انحيار أحد البنوك إلى تراجع قيمة الأصول المالية بالأسواق إلى مستويات متدنية، ويؤدي تخلص المستثمرين من ما بحوزتهم من أوراق مالية وتسييل محافظهم المالية بوجه عام كإجراء تحوطي ضد المخاطر، إلى انحيار أسعارها بالأسواق وهو ما ينعكس بدوره على الأسواق الأحرى، وقد يمتد إلى أسواق مالية خارج نطاق الدولة حسب درجة انفتاح وانكشاف النظام المالي والاقتصادي على النظم المالية والاقتصاديات الخارجية.

في منطقتنا العربية وكغيرها من الدول النامية لم تكن الدول العربية بمنأى عن الآثار السلبية لتداعيات الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون لبعض دول الاتحاد الأوروبي، نظرا لاعتماد اقتصاديات الدول العربية بشكل كبير على الولايات المتحدة والدول الأوروبية تصديرا واستيرادا، حيث تراجع بسبب الأزمات الطلب على البترول والغاز والمواد الأساسية، التي تمثل صادراتها مصادر الدخل الرئيسية لعدد كبير من الدول العربية، كما تراجعت الإيرادات العامة للدول العربية غير النفطية نتيجة انخفاض مداخيل السياحة والصادرات وتقلص تدفقات الاستثمارات المالية الأجنبية المباشرة من الخارج في ظل الركود الذي يسود العالم.

ما يميز أسواق الأوراق المالية العربية حساسيتها الشديدة تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسة خارجية، حيث شهدت الأسواق العربية تراجعات حادة غير مسبوقة جراء العوامل النفسية التي سيطرت على أغلبية المتعاملين الأفراد من عرب وأجانب، اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية وأزمة الديون الأوربية لبيع أسهمهم وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية.

1 - أدبيات الدراسة

1.1 - إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق نحاول طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي أساليب تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية ؟

للإجابة على هذا السؤال الجوهري قمنا بصياغة جملة من الفرضيات التي سيتم اختبارها بناءا على إجابات أفراد العينة، والتي يمكن من خلالها تفسير العوامل المؤثرة في إمكانية حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية، وهذا للوقوف على مدى تطابق أراء و وجهات نظر أفراد العينة مع وجهات نظرنا، وكانت الفرضيات كما يلي:

- تغليب الاستثمار المؤسسي على الاستثمار الفردي يقلل من الظواهر النفسية لدى المستثمرين ويساهم في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات العالمية وامتصاص صدماتها السلبية.
- -تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية يمنح الثقة لهذه الأسواق ويقلل من الآثار السلبية للأزمات المالية.
 - خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وإخضاعها لمعايير الحوكمة تساهم في حمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية.

- تحليل سلوك المستثمرين الأجانب يساهم في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية.

2.1 - الدراسات السابقة

: بعنوان: (Nassim Nicholas Taleb and George A. Martin) - دراسة – 1.2.1 " How to Prevent Other Financial Crises"

تحدف هذه الدراسة إلى وضع مجموعة من التوقعات المستقبلية للإدارة المالية، مع تشديد الرقابة على القطاع المالي لمنع المخاطر الماليب من الاستمرار، فسبب حدوث الانحيار المالي (2007-2008) هو مزيج من المشاكل المشتركة والمخاطر المعنوية بالإضافة إلى الأساليب الوهمية في إدارة المخاطر والتنبؤ بالأحداث. قسمت الدراسة إلى ثلاثة أجزاء:

- الجزء الأول: المسببات التي تمثل المحرك الرئيسي للأزمة المالية 2007- 2008.
 - الجزء الثاني: الأطراف المسؤولة على حدوث الانميار المالى.
- الجزء الثالث: العلاج المقترح من خلال التماثل في المكافآت وتشديد الرقابة المالية.

خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- القضاء على الخطر الأحلاقي والتصرف بطريقة مثلى اقتصاديا و اجتماعيا.
- ضرورة تحليل السلوكيات المتنوعة والأفكار والتأثيرات التي تنشئ بعد كل أزمة لتفادي الأزمات المستقبلية.
- عدم الإفراط في المخاطرة داخل القطاع المصرفي لغياب الأطراف المتحملة لكل التكاليف الفعلية و/أو التكاليف المحتملة.
 - عدم بناء الميل الطبيعي للمؤسسات المالية الكبيرة من خلال دفع وإخفاء المخاطر على حساب صغار المساهمين.
 - المساءلة القانونية لجميع الأطراف المعنية من أجل تحمل المخاطر المالية وعدم التهرب من المسؤولية.
 - فرض رقابة مالية صارمة

: دراسة (Siniša Višnjički and Jurica Bosna) - دراسة – عنوان – 2.2.1

CAUSES AND MEASURES" "CRISES IN EU PREVENTING FUTURE FOR

تحدف هذه الدراسة إلى إعطاء لمحة عامة عن الأسباب التي شكلت الأزمة في الاتحاد الأوروبي، والتدابير التي يمكن تطبيقها لمنع حدوث أزمات مستقبلية في الاتحاد الأوروبي، تحتوي هذه الدراسة على ثلاثة أجزاء: يتناول الجزء الأول عرضا موجزا للأزمة المالية العالمية على عام 2008، ويقدم الجزء الثاني لمحة عامة عن أسباب الأزمة المالية الداخلية والخارجية في منطقة اليورو، أما الجزء الثالث فيعطي التدابير اللازمة للتغلب على الأزمات المالية ومنع حدوثها مستقبلا في الاتحاد الأوروبي.

تقسم الدراسة في حزئها الثاني أسباب الأزمة في الاتحاد الأوروبي إلى خارجية وداخلية: فالأولى تضم التقديرات غير الدقيقة المقدمة من طرف وكالات التصنيف الائتماني، وارتفاع التعويضات الإدارية في القطاع المالي والتي أدت بشكل غير مباشر إلى الأزمة المالية في عام 2008، والذي انتشر في العالم كله، وتضم الأسباب الداخلية الخلل الهيكلي في منطقة اليورو والذي يحول دون استقرار الاقتصاد الكلي، زيادة ديون دول الاتحاد الأوروبي، وعدم توازن التجارة الخارجية بين دول الاتحاد الأوروبي وفقدان الثقة في ديون دول الاتحاد الأوروبي.

تقدم هذه الدراسة في جزئها الثالث لمحة عامة عن التدابير اللازمة للتغلب على الأزمات المالية ومنع حدوثها مستقبلا في الاتحاد الأوروبي وذلك من خلال مايلي:

- تحسين إدارة الديون.
- تطبيق الأفكار الكينزية للتغلب على الأزمة.
 - إصلاح المعايير لدخول منطقة اليورو.
 - إنشاء اتحاد مالي.
- ضرورة خروج دول PIIGS من منطقة اليورو.
 - فرض الضرائب على القطاع المالي.
 - إنشاء الاتحاد المصرفي.

3.2.1 - دراسة (JAIME CARUANA) ، بعنوان:

"Minimising the impact of future financial crises"

تمدف هذه الدراسة إلى وضع مجموعة من القواعد للحد من تأثير الأزمات المالية في المستقبل، وتضم هذه القواعد العناصر الأساسية للإصلاح التنظيمي، وينبغي أن تركز على الأساسيات بالاستناد على عدد قليل من المبادئ البسيطة وذلك لتكون قوية ضد الأحداث غير المتوقعة، وتضم هذه القواعد ستة عناصر هي:

- عدم الاكتفاء بالحصول على الحق في التنظيم.
- جعل الحذر الكلي في الإطار التشغيلي، وذلك من خلال:
 - توسيع محيط التنظيم.
- التعامل مع تقلبات الدورة الاقتصادية بحذر مع الحفاظ على حساسية المخاطر.
 - يجب المحافظة على التنظيم عند التعامل مع حالات عدم اليقين.
 - منح حوافز للإدارة الجيدة للمخاطر مع المحافظة على الاستقرار المالي.
 - ضمان تعاون هادف للإشراف على الرقابة العابرة للحدود والرقابة الداخلية.
 - تطبيق أنظمة إنذار استباقية وتكريس المزيد من الموارد.

4.2.1 - صلاح محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب أثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي4.

هدفت الدراسة إلى بيان إجراءات تجنب انتقال تداعيات الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي من خلال دراسة واقع الاستثمار المؤسسي في سوق العراق للأوراق المالية، وتحليل آليات تجنب الأزمات المالية بالتركيز على المستثمرين المؤسسين من خلال قيامهم بدور صناع السوق في البورصات.

ركزت الدراسة على أهمية الاستثمار المؤسسي في صناعة سوق الأوراق المالية من خلال قيامه بدور صناع السوق، حيث تساهم صناعة سوق الأوراق المالية، مع إكسابه صفة الاستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت والسرعة المناسبة أيضا من خلال استعداد المستثمر المؤسسي لشراء الأوراق المالية وبيعها في أي وقت، مع الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتنشيط الطلب لذلك يمكن أن يأخذ المستثمرون المؤسسون دور وظيفة صناع سوق الأوراق المالية.

أكدت الدراسة على أهمية توفر مؤسسات صانعة لأسواق الأوراق المالية التي تساهم في التقليل من تأثيرات الأزمات المالية، وتحمي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الاختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بما المستثمرون المؤسسون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهو ما حدث في الأزمة المالية العالمية الأخيرة بالتدخل لشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية وهو ما قلل من الانخفاضات الحادة في تلك الأسواق.

اعتبرت الدراسة غياب المستثمرين المؤسسين السبب الرئيسي في تراجع السوق وتدهورها، مما يتطلب زيادة في مساهمتهم في السوق وتقوية قاعدة الاستثمار المؤسسي للمساعدة على ضبط إيقاع السوق وتقليل البيع والشراء والمساهمة في توزيع المخاطر والحد من المضاربة غير المسؤولة.

توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار المؤسسي يسعى إلى إيجاد بيئة استثمارية تتوافر فيها المعلومات وتوقيتها بحيث تصل المعلومة للجميع في وقت واحد، وتحقيق الشفافية بجميع أشكالها في حين أن الاستثمار الشخصي يستند إلى المعلومات اللامتماثلة التي يمكن الحصول عليها ويستخدمها بالتالي في عمليات المضاربة.

-2 آليات تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية

هناك العديد من الأساليب والآليات التي يمكن أن تعتمد عليها البورصات العربية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وفيما يلي أهما:

1.2 - تغليب الاستثمار المؤسسى على الاستثمار الفردي

يعرف الاستثمار المؤسسي بأنه "عمليات المتاجرة بالأدوات المالية التي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة"⁵، تزايدت أهمية الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العالمية لتمتعه بمجموعة من المزايا التي تتميز على الاستثمار الفردي، حيث يختلف السلوك الاستثماري للمستثمر المؤسسي الذي يدير استثماراته من قبل مجموعة متخصصة في مجالات الاستثمار، ويخضع لقيود تنظيمية وتشريعية عديدة، عكس الاستثمار الفردي الذي يعتمد على المضاربة وعلى الإشاعات والمعلومات المضللة.

تساعد عملية تغليب الاستثمار المؤسسي سواء كانوا محليين أم أجانب في الأسواق العربية على حمايتها من تداعيات الأزمات المالية والتقلبات الشديدة، وبصفة خاصة في حالة فتح الأسواق للتعامل الأجنبي مباشرة في البورصات، حيث أنها تزيد من عمق وسيولة السوق وتخفض من حساسيته لتعاملات الأفراد كما أنها يمكن أن تكون بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمارات الأجانب في حالات البيع الجماعية نظرا لكونها تقوم باستثمار مبالغ كبيرة في الأوراق المالية طويلة الأجل تستطيع من خلالها أن تعيد للسوق توازنه، وتحد من عدم استقراره 6.

يمكن أن يساهم الاستثمار المؤسسي في صناعة سوق الأوراق المالية الذي يعد أحد الأركان الأساسية الداعمة لتطوير سوق الأوراق المالية من خلال قيامه بدور صناع السوق، حيث أن توفر مؤسسات صانعة لأسواق الأوراق المالية تقلل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية وتقي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الاختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسيون في المالية وتقي تلك الأوراق المالية وهو ما حصل في الأزمة المالية العالمية بالتدخل لشراء الأوراق المالية وهو ما قلل من الانخفاضات الحادة في تلك الأسواق.

يهدف الاستثمار المؤسسي الى بث الثقة في سوق الأوراق المالية حيث أن هناك أموالا ستضخ بصورة تلقائية ويتم بذلك صناعة السوق لحفظ توازن التداول وحماية السوق من المضاربين ويقلل من الآثار المحتملة الناتجة من الأزمات والهزات المالية والتي تدفع بالمستثمرين للتسارع ببيع الأوراق المالية التي بحوزتهم وبذلك يحفظ توازن السوق، ويعتبر غياب المؤسيين في أسواق الأوراق المالية العربية سبب رئيسي في تراجعها وتدهورها مما يتطلب زيادة مساهمتهم في السوق وتغليب الاستثمار المؤسسي على الاستثمار الفردي للمساعدة في ضبط ايقاع السوق وتقليل البيع والشراء والمساهمة في توزيع المخاطر والتقليل من عمليات المضاربة 8.

2.2 - تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة مهمة جدا لكل المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يتمكن المستثمر من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، والسوق المالية الإسلامية هي التي يمكن تتداول فيها الأوراق المالية من الأسهم والسندات على الوجه الذي تجيزه وتقبله الشريعة الإسلامية 9.

يعد السودان أول دولة عربية قامت بتحويل قطاعها المصرفي للعمل وفق تعاليم الشريعة الإسلامية، وعملت على إيجاد أدوات مالية وتمويلية إسلامية تتصف بصفات السندات التقليدية من حيث السيولة والربحية والضمان في إطار ما هو ممكن، كما تم إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في البحرين بفضل الجهود المشتركة للبنوك المركزية لبعض الدول العربية والإسلامية، تعمل على تطير أسواق رأس المال الأولية والثانوية والأسواق المالية قصيرة الأجل وخلق سوق للأدوات المالية الإسلامية، كما تسعى السوق إلى إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية، وإعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداوالها يتبعها كل المتعاملين في السوق المالية الإسلامية.

نظرا لصعوبة التحول الكلي لأسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في الوقت الراهن، يمكن اتخاذ قرار التحول الجزئي بالتدرج في التخلص شيئا فشيئا من كل ما يخالف أحكام الشريعة الإسلامية، واستبداله بكل ما يوافق أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك بإعداد خطة منهجية شاملة ومتكاملة لكل أقسام البورصة طبقا لبرنامج مرحلي على أساس جدولة مراحل التحول زمنيا وفقا لمعايير شرعية وقانونية واقتصادية 11.

تساهم عملية تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في حمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية والصدمات الخارجية، من خلال تجنب التراجع السوقي وانسحاب المستثمرين في أوقات الأزمات، باعتبارها سوق تقل فيها المضاربة من خلال المنع الشرعي لكثير من المعاملات غير المشروعة، كما أنها سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة، ما يسمح بزيادة ثقة المستثمرين في السوق وزيادة كفاءة السوق. وعليه، سيكون التحول عامل لجذب المستثمرين الجدد وتثبيت المتعاملين الذين يرفضون التعامل بما يخالف تعاليم أحكام الشريعة الإسلامية.

3.2 - دراسة سلوك المستثمرين الأجانب

كشفت الأزمات المالية التي شهدتها بعض اقتصاديات الدول الناشئة عن المخاطر المصاحبة لحريات التدفقات الرأسمالية الدولية، حيث بالرغم من وجود عديد المزايا جراء عمليات الانفتاح وتحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية، إلا أنها إذ لم تكن مصحوبة بسياسات سليمة لإدارة المخاطر، يعرض الدول المتلقية لصدمات خارجية يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاستقرار المالي، فمخاطر الارتداد العكسي لرؤوس الأموال بصورة مفاجئة يؤثر بشكل كبير في حالة عدم إتباع سياسات اقتصادية كلية سليمة، وهذا ما حدث خلال الأزمة المالية لدول جنوب شرق أسيا12.

يؤثر سلوك المتعاملين الأجانب على أسواق الأوراق المالية العربية في أوقات الأزمات، من خلال الاندفاع نحو بيع الأسهم والسندات أثناء الأزمات المالية يكبد البائعين خسارة كما يساهم ذلك في زيادة عدم استقرار الأسواق المالية وزيادة المخاطر، وبذلك تعاني تلك الأسواق شح في السيولة فهذا يؤثر على كفاءة تلك الأسواق، حيث أن الممارسات الخاطئة من قبل المستثمرين الأجانب وحرية دخولهم وخروجهم يؤدي لزيادة سلوكهم المضاربي للاستفادة من تغيرات الأسعار السريعة 13.

وللحد من التأثر بالأزمات المالية العالمية يمكن اتخاذ بعض الإجراءات والتي من خلالها يمكن تحويل تعاملات الأجانب في أسواق الأوراق المالية العربية إلى استثمارات طويلة الأجل بدل المضاربة، وهذا بالقيام بإجراء إصلاحات هيكلية قبل تحرير أسواق رأس المال، بالإضافة إلى الرقابة المالية الحذرة على تعاملات الأجانب من خلال دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل أسواق الأوراق المالية العربية لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات واستقرار السوق.

4.2 - خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وإخضاعها للحوكمة

ترتبط ملكية وإدارة أسواق رأس المال عادة بالقطاع العام، نظرا لأهمية وحساسية الدور الذي تؤديه من الناحية الاقتصادية، مما تنعكس آثاره سلبا أو إيجابا على المستوى العام، وهذه عادة معظم الحكومات في العالم خاصة في الدول العربية أنها لا تترك بعض المؤسسات خارج سيطرتها وتصرفها، خوفا من تعرضها للفساد والإضرار بالصالح العام، كالبنوك المركزية وأسواق الأوراق المالية 15.

يقصد بخوصصة أسواق الأوراق المالية نقل ملكية وإدارة البورصة من يد الحكومة إلى يد الأفراد أو الشركات الخاصة، بأسلوب من أساليب نقل الملكيات الكامل أو الجزئي، مثل تكوين رأس مال للبورصة وطرحه للاكتتاب العام على الجمهور، وقد ترغب الحكومة بالمشاركة بالاكتتاب أو الاحتفاظ بحصة لها دون بيعها وعرض الباقي للبيع، وقد لا ترغب بذلك، وتصبح ملكية البورصة وإدارتها للمساهمين بحسب حصصهم، وتخضع لقانون شركات المساهمة العامة 6.

تعمل خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية على تطويرها وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية من خلال إخضاع البورصات للحوكمة، ما يؤدي إلى تعدد الجهات الرقابية وزيادة الرقابة المالية على التعاملات المالية، بشكل يؤثر على تحسين كفاءتما وزيادة قاعدة المستثمرين.

3- الدراسة الميدانية

1.3- مجتمع وعينة الدراسة

تمثل مجتمع الدراسة في شركات الوساطة المالية العاملة في الوطن العربي وموظفي البورصات والمحللين الماليين وخبراء الأسواق المالية من أساتذة حامعيين وباحثين ومهتمين بالأسواق المالية، وكل ممن لهم دراية بطبيعة العوامل والمتغيرات التي من الممكن أن تساهم في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية.

تمثلت عينة الدراسة في بورصات دول المغرب العربي ممثلة في المغرب والجزائر وتونس، حيث تم اختيار المغرب وتونس لسهولة التنقل اليها والحصول على المعلومات اللازمة، وقد تم توزيع الاستبيان أيضا على بعض مؤسسات الوساطة المالية المتواجدة في الدار البيضاء و تونس والجزائر العاصمة، كما تم توزيع استمارة الاستبيان على الأساتذة الجامعيين المختصين في العلوم المالية والبورصات.

بلغ عدد الاستمارات التي تم توزيعها حوالي 74 استمارة استبيان بشكل عادي شملت البورصات ومؤسسات الوساطة والأساتذة المهتمين بالأسواق المالية من مختلف جامعات الوطن، كما تم توزيع 58 استمارة استبيان الكترونيا لمؤسسات الوساطة المالية في دول المغرب العربي والأردن ومصر ومجموعة من الأساتذة تمكنا من الحصول على بريدهم الالكتروني وصفحاتهم على مواقع التواصل الاجتماعي.وقد بلغ العدد الإجمالي للاستمارات المقبولة 57 استمارة بشكليها العادي والالكتروني يمكن اعتماد عليها في التحليل الإحصائى

2.3 - متغيرات الدراسة

اعتمدنا على مجموعة من العوامل المستقلة التي من شأنها أن تؤثر في إمكانية حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية، واعتبار أن مواجهة الأزمات المالية في البورصات العربية متغيرا تابعا. وذلك وفق ما يلي:

المتغيرات المستقلة: تغليب الاستثمار المؤسسي، تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وحوكمتها، دراسة سلوك المستثمرين الأجانب.

المتغير التابع: حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية.

4- مناقشة نتائج الدراسة الميدانية

1.4 - تغليب قاعدة الاستثمار المؤسسي

يمكن التعرف على أهمية تقوية وتغليب قاعدة المستثمرين المؤسسين على حساب المستثمرين الأفراد في أسواق الأوراق المالية العربية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية، من خلال التحليل الإحصائي لمختلف الإجابات عن فقرات المحور، كما يظهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): تحليل فقرات المحور الأول

				(-) (-)	
resultas	Skewnes s Statistic	Kurtosis Statistic	Std. Deviation	M Ean	
بدرجة عالية	-1.784-	4.774	0.818	4.28	يعد مفهوم الاستثمار المؤسسي موضوعا واضحا لديكم
جدا					· ·
بدرجة عالية	-1.226-	1.016	1.033	3.6	تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف الاستثمار
					المؤسسي وسيطرة الاستثمار الفردي
بدرجة عالية	-1.033-	0.482	1.13	3.72	ان سبب انتقال تداعيات الأزمات المالية إلى البورصات
					العربية هو سيطرة الاستثمار الفردي مقابل ضعف الاستثمار
					المؤسسى
بدرجة عالية	-1.234-	1.141	0.994	4.11	يتأثر المستثمر الفردي بالإشاعات والمعلومات المضللة ما
					يؤدي إلى زيادة تدهور مؤشر البورصة أثناء الأزمات المالية
بدرجة عالية	-1.068-	0.548	1.109	3.81	يقلل الاستثمار المؤسسي في البورصة من حدة الأزمات
					المالية العالمية
بدرجة عالية	-1.079-	0.176	1.102	4	يخضع المستثمر المؤسسي لقيود تنظيمية في عمليات
					الاستثمار ما يجعل الأسواق المالية أكثر استقرارا
بدرجة عالية	-1.086-	0.783	1.026	3.65	يساهم الاستثمار المؤسسي في التقليل من عمليات المضاربة
					والحد منتذبذب الأسعار
بدرجة عالية	-1.434-	1.309	1.104	4.18	يعد الاستثمار المؤسسي أكثر احترافية في اتخاذ القرارات
					الاستثمارية
بدرجة عالية	-1.351-	1.074	1.18	4	يعود سبب تدهور الأسواق المالية العربية فيظل الأزمات
					المالية العالمية إلى ظواهر نفسية تسيطر على المتعاملين الأفراد
بدرجة عالية	-1.176-	0.932	1.057	3.75	تساهم طبيعة الاستثمار المؤسسي على حفظ توازن السوق
					وتقلل من حساسية تعاملات الأفراد
بدرجة عالية	-1.237-	0.533	1.034	3.42	يساهم الاستثمار المؤسسي في زيادة كفاءة وفاعلية السوق
					عكس الاستثمار الفردي
بدرجة عالية	977-	0.221	1.134	3.77	توجد علاقة بين طبيعة الاستثمار (فردي أو مؤسسي) وتأثر
					البورصات العربية بالأزمات المالية
بدرجة عالية			0.95	3.85	

المصدر: اعتمادا على نتائج التحليل الإحصائي

نلاحظ من الجدول أعلاه مدى تباين إجابات أفراد العينة في معظم الفقرات، حيث نجد أن اتجاهات العينة معظمها في اتجاه أعلى درجة رضا وبنسبة قليلة بدرجة متوسطة، وبتحليل كل الفقرات وإجابات أفراد العينة ومدى تطابقها مع رأينا نجد أن الفقرة الأولى المتعلقة بمدى فهم ووضوح مفهوم الاستثمار المؤسسي لدى فراد عينة الدراسة لديها أعلى متوسط حسابي (4.28)، ما يؤكد وضوح كبير لحذا المفهوم لكل أفراد العينة وأنها في اتجاه واحد، حيث يعد واضحا وبنسبة كبيرة لكل الفئات من إطارات ومسؤولي كل من البورصات

ومؤسسات الوساطة المالية ومعظم الأساتذة الجامعيين، وما بدعم ذلك درجة تشتت وتباين الخاص بالفقرة الأولى إذ نجد أنها ضعيفة وأن أغليها في اتجاه واحد.

بالنسبة لاتجاهات أفراد العينة بخصوص الفقرة الثانية المتعلقة بضعف الاستثمار المؤسسي وسيطرة الاستثمار الفردي في أسواق الأوراق المالية العربية، تدعم أفراد العينة رأينا وأن هناك قبول وبدرجة عالية حيث بلغ المتوسط الحسابي لإجابات هذه الفقرة (3.6) ودرجة التشتت عن الوسط الحسابي (1.03)، ما يؤكد أن هناك ضعف في حجم مشاركة الاستثمار المؤسسي في البورصات العربية وأن المستثمرين الأفراد هم غالبية المسيطرين على عمليات التداول في أسهم الشركات المدرجة، عكس الدول المتقدمة حيث يشكل الاستثمار المؤسسي نسبة فيها.

تنطبق اتجاهات أفراد العينة مع رأينا بخصوص الفقرة الثالثة الخاص بسيطرة الاستثمار المؤسسي مقابل ضعف الاستثمار المؤسسي يعد سبب انتقال تداعيات الأزمات المالية إلى البورصات العربية، حيث بلع المتوسط الحسابي الخاص بحذه الفقرة (3.72)، بينما درجة تشتت البيانات (1.3)، ما يؤكد أن طبيعة الاستثمار الخاص بحذا النوع المتعاملين يعد من أسباب تدهور أسواق الأوراق المالية العربية، مقارنة بالاستثمار المؤسسي الذي يتميز بخصائص تساهم في حماية أسواق الأوراق المالية في حالة حدوث أي أزمة مالية واقتصادية عالمية.

يتأثر المستثمر الفردي بالإشاعات والمعلومات المضللة ما يؤدي إلى زيادة تدهور مؤشر البورصة أثناء الأزمات المالية، إذ أن هناك رضا وبدرجة عالية لكل أفراد العينة حول هذه الفقرة، حيث أن معظم الإجابات هي باتجاه موافق وموافق بشدة ومن كل أنواع فئات المستجوبين، حيث بلغ المتوسط الحسابي (4.11)، وهي أعلى متوسط بعد الفقرة الأولى والفقرة الثامنة، كما أن التشتت الحاص بهذه الفقرة (0.9) وهو تشتت ضعيف مقارنة بمختلف الفقرات الأخرى، وهذا ما لاحظناه أيضا في الفقرة التاسعة التي تنص على أنه يعود سبب تدهور الأسواق المالية العربية فيظل الأزمات المالية العالمية إلى ظواهر نفسية تسيطر على المتعاملين الأفراد، حيث أن المتوسط الحسابي (4) وهي بدرجة عالية، يؤكد أن المستثمرين صفاتهم الشخصية ويتأثرون كثيرا بالإشاعات والمعلومات غير الموثوقة والمضللة ما يؤثر ذلك على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبالتالي تدهور مؤشر السوق.

يرى معظم المستجوبين أن الاستثمار المؤسسي أكثر احترافية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث بلغ المتوسط الحسابي الخاص بحذه الفقرة هو (4.18)، وهو ثاني أعلى متوسط بعد الفقرة الأولى، وهذا ما يتفق ما رأينا حيث معظم اتجاهات إجابات أفراد العينة هي موافق بدرجة عالية، وأن الانحراف المعياري الخاص بحذه الفقرة هو (1.10)، وعليه فطبيعة الاستثمار المؤسسي تعد أكثر احترافية في اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية، لأن عمليات الاستثمار تتم من طرف إدارة متخصصة وتخضع لقيود تنظيمية وتشريعية عديدة.

كانت اتجاهات المستجوبين بالسؤال الخاص بمساهمة الاستثمار المؤسسي في التقليل من عمليات المضاربة والحد من تذبذب الأسعار باتجاه موافق حيث أن المتوسط الحسابي بلغ (3.65) والانحراف المعياري (1.02)، وهذا راجع لطبيعة هذا النوع من المستثمرين التي تتميز بوجود إدارة متخصصة في عمليات الاستثمار، مقارنة المستثمر الشخصي الذي يركز في استثماراته على أسهم المضاربة وله حرية كبيرة في مجال الاستثمار.

هناك اتجاه وبدرجة رضا عالية من قبل المستجوبين حول الفقرة الخاصة بخضوع المستثمر المؤسسي لقيود تنظيمية في عمليات الاستثمار ما يجعل الأسواق المالية أكثر استقرارا بمتوسط حسابي (4) وانحراف معياري حول الوسط (1.02)، كما تتفق إجابات أفراد العينة حول مدى مساهمة طبيعة الاستثمار المؤسسي في حفظ توازن السوق والتقليل من حساسية تعاملات الأفراد، حيث أن المتوسط الحسابي الخاص بمذا السؤال بلغ (3.75)، ومعظم الإجابات باتجاه موافق، وما يؤكد ذلك درجة تشتت ضعيفة حول الوسط (1.05)، حيث يعمل الاستثمار المؤسسي على توازن السوق والتقليل من الأثر السلبي لخروج المستثمرين الأفراد أوقات حدوث أي أزمات مالية واقتصادية عالمية.

يساهم الاستثمار المؤسسي في زيادة كفاءة وفاعلية السوق عكس الاستثمار الفردي، حيث بلغ المتوسط الحسابي الخاص بهذه الفقرة (3.42) وهو أقل متوسط، لتباين أراء المستجوبين خاصة من قبل مسؤولي مؤسسات الوساطة المالية وإطارات البورصة وبين أراء الأساتذة، أخيرا يرى المستجوبين أن هناك علاقة بين طبيعة الاستثمار (فردي أو مؤسسي) وتأثر البورصات العربية بالأزمات المالية، حيث بلغ المتوسط الحسابي (3.77)، ما يؤكد أهمية تغليب الاستثمار المؤسسي على الاستثمار الفردي في أسواق الأوراق المالية لحمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية.

ولمعرفة أكثر مدى رضا وموافقة المستجوبين حول أهمية الاستثمار المؤسسي ودوره في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات والاقتصادية العالمية، تم إجراء اختبار t test للعينة الواحدة بالمقارنة مع القيمة الافتراضية 3، وهذا ما يوضحه الجدول التالى:

الجدول رقم (2): نتائج اختبار t لبيانات المحور الأول

One-Sample Test										
	Test Value = 3									
	Т	Df	Df Sig. (2-tailed) Mean 95% Confidence Int							
				Difference	Difference					
					Lower	Upper				
q1	11.814	56	.000	1.281	1.06	1.50				
q2	4.361	56	.000	.596	.32	.87				
q3	4.806	56	.000	.719	.42	1.02				
q4	8.392	56	.000	1.105	.84	1.37				
q5	5.494	56	.000	.807	.51	1.10				
q6	6.851	56	.000	1.000	.71	1.29				
q7	4.775	56	.000	.649	.38	.92				
q8	8.039	56	.000	1.175	.88	1.47				
q9	6.397	56	.000	1.000	.69	1.31				
q10	5.389	56	.000	.754	.47	1.03				
q11	3.074	56	.003	.421	.15	.70				
q12	5.139	56	.000	.772	.47	1.07				

المصدر: اعتماد على بيانات الدراسة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن جميع الفقرات لها دلالة إحصائية وأن مستوى الدلالة اقل من (0.05)، وعليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تغليب الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية.

2.4 - تحويل أسواق الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية

يمكن التعرف على أهمية تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية، من خلال التحليل الإحصائي لمختلف الإجابات عن فقرات المحور، كما يظهر في المحدول التالى:

الجدول رقم (3): تحليل فقرات المحور الثاني

	Skewness Statistic	Kurtosis Statistic	Std. Deviation	Mean	
بدرجة عالية	-1.164-	1.806	0.928	3.82	يعد مفهوم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام
					الشريعة الإسلامية موضوعا واضحا لديكم
يدرجة	078-	0.125	0.955	2.74	يمكن تحويل الأسواق العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية
متوسطة					
بدرجة عالية	-1.050-	1.407	0.866	3.56	يساهم تحويل الأسواق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة
					الإسلامية في حمايتها من تداعيات
					الأزمات المالية العالمية
يدرجة	178-	0.124	1.006	3.33	يعد تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة
متوسطة					الإسلامية أمرا مرغوبا فيه لدى المستثمرين
بدرجة عالية	636-	0.857	0.907	3.56	يساهم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق تعاليم الشريعة
					الإسلامية في تلبية حاجيات المستثمرين ويقلل من الظواهر النفسية ويمنح
					الثقة للمتعاملين للاستثمار في هذه الأسواق
بدرجة	0.227	0.28	0.875	2.81	يتم تداول أوراق مالية تخالف تعاليم الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية
متوسطة					العربية
بدرجة	301-	0.285	0.884	3.07	يفضل المستثمرون في أسواق الأوراق المالية العربية التعامل بأدوات مالية
متوسطة					إسلامية عوض الأدوات المالية التقليدية
بدرجة	0.171	0.437	0.866	3	تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بالعديد من السلبيات بسبب
متوسطة					تعاملات تتنافي مع تعاليم الشريعة الإسلامية
بدرجة عالية	548-	0.262	1.02	3.51	يساهم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة
					الإسلامية في القضاء على الجشع والتلاعبات ويقلل من المضاربة
بدرجة عالية	803-	0.572	1.015	3.6	توجد علاقة بين تحويل البورصات العربية للعمل وفق أحكام الشريعة
					الإسلامية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية
يدرجة			0.70	3.30	الإتجاه العام
متوسطة					

المصدر: إعداد الباحثين اعتماد على بيانات الدراسة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن اتجاه إجابات أفراد العينة معظمها باتجاه متوسط الأهمية وقبول بدرجة عالية، حيث أعلى درجة رضا وقبول سجلت في السؤال الأول حيث يعد مفهوم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية موضوعا واضحا لديكم، حيث بلغ المتوسط الحسابي لهذا السؤال (3.82)، بدرجة تشتت عن الوسط (0.92)، ما يؤكد وضوح موضوع تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق تعاليم الشريعة الإسلامية لدى المستجوبين في الفئات الثلاثة إطارات وموظفي البورصات العربية ومؤسسات الوساطة المالية ولدى الأساتذة الجامعيين، باعتماد إحدى أساليب التحويل الكلى أو الجزئي.

من بين الفقرات التي سجلت أعلى درجة رضا السؤال المتعلق بمدى مساهمة تحويل الأسواق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في حمايتها من تداعيات المأزمات المالية العالمية حيث أغلب إجابات المستجوبين هي باتجاه موافق بمتوسط حسابي قدره (3.56)، وبدرجة تشتت ضعيفة (0.86)، وهذا ما ينطبق أيضا على السؤال الأخير حيث يرى أغلب المستجوبين أنه توجد علاقة بين

تحويل البورصات العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية، حيث سجل المتوسط الحسابي لهذه الفقرة (3.6) بانحراف معياري (1.01)، إذ يرى معظم المستجوبين أهمية التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية.

يساهم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق تعاليم الشريعة الإسلامية في تلبية حاجيات المستثمرين ويقلل من الظواهر النفسية ويمنح الثقة للمتعاملين للاستثمار في هذه الأسواق، حيث بلغ المتوسط الحسابي لهذه الفقرة (3.56)، وبانحراف معياري قدره (0.9)، حيث يعمل تحويل أسواق الأوراق المالية العربية على زيادة الثقة لدى المتعاملين بالسوق من خلال طرح أدوات مالية إسلامية بشكل يساهم في تلبية احتياجات المستثمرين، كما يوافق معظم المستجوبين بمتوسط حسابي (3.51) على أهمية تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ودورها في القضاء على الجشع والتلاعبات والتقليل من عمليات المضاربة.

سجلت بعض الفقرات اتجاهات بدرجة متوسطة الأهمية وعدم إبداء الرأي وبتعلق الأمر بالسؤال الرابع المتعلق يعد تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية أمرا مرغوبا فيه لدى المستثمرين، حيث بلغ المتوسط الحسابي الخاص بهذه الفقرة (3.33) بانحراف معياري (1)، ما يؤكد التباين في أراء المستجوبين خاصة من قبل إطارات البورصة ومؤسسات الوساطة المالية، نفس الشيء ينطبق على الفقرة الثامنة بمتوسط حسابي قدره (3) بدرجة أهمية متوسطة وعدم إبداء الرأي بخصوص تميز أسواق الأوراق المالية العربية بالعديد من السلبيات بسبب تعاملات تتنافى مع تعاليم الشريعة الإسلامية.

بالنسبة للفقرات التي سجلت أدى متوسط حسابي، ما لاحظناه في الفقرة الثانية المتعلقة بإمكانية تحويل الأسواق العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بحيث سجلت متوسط حسابي بلغ (2.74) وهو الأقل وتراوحت الإجابات بين القبول محايد وعدم إبداء الرأي وبين عدم القبول خاصة من فئة مسؤولي مؤسسات الوساطة المالية، كما سجلت الفقرة السادسة تباين في إجابات أفراد عينة الدراسة ممتوسط حسابي (2.81)، حيث سجلت أغلبية إجابات المستجوبين عدم إبداء الرأي وقبول بدرجة متوسطة وعدم القبول وهذا فيما يخص تداول أوراق مالية تخالف تعاليم الشريعة الإسلامية في أسواق الأوراق المالية العربية.

ما يعزز نتائج التحليل الإحصائي اختبار (one sample test) بالمقارنة مع المتوسط (3)، وهذا ما يوضحه الجدول التالي: الجدول رقم (3): نتائج اختبار t test لبيانات المحور الثاني

	One-Sample Test									
	Test Value = 3									
	Т	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference		e Interval of the				
					Lower	Upper				
q13	6.707	56	.000	.825	.58	1.07				
q14	-2.081-	56	.042	263-	52-	.00				
q15	4.892	56	.000	.561	.33	.79				
q16	2.502	56	.015	.333	.07	.60				
q17	4.675	56	.000	.561	.32	.80				
q18	-1.665-	56	.101	193-	43-	.04				
q19	.600	56	.551	.070	16-	.30				
q20	.000	56	1.000	.000	23-	.23				
q21	3.766	56	.000	.509	.24	.78				
q22	4.436	56	.000	.596	.33	.87				

المصدر: بالاعتماد على بيانات الدراسة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة الاحتمالية لأغلب الفقرات أقل من 0.05 وأنها ذات دلالة إحصائية لكن باتجاهات مختلفة سلبية وإيجابية، كما نلاحظ أن بعض الفقرات لا تختلف عن متوسط (3) وأن مستوى الدلالة أكبر من 0.05، وبالتالي ليس لها دلالة إحصائية، حاصة فيما يتعلق بتداول أوراق مالية تخالف تعاليم الشريعة الإسلامية في الأسواق المالية العربية، وتفضيل المستثمرون في أسواق الأوراق المالية العربية التعامل بأدوات مالية إسلامية عوض الأدوات المالية التقليدية، إضافة إلى من السلبيات في البورصات العربية بسبب تعاملات تتنافى مع تعاليم الشريعة الإسلامية، حيث أغلب الإجابات حول هذه الأسئلة كانت باتجاه محايد وعدم إبداء الرأي.

3.4 - خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وحوكمتها

يمكن التعرف على أهمية خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وحوكمتها لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية، من خلال التحليل الإحصائي لمختلف الإجابات عن فقرات المحور، كما يظهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): نتائج تحليل المحور الثالث

	Skewness Statistic	Kurtosis Statistic	Std. Deviation	Mean	
بدرجة	-1.168-	0.692	1.04	4.09	يعد مفهوم خوصصة أسواق الأوراق المالية وحوكمتها موضوعا
عالية					واضحا لديكم
بدرجة	-1.243-	0.997	1.093	3.86	التوجه نحو خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية يساهم في زيادة
عالية					ثقة المستثمرين وزيادة كفاءة السوق
بدرجة	-1.313-	0.694	0.901	3.39	يساعد التوجه نحو الخوصصة في رفع الكفاءة الرقابيةعلى التعاملات
متوسطة					في الأوراق المالية
بدرجة	-1.315-	0.99	1.149	4.04	يسمح التوجه نحو الخوصصة بإخضاع البورصات لمعايير الحوكمة
عالية					بتعدد الجهات الرقابية على السوق المالية
بدرجة	-1.423-	1.258	1.18	4.04	يؤدي التوجه نحو الخوصصة إلى تطوير أسواق الأوراق المالية العربية
عالية					وزيادة قاعدة المستثمرين
بدرجة	-1.035-	0.658	1.101	3.7	يساهم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية من ملكية وإدارة القطاع
عالية					العام إلى ملكية وإدارة القطاع الخاص في حمايتها من تداعيات
					الأزمات المالية
بدرجة	-1.169-	0.971	1.037	3.51	توجد علاقة بين تبعية البورصة للقطاعين العام أو الخاص ومواجهة
عالية					تداعيات الأزمات المالية
بدرجة			0.92	3.77	الإتجاه العام
عالية					

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الدراسة

نلاحظ من الجدول أعلاه ومن تحليل إجابات المستجوبين أن أغلب الإجابات هي في اتجاه قبول وبدرجة عالية، وقد سجلت الفقرة الأوراق الأولى أعلى متوسط حسابي (4.09) بانجراف معياري قدره (1.04)، ما يؤكد وضوح وبشكل كبير موضوع خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية وإخضاعها لمعايير الحوكمة، أي تحويل أسواق الأوراق المالية العربية من ملكية وإدارة القطاع العام إلى ملكية وإدارة القطاع الخاص. كما أن التوجه نحو الخوصصة يسمح بإخضاع البورصات العربية لمعايير الحوكمة بتعدد الجهات الرقابية على السوق المالية حيث

بلغ المتوسط الحسابي لهذه الفقرة (4.04)، ما يؤكد أهمية خوصصة البورصات العربية لدى أغلب المستجوبين من أساتذة وإطارات ومسؤولي البورصات ومؤسسات الوساطة المالية العربية.

يرى أغلب المستحوبين أن التوجه نحو الخوصصة يساهم في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وزيادة قاعدة المستثمرين، حيث بلغ المتوسط الحسابي (4.04) بدرجة تشتت حول الوسط (18.1)، كما يسمح التوجه نحو خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية في زيادة ثقة المستثمرين وزيادة كفاءة السوق، بمتوسط حسابي لهذه الفقرة بلغ (3.86)، ما يؤكد أهمية خوصصة أسواق الأوراق العربية وتحويلها إلى شركات مساهمة عامة تتداول أسهمها في البورصة وأثر ذلك في تنشيط الأسواق وتطويرها وزيادة الثقة لدى المتعاملين ما ينعكس إيجابا على تنشيط الاقتصاد وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

سجلت الفقرة الثالثة أقل متوسط حسابي وباتجاه محايد وبدرجة رضا متوسطة، حيث لا يرى أغلب المستجوبين أن التوجه نحو الخوصصة يساعد على رفع الكفاءة الرقابية على التعاملات في الأوراق المالية، خاصة لدى إطارات مؤسسات الوساطة المالية، حيث بلغ المتوسط الحسابي (3.39)، بانحراف معياري (0.9)، بينما على العكس إجابات أغلب المستجوبين من فئة الأساتذة والمختصين في الأسواق كانت باتجاه قبول وبدرجة رضا عالية حول أهمية التوجه نحو الخوصصة في زيادة الرقابة على التعاملات في الأوراق المالية.

أخيرا، يساهم تحويل أسواق الأوراق المالية العربية من ملكية وإدارة القطاع العام إلى ملكية وإدارة القطاع الخاص في حمايتها من تداعيات الأزمات المالية، حيث بلغ المتوسط الحسابي الخاص بهذا السؤال (3.7)، ما يؤكد أهمية التوجه نحو خوصصة اليورصات العربية وإخضاعها لمعايير الحوكمة في مواجهة الأزمات المالية والتقليل من تداعياتها السلبية، وهذا ما لاحظناه من خلال السؤال الأخير، وبمتوسط حسابي (3.51)، حيث توجد علاقة بين تبعية أسواق الأوراق المالية للقطاعين العام أو الخاص ومواجهة تداعيات الأزمات المالية.وما يعزز نتائج التحليل الإحصائي اختبار (one sample test) بالمقارنة مع المتوسط (3)، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار t لبيانات المحور الثالث

	One-Sample Test										
	Test Value = 3										
	T df Sig. (2-tailed) Mean 95% Confidence Interval of the										
	Difference Difference										
					Lower	Upper					
q23	7.897	56	.000	1.088	.81	1.36					
q24	5.939	56	.000	.860	.57	1.15					
q25	3.232	56	.002	.386	.15	.63					
q26	6.801	56	.000	1.035	.73	1.34					
q27	6.625	56	.000	1.035	.72	1.35					
q28	4.810	56	.000	.702	.41	.99					
q29	3.703	56	.000	.509	.23	.78					

المصدر: إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات الدراسة

4.4 - دراسة سلوك المستثمرين الأجانب

يمكن التعرف على أهمية دراسة سلوك المستثمرين الأجانب في أسواق الأوراق المالية العربية لمواجهة تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية، من خلال التحليل الإحصائي لمختلف الإجابات عن فقرات المحور، كما يظهر في المحدول التالي:

الجدول رقم (6): تحليل فقرات المحور الرابع

					•
	Skewness Statistic	Kurtosis Statistic	Std. Deviation	Mean	
بدرجة عالية	595-	122-	0.881	2.82	سبب انتقال الأزمات المالية إلى أسواق الأوراق المالية هو سلوك المستثمرين الأجانب
بدرجة عالية	092-	603-	0.857	2.42	يؤدي انفتاح أسواق الأوراق المالية العربية إلى انتقال تداعيات الأزمات المالية العالمية
بدرجة عالية	508-	0.791	0.797	3.49	يهدف الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية إلى المضاربة
بدرجة عالية	-1.778-	4.923	0.806	4.26	وضع قيود على المستثمرين الأجانب يساهم في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية
بدرجة عالية	-1.429-	2.206	0.679	4.51	يعد الخروج المفاجئ للمستثمرين الأجانب وتسييل محافظهم المالية سبب تدهور الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية
بدرجة عالية	646-	1.197	0.688	3.98	توجد علاقة بين سلوك المستثمر الأجنبي وانتقال تداعيات الأزمات المالية إلى الأسواق المالية العربية
بدرجة عالية			0.61	3.58	

المصدر: إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات الدراسة

تباينت أراء واتجاهات المستحوبين حول فقرات المحور الرابع وأغلب الإجابات كانت بموافق بدرجة عالية ومحايد وأحيانا موافق بدرجة عالية، حيث لا يرى معظم المستحوبين أن سبب انتقال الأزمات المالية إلى أسواق الأوراق المالية هو سلوك المستثمرين الأجانب، إذ بلغ المتوسط الحسابي الخاص بالفقرة الأولى (2.82) وبانحراف معياري (0.88)، وأغلب الإجابات هي قبول وبدرجة متوسطة وعدم إبداء رأي وعدم الرضا خاصة من فئة إطارات البورصة ومؤسسات الوساطة المالية.

كما سجلت الفقرة الثانية أدبى متوسط حسابي (2.42) وبدرجة تشتت حول الوسط (0.85)، حيث لا يرى بعض المستجوبين أن انفتاح أسواق الأوراق المالية العربية يؤدي إلى انتقال تداعيات الأزمات المالية العالمية، مؤكدين بذلك أهمية دخول المستثمرين الأجانب في أسواق الأوراق المالية العربية ودور الاستثمارات الأجنبية في تحرير السيولة وتوليد طاقات إنتاجية جديدة. كما تباينت الآراء بخصوص الفقرة الثالثة حيث بلغ المتوسط الحسابي (3.49)، وهو قريب جدا من معدل القبول والرضا التام، حيث اختلفت وجهات نظر فئات أفراد المستجوبين من أساتذة ومسؤولي بدرجة رضا متوسطة وعالية في جدا في بعض الأحيان، فهناك من يرى أن الاستثمار الأجنبي في

أسواق الأوراق المالية العربية يهدف إلى المضاربة، خاصة فيما يتعلق بفترة الاحتفاظ بالأسهم والسندات التي تعتبر قصيرة ومحدودة، ما ينعكس بشكل سلبي على أسواق الأوراق المالية العربية خاصة في ظل الأزمات المالية والاقتصادية العالمية.

يرى عدد كبير من المستجوبين أن وضع قيود على المستثمرين الأجانب يساهم في حماية أسواق الأوراق المالية العربية من تداعيات الأزمات المالية العالمية، حيث سجل المتوسط الحسابي لهذه الفقرة (4.26)، وبدرجة رضا كبيرة من قبل جميع فئات العينة المستهدفة، كما سجلت الفقرة الخامسة أعلى متوسط حسابي وبدرجة رضا تام، حيث بلغ المتوسط الحسابي لهذه الفقرة (4.51)، حيث يعد الخروج المفاجئ للمستثمرين الأجانب وتسييل محافظهم المالية سبب تدهور الأسواق المالية العربية في ظل الأزمات المالية، وهذا نظرا لطبيعة هذا النوع من المستثمرين خاصة في ظل الأزمات المالية، حيث يؤثر الدخول والخروج السريع للأموال الأجنبية الساخنة على استقرار الأسواق المالية العربية وارتفاع مخاطرها، كما يرى المستجوبين وجود علاقة بين سلوك المستثمر الأجنبي وانتقال تداعيات الأزمات المالية إلى الأسواق المالية العربية وارتفاع محالي لهذه الفقرة (3.98)، ما يؤكد الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي القصير الأجل وقت الأزمات المالية، وضرورة الاعتماد على الاستثمار الأجنبي المؤسسي الذي يتميز بوجود إدارة متخصصة في عمليات الاستثمار ما ينعكس إيجابا على أداء أسواق الأوراق المالية العربية. وما يعزز نتائج التحليل الإحصائي احتبار (one sample test) بالمقارنة مع المتوسط (3)، وهذا ما يوضحه الجدول التالى:

الجدول رقم (7): نتائج اختبار t لبيانات المحور الرابع

	One-Sample Test									
	Test Value = 3									
	Т	df	Sig. (2-tailed)	95% Confidence Interval of the						
	Differe			Difference	Difference					
					Lower	Upper				
q30	-1.490-	56	.142	175-	41-	.06				
q31	-5.053-	56	.000	579-	81-	35-				
q32	4.610	56	.000	.491	.28	.70				
q33	11.724	56	.000	1.263	1.05	1.48				
q34	16.639	56	.000	1.509	1.33	1.69				
q35	10.686	56	.000	.982	.80	1.17				

المصدر: إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات الدراسة

الخلاصة:

أسفرت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- تؤثر جميع العوامل والمتغيرات التي احتوتها الدراسة إيجابا في إمكانية مواجهة الأزمات المالية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية في أسواق الأوراق المالية العربية؛
- يساهم تغليب الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية في زيادة الثقة لدى المتعاملين وتعزيز كفاءة السوق وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية؛
- تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية لا يؤثر في إمكانية حمايتها من تداعيات الأزمات المالية والاقتصادية العالمية؛

- تساهم خوصصة أسواق الأوراق المالية العربية واخضاعها للحوكمة وتحويلها إلى شركات مساهمة عامة في زيادة الثقة وتعزيز كفاءة وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية؛
- دراسة سلوك المستثمرين الأجانب والتركيز على الاستثمار الأجنبي المؤسسي الطويل الأجل يساهم في استقرار أسواق الأوراق المالية العربية وحمايتها من تداعيات الأزمات المالية العالمية وامتصاص صدماتها السلبية؛
- يعود السبب الرئيسي لتدهور وانحيار أسواق الأوراق المالية العربية إلى العوامل النفسية التي سيطرت على المتعاملين وانتشار ظاهرة التقليد لما يجرى في الأسواق العالمية.

الهوامش والمراجع:

¹ Nassim Nicholas Taleb and George A. Martin, How to Prevent Other Financial Crises,(SAIS Review vol 32 n° 01, Johns Hopkins University, Washington, 2012, PP 49 - 60).

²SinišaVišnjički and JuricaBosna, CAUSES AND MEASURESFORPREVENTING FUTURECRISES IN EU, (REVIEW OF INNOVATION AND COMPETITIVENESS vol01 ISSUE 01, Juraj Dobrila University of Pula, Croatia, 2015, PP 63 - 80).

³ JAIME CARUANA, Minimising the impact of future financial crises, (Financial Stability Review No. 13, France, September 2009, PP 43 - 52).

⁴ صلاح محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب أثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20. وصلاح محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب أثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20. صلاح محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب أثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20.

⁶ شذا جمال خطيب، صعفق الركيبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص 153. 7صلاح الدين محمد امين الامام، نفس المرجع السابق، ص 14.

⁸ نفس المرجع والصفحة أعلاه.

⁹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان 2008، ص228.

¹⁰ زكريا سلامة عيسي شطناوي، مرجع سابق، ص ص 208-209.

¹¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، عمان 2010، ص 157.

¹² فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، دار الفكر والقانون، مصر 2012، ص 196.

 $^{^{13}}$ نفس المرجع أعلاه، ص 13

¹⁴ عادل على عبد العال، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية الصادرة عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العددان 63-64، 2013، ص 94.

¹⁵ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص 304.

¹⁶ نفس المرجع أعلاه، ص 305.