

نحو بناء نظم للتنبؤ والإنذار المبكر باتهيار أسواق رأس المال العربية

د. مداني أحمد

جامعة بالشلف - الجزائر

الملخص:

تتطرق هذه الورقة البحثية إلى واحدة من الآليات المهمة لاستقرار أسواق رأس المال، تتمثل في نظم الإنذار المبكر لما لها من دور مهم في رصد مدى إمكانية تعرض هذه الأسواق لأزمات انهيارها، ومن ثم يمكن أخذ الإحتياطات وتدبير أساليب لمواجهتها في وقت كافي. وفي ظل مساعي تحرير الحسابات الرأسمالية للعديد من أسواق رأس المال العربية، تبرز الحاجة القوية إلى هذه النظم ببذل الجهود والإقتداء بالتجارب الدولية لابتكارها وتصميمها وبنائها وتطبيقها، وتذليل الصعوبات التي تقف عائقاً أمام تحقيق هذا الغرض.

الكلمات المفتاحية: أسواق رأس المال العربية، الأزمات المالية، الإبتكار، نظم الإنذار المبكر.

Abstract:

This research paper refers to one of the important mechanisms for the stability of capital markets, this mechanism is "early warning systems" because it has an important role in detecting the extent to which these markets can be hit by crises and collapses, thus allowing the taking of necessary precautions and develop methods to confront them in sufficient time. In the context of the efforts of capital account liberalization of many Arab Capital Markets, the strong need appears to these systems Through a lot of efforts and following the international experiences for innovation, design, construction and application them, and to eliminate the difficulties that stand in the way of realization this purpose.

Keywords: Arab Capital Markets, financial crises, innovation, early warning systems.

المقدمة:

أدت العلاقة المتبادلة بين سوق رأس المال ومستوى النشاط الإقتصادي إلى جعل قضية إرساء أسس أسواق رأس المال وتطويرها تستحوذ على اهتمام واسع في العقود الثلاثة الماضية من لدن صانعي السياسات الإقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، كما جاء ذلك بصورة رئيسة إنعكاساً لما خلّفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من

الإقتصادات المتقدمة والناشئة، مما أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي، والدور الكبير الذي يمكن أن تؤديه أسواق رأس مال نشطة وكفوءة في هذا الصدد، ولذلك سعت السلطات في العديد من الإقتصادات الغربية والعربية إلى تبني استراتيجيات وبرامج عمل لتطوير أسواقها لرأس المال على نحو خاص.

ولقد منحت برامج الإصلاح والتطوير أسواق رأس المال العربية مزيداً من الإنفتاح المالي والتنوع في أدوات التداول، ودفعت بها نحو التدويل والعولمة المالية، وانكشافها عن الأزمات المالية وعداوها والتي يترتب عنها حالة من عدم التأكد في المستقبل وانهيار الثقة في أسواق رأس المال، وتدهور في الأسعار والتداول وزيادة الخسائر، والأزمة المالية العالمية سنة 2008 إستدلال قوي على ذلك كله، كما أفرزت تلك الأزمات الكثير من التحديات من أبرزها المنهجية الإستراتيجية في إدارتها والتعامل مع متغيراتها والتخفيف من آثارها على المستويين المحلي والدولي، فضلاً عن الأبعاد الأخرى المتمثلة في متطلبات إعادة الثقة في الأسواق وفي أذهان المتعاملين. وفي ظل مساعي تحرير الحسابات الرأسمالية للعديد من الإقتصادات العربية ودوره في دعم التكامل الإقتصادي العربي، يتأكد صعوبة بقاء أسواق رأس المال العربية بمنأى عن تداعيات تلك الأزمات المالية، الأمر الذي يستدعي ضرورة وجود نظم للإنذار المبكر بالأزمات قد يمكن الإعتماد عليها في رصد مدى إمكانية تعرض أسواق رأس المال العربية لأزمات انهيارها ومن ثم إتخاذ التدابير الملائمة لتحسينها وحمايتها.

أهمية البحث: يمكن تجسيد أهمية البحث في ما يلي:

تعد تداعيات الأزمات المالية على أسواق رأس المال العربية مكلفة وترفع من الأعباء الإجتماعية، لذلك لا بد من وجود آلية فعالة لرصدها قبل وقوعها لأخذ الإحتياطات في الوقت المناسب.

أن الإقتصادات العربية كإقتصادات نامية، تسعى في تطوراتها لأن تكون ذات أسواق رأس مال ناشئة وهي بحاجة للإستفادة من تجارب الدول التي خطت خطوات معتبرة في مجال الوقاية من الأزمات المالية، هذا له أثر كبير على مسيرة التنمية بهذه الإقتصادات.

أهداف البحث: يتطلع هذا البحث إلى بلوغ الأهداف التالية:

تحليل المناهج والمؤشرات المطبقة في التنبؤ المبكر بالأزمات في أسواق رأس المال، وعرض وتحليل الإتجاه الحديث لنظم الإنذار المبكر.

إبراز دوافع الحاجة لإنشاء نظم للإنذار المبكر بالأزمات بأسواق رأس المال العربية. عرض وتحليل للجهود العربية في بناء وتطبيق نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية. استخلاص الصعوبات والتحديات التي تواجهها أسواق رأس المال العربية عند تصميم أنظمة للإنذار المبكر بالأزمات المالية.

مشكلة البحث: يحاول هذا البحث الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: هل تمتلك أسواق رأس المال العربية أنظمة فعالة للإنذار والكشف المبكر عن الأزمات والإنهيارات المالية؟ وما حجم الجهود المبذولة لبناء مثل تلك الأنظمة؟

فرضية البحث: لا تمتلك أسواق رأس المال العربية أنظمة للإنذار المبكر بالأزمات المالية وأن جهودها في إبتكار مثل هذه الأنظمة والإستفادة من تجارب أسواق رأس المال المتطورة لا ترتقي إلى مستوى تطلعاتها.

منهجية البحث: لقد اعتمد الباحث في معالجة هذا الموضوع على المنهج الوصفي التحليلي، مستعيناً ببعض البيانات المستمدة من شبكة الأنترنت، والمجلات والكتب والدراسات المتخصصة من أجل الإلمام بكل الجوانب الجوهرية للموضوع.

هيكل البحث: للتحليل والتعمق أكثر وللوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة من البحث، قسمنا البحث إلى أقسام ثلاث نوردتها على النحو التالي:

أولاً: ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية ومناهجها.

ثانياً: نظم الإنذار المبكر داخل أسواق رأس المال.

ثالثاً: أسواق رأس المال العربية بين الحاجة لنظم إنذار مبكر وشح الجهود المبذولة لبنائها.

أولاً: ماهية نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية ومناهجها

1. ماهية نظم الإنذار المبكر:

قدم الباحثون عدة تعاريف لنظم الإنذار المبكر، حيث يعرفها "محمد رشاد الحملاوي والسيد محمود سماحة" بأنها "آلية الغرض منها إكتشاف إشارات الإنذار تجاه ظاهرة ما، وهي عملية تقوم على رصد وتسجيل وتحليل الإشارات التي تنبئ عن قرب حدوث أزمة،

إلا أنه يجب التفرقة بين الإشارات التي تشير إلى قرب وقوع أزمة وبعض الضوضاء الناتجة عن المشكلات اليومية بقطاع الأعمال" (محمد رشاد الحمالوي، السيد محمود سماحة، 2002، 131).

بينما يرى "فؤاد علوان" بأن نظم الإنذار المبكر هي: "عبارة عن آلية تعمل على ترقب تغيرات مؤشرات بحدوث أزمة مالية، إذ ترسل نظم الإنذار المبكر إشارات عند قيم معينة لتلك الإشارات وأن نتائج الإنذار المبكر يمكن أن تكون وفق أربع احتمالات وهي كما يلي:
-التوفيق: حيث يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة.
-الفشل: حيث لا يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة وتقع الأزمة.
-الإنذار الكاذب: إذ يتم رصد إشارات الإنذار بوقوع الأزمة، بينما لا تقع الأزمة أصلاً.

-الرفض الصحيح: حيث لا يتم إكتشاف إشارات بوقوع الأزمة ولا تقع الأزمة بالفعل" (فؤاد علوان، 2012، 229-230).

يتفق التعريفان السابقان على أن الغرض من نظم الإنذار المبكر هو رصد عدة إشارات تنبئ بحدوث أزمة ما، حيث يمكن توضيح ذلك من خلال مصفوفة إشارات الإنذار المبكر:

جدول رقم (01):

مصفوفة إشارات الإنذار المبكر

	حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة	لا يتم حدوث الأزمة خلال الفترة القادمة
توجد إشارات الإنذار	التوفيق	الإنذار الكاذب
لا توجد إشارات الإنذار	الفشل	الرفض الصحيح

المصدر: فؤاد علوان، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية - دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

وبالتالي، فنظام الإنذار المبكر هو أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض السوق المالية أو الإقتصاد لأزمة مالية، فتنبين إحتتمالات حدوثها في وقت مبكر قبل وقوعها لإتخاذ سياسات وإجراءات وقائية عند وقوعها.

2. مناهج التنبؤ المبكر بالأزمات المالية:

قامت العديد من الدول والهيئات والمؤسسات الدولية والمحلية ببناء وتطبيق نماذج متكاملة للتنبؤ بالأزمات المالية سعياً لتجنب الآثار السلبية لتلك الأزمات. ويمكن إيضاح تلك المناهج، والتي هي في سيرة دائمة لتطويرها للحصول على معدلات فعالية أكثر، وذلك كما يلي:

1.2. منهجية المؤشرات القاندة: تعتمد هذه المنهجية على مؤشرات يمكن استخدامها من قبل متخذي القرار لتوقع الأزمات المالية، ويمكن تحديدها من خلال مقارنة سلوك متغير معين في فترة ما قبل الأزمة مع سلوكه خلال فترة الإستقرار والسكون، ذلك بإيجاد نوع من التوازن بين تخفيض احتمالية عدم التوقع بالأزمات وتخفيض احتمالية إعطاء إنذار غير صحيح عند وجود ضغوطات (مركز البحوث المالية والمصرفية، 2000، 21).

2.2. منهجية الإشارات: تركز هذه المنهجية على مجموعة من المؤشرات الزمنية (أسبوعية، شهرية، نصف سنوية، سنوية) التي تنذر بوجود أزمة عندما تتعدى تلك المؤشرات حداً معيناً، ثم يتم بناء "مؤشرات مركبة" من تلك المؤشرات المنفردة لقياس احتمال وجود أزمة. ويمكن إختبار فاعلية منهج الإشارات على مستوى المؤشرات الفردية بالإعتماد على النماذج التالية:

1.2.2. نموذج "Kaminsky and Reinhart -1999": يعتمد هذا النموذج في تفسيره لإحتمالية حدوث أزمة مالية على مصفوفة مؤشرات الأزمات الموضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (02):

مصفوفة مؤشرات الأزمة المالية

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهر	عدم وقوع أزمة بعد 24 شهر
إصدار المؤشر للإشارة	A	B
عدم إصدار المؤشر للإشارة	C	D

Source: GRACIELA L. KAMINSKY and CARMEN M. REINHART, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, *The American Economic Review*, Vol 89, N°03, June 1999, USA, p: 488.

تعكس مصفوفة مؤشرات الأزمات المالية الموضحة في الجدول السابق الحالات التالية:
الحالة (A): المؤشر جيد لأنه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية بعد 24 شهراً.

الحالة (B): المؤشر غير جيّد لأنّه يصدر إشارات إنذار مبكرة لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد 24 شهراً.

الحالة (C): المؤشر جيّد لأنّه لا يقدّم أيّة إشارات إنذار لحدوث أزمة مالية ولكن الأزمة تقع بالفعل بعد 24 شهراً.

الحالة (D): المؤشر جيّد لأنّه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة مالية وأنّه بالفعل لا تقع أزمة مالية بعد مرور 24 شهراً.

بإهمال المؤشرين (B,C) واعتماد المؤشرين (A,D)، ولغرض التنبؤ باحتمالية أزمة مالية بالإعتماد على مصفوفة مؤشرات الأزمة، يعتمد النموذج الرياضي التالي (GRACIELA L. KAMINSKY, 1999, 488):

$$NSR = \frac{B/(B+D)}{A/(A+C)}$$

حيث أن:

NSR (Noise to Signal Ratio): نسبة إضطراب الإشارة، وتعرف بأنها احتمالية تقديم إشارة لحدوث (أو عدم حدوث) أزمة مالية خلال فترات الإضطراب المالي إلى احتمالية تقديم إشارة خلال فترات الأزمة المالية، وأن النسبة الأدنى من "NSR" تشير إلى احتمالية حدوث أزمات مالية في المستقبل والنسبة الأعلى تشير إلى العكس.

2.2.2. نموذج "Zhuang and Dowling -2002": يعد هذا النموذج تطويراً لنموذج "Kaminsky and Reinhart"، حيث يتم بناء مؤشر مركب لسنة متغيرات مالية مشتركة لمجموعة من الدول، واستخدام ذلك المؤشر المركب لغرض التنبؤ باحتمال حدوث أزمة مالية، كما هو موضح في النموذج الرياضي التالي (محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البدوي، بدون سنة نشر، 26):

$$I_t = \sum \frac{S_{it}}{\sum i}$$

حيث أن:

I_t : المؤشر المركب (المعدل الموزون لإشارات المتغيرات الأساسية).

S_{it} : الإشارة الفردية لكل متغير.

\sum : الحد الأدنى لإعطاء إشارة احتمال وقوع أزمة مالية مقاسة بالنسبة "NSR" لكل متغير مالي "i".

نحو بناء نظم للتنبؤ والإنذار المبكر بانهيار أسواق رأس المال العربية

أما تقدير إحصائية حدوث أزمة مالية باعتماد المؤشر المركب "It" يكون وفق استخدام النموذج الرياضي التالي:

$$P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u} = \frac{\text{no.of months.with.acrisi.} I^L \langle I_t \rangle I^u \text{ and following in 24 months}}{\text{no.of months.with.} I^L \langle I_t \rangle I^u}$$

حيث أن:

$P \frac{C}{I^L \langle I_t \rangle I^u}$: إحصائية حدوث أزمة مالية خلال 24 شهراً مشروطة بـ "It" لمدى معين يتراوح بين I^L و I^u . حيث:

I^L : قيمة المؤشر المركب للفترة t.

I^u : الحد الأدنى لمدى I_t .

I^L : الحد الأعلى لمدى I_t .

3.2.2. نموذج مؤشر ضغوط المضاربة: يقدم هذا النموذج تحليلاً للتغيرات الحاصلة في بعض المتغيرات المالية لسوق المال بسبب تأثيرات المضاربة في العملات المحلية لها من خلال العلاقة بين أسعار صرف العملات المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل والإحتياطي الأجنبي. ويشخص النموذج الفترات التي تتسم بها السوق المالية بالهشاشة غير الإعتيادية لتحديد فترات الأزمة على وفق المعادلة الرياضية التالية (محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، 23):

$$IPS = \Delta \% \text{Exchange Rate} + \Delta \% \text{Interest Rate} - \Delta \% \text{International Reserves}$$

$IPS \rangle \mu + 1.5\sigma$ وتعكس قيمة "IPS" حالة السوق المالية كأزمة مالية عندما يؤشر:

حيث أن:

IPS: مؤشر ضغوط المضاربة (Index of Speculative Pressures).

μ : المتوسط الحسابي للعينة.

σ : الانحراف المعياري لـ "IPS".

ثانياً: نظم الإنذار المبكر داخل أسواق رأس المال

حفزت الأزمات المالية التي حدثت في أسواق رأس المال العديد من الباحثين والمهتمين على القيام بمحاولات لبناء وتطوير أنظمة الإنذار المبكر التي يمكن بواسطتها تتبّع تغيرات وسلوك عدد من المتغيرات المنتقاة، وإرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث الأزمات المالية خلال فترة زمنية مستقبلية.

1. إشارات الإنذار عن أزمات انهيار أسواق رأس المال: توجد إشارات كثيرة يمكن إنقائها لإكتشاف أزمات انهيار أسواق رأس المال قبل وقوعها منها ما يتعلق بالأوراق المالية المتداولة، ومنها ما يرتبط بالشركات المدرجة، ومنها ما له علاقة بأنواع من التعاملات الخاصة كالتلاعبات والمضاربات (عماد صالح سلام، 2002، 372-373).

ويجب الإشارة إلى أن مؤشرات الإنذار المبكر هذه، تتجسد في سوق رأس مال دون آخر، ذلك حسب مستوى التقدم في تطبيق معايير الحوكمة لدى الفاعلين بسوق الأوراق المالية، كما أنه من الصعب تحديدها كمؤشرات للإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال، ولأجل ذلك حاولت التجارب الدولية وضع مؤشرات دالة عن احتمال عدم الاستقرار المالي بسوق رأس المال مستخلصة من تطورات المؤشرات المحاسبية الدالة عن وضع الشركات المدرجة أصولها بسوق الأوراق المالية، وكذلك من المحصلة النهائية لتطورات أسعار الأصول المتداولة بأسواق رأس المال (فؤاد علوان، مرجع سابق، 258).

2. مؤشرات الإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال: بحثت عدد من التجارب الدولية بدقة أزمات أسواق رأس المال، وهدفت لتحديد مؤشرات تعمل كمؤشرات للإنذار المبكر بهذا النوع من الأزمات المالية، إذ يمكن تصنيف تلك المؤشرات المعتمد عليها كما يلي:

1.2. مؤشرات خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال: يركز هذا الأسلوب على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (عبد القادر محمد عبد القادر عطية، 2005، 751-778). ولكون درجة المخاطرة أهم العوامل التي تؤثر على قرار الإستثمار في الأصول المالية، إتمدت عدة تجارب على دراسة مؤشرات درجة المخاطرة كمؤشرات فائدة للتنبؤ المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال، تتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

1.1.2. المؤشرات البسيطة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال: وهي تتمثل أساساً في مؤشرات التقلبات في عوائد الأوراق المالية للشركات المدرجة، ويعبر عنها بمعامل الاختلاف لعوائد تلك الأسهم خلال فترة زمنية معينة، تتحدد حسب أسلوب الدراسة.

2.1.2. المؤشر الإجمالي لنفور المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال: يقيس علاقة الارتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية وتقلباتها خلال

الفترات السابقة، ويعبر عنها بمعامل الارتباط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية لأكثر من ثلاثة أشهر وتلك التقلبات المحسوبة على مدى سنتين الماضيتين.

3.1.2. مؤشر خوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال: وهو مؤشر يقيس علاقة الارتباط بين مختلف التقلبات بأسعار الأوراق المالية خلال فترة حالية وتقلباتها خلال الفترات السابقة، حيث يتم تقديره عن طريق نموذج الإنحدار الخطي البسيط بين التغيرات في أسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية لأكثر من ثلاثة أشهر وتلك التقلبات المحسوبة على مدى سنتين ماضيتين.

4.1.2. المؤشرات المركبة لخوف المستثمرين من المخاطر بأسواق رأس المال: وهو مؤشر مركب من مؤشرات حول تقلبات الإئتمان ومؤشرات تقلبات مستوى السيولة بالسوق المالي، حيث أن في فترات عدم الإستقرار المالي يزيد خوف المستثمرين من مخاطر الإستثمار بأسواق رأس المال، وأن تقلباتها تأخذ منحى غير طبيعي خلال فترات الأزمات المالية.

2.2. المؤشرات المحاسبية القيادية للوضع المالي للشركات المدرجة: يهدف هذا الأسلوب إلى استخدام النسب المحاسبية التي يتم اختيارها بأسلوب علمي يرتكز على أساس متين من النظرية المحاسبية المؤيدة بدراسات عملية وذلك لبحث إمكانية تركيب نموذج كمي من نسب متعددة بإمكانه التنبؤ بالأزمات المالية بعد تحديد مظاهرها وخصائصها، وحتى يمكن بعد ذلك التحقق من سلامة النموذج وفعالية استخدامه بعد تحديثه للتنبؤ بالأزمات المالية المستقبلية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية.

وحاولت إحدى الدراسات لـ"وائل إبراهيم الراشد" (وائل إبراهيم الراشد، 2012، موقع إلكتروني) تطوير نموذج كمي للتنبؤ بالأزمات المالية بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث يعتمد هذا النموذج على سنة (06) مؤشرات محاسبية تبين الوضع الحقيقي للشركات المساهمة المدرجة بسوق الكويت. وتوصلت ذات الدراسة إلى قدرة تنبئية عالية تتمثل في نجاح النموذج في تصنيف الشركات المساهمة الكويتية إلى شركات تعاني بشدة من الأزمة وشركات لا تعاني من الأزمة بنفس الدرجة وبنسبة نجاح تزيد عن 88% وذلك بالمقارنة مع التصنيف الفعلي للشركات باستخدام بيانات سنة 1999.

3. الإتجاه الحديث لنظم الإنذار المبكر بأزمات أسواق رأس المال: توجد بعض الإشارات المنبئة على وقوع أزمات إنهيار أسواق رأس المال التي لم تكتشف إلا عند بحث أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية 2010، حيث يجب على نظم الإنذار المبكر الحديثة أن تتضمنها. ومن تلك الإشارات ما يلي:

1.3. إتساع الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات السيادية: تُعدُّ الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات الحكومية المحلية والسندات الخارجية من أهم الآليات الإقتصادية الرئيسية التي تُحدِّد الجدوى والفائدة من إصدار السندات والصكوك الإسلامية، ذلك أن ارتفاع سعر فائدة السندات المحلية عن السندات الخارجية مؤشر غير إيجابي لإصدار السندات المحلية. إن إصدار سندات حكومية بسعر فائدة أعلى من سعر فائدة السندات الخارجية سيكون خسارة وأمرًا غير طبيعي، لأنه من غير الممكن أن ترتفع أسعار الفائدة للإستثمارات منخفضة المخاطر، والهدف من إصدار الصكوك والسندات هو تمويل المشاريع الكبيرة التي تعطي صورة واضحة لاستقرار اقتصاد الدولة وتحسن معدلات نموه (أمل الحمدي، 2011، موقع إلكتروني). ومن جهة أخرى، فإن ارتفاع العائد على السندات الحكومية لدولة ما مقارنة بالعائد على سندات حكومية لدولة أخرى في نفس الإقليم أو التكتل لدليل قوي على خوف الدولة الأولى من مواجهة مخاطر عدم السداد، واتجاه ديونها السيادية تدريجياً نحو الإرتفاع لإرتفاع خدمات الدين، مما ينجر عنه تخفيض وكالات التصنيف الائتماني لتصنيف ديونها السيادية، الأمر الذي يُضعف ثقة المستثمرين في تلك الدولة بخصوص استرداد أموالهم والعوائد، وهذا ما يفتح الباب واسعاً أمام تواتر الأزمات المالية بأنواعها على هذه الدولة، ويجعل خطط التقشف وطلب خطط إنقاذ خارجية من أولوياتها، وكل ذلك يزيد من حدة الأزمة وما يتبعها من مشاكل إجتماعية وفي مقدمتها استفحال ظاهرة البطالة.

2.3. ارتفاع نسبة البيع على المكشوف: يعد البيع على المكشوف أسلوب تداول وبيع يخالف طبيعة الإستثمارات (عثمان بن ظهير، 2009، موقع إلكتروني)، كما يؤدي إلى زعزعة الأسعار في أسواق هي في الأساس غير مستقرة، كما يثير زعراً في أوساط المتداولين قد يتطور إلى تفاقم الأوضاع وبالتالي انهيار السوق، واعتبر البيع على المكشوف من أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية سنة 2008.

نحو بناء نظم للتنبؤ والإنذار المبكر بانهييار أسواق رأس المال العربية

إن ما يؤكد أن ارتفاع نسبة البيع على المكشوف من مؤشرات الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية، هو الإتجاه الذي سلكته أهم أكبر أسواق الأوراق المالية العالمية من خلال مؤشراتنا في 2011/08/12، وهو اليوم الموالي لليوم الذي أعلنت فيه هيئة الأوراق المالية والأسواق الأوروبية أن فرنسا وإيطاليا وإسبانيا وبلجيكا فرضت حظراً على عمليات البيع على المكشوف، لكن تختلف تفاصيله من دولة لأخرى، لتكبح بذلك وبسرعة فائقة الإنخفاض المستمر للأسواق. والجدول رقم (03) الموالي يستعرض ذلك الإتجاه:

جدول رقم (03):

صعود أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية بعد حضر البيع على المكشوف في 2012/08/12

المؤشر	نسبة الإرتفاع (%)
فايننشيل تايمز البريطاني	1.46
داكس الألماني	2.25
كاك 40 الفرنسي	2.19
داو جونز "Dow Jones" الصناعي	0.84
ستاندر آند بورز "Standard & Poor's 500"	0.68
نازداك "NASDAQ"	0.57
نيكاي "Nikkei 225"	01
"ASX 200" الأسترالي	0.7
"NZX 50" النيوزلندي	0.44

المصدر: رويترز "Reuters" (الخليج الإقتصادي: 2011/08/13، الرؤية الإقتصادية: 2011/08/12)

3.3. تخفيض درجة التصنيف الإئتماني: يترتب عن تخفيض مؤشر التصنيف الإئتماني لدولة ما تواتر أنواع مختلفة من الأزمات المالية، يأتي في أولها أزمة سوق رأس المال، وفي مراحل لاحقة تنتج أزمة مصرفية وأزمة عملة، لتؤدي محصلة كل ذلك إلى أزمة ركود.

فعلى سبيل المثال، إن قيام ستاندر آند بورز بخفض تصنيف أمريكا الإئتماني في 2011/08/05 يعني ببساطة أنها لم تعد أكثر مكان آمن للإستثمار في العالم. ويعني تراكم الديون على حكومة الولايات المتحدة، لتصل إلى أكثر من 14 تريليون دولار، أنها أقل إنتاجية من الماضي وأن اقتصادها أصبح قائماً على الخدمات أكثر منه على الإنتاج. كما يعتبر إشارة واضحة على تقهقر قوة الإقتصاد الأمريكي واتجاهه نحو الركود. وقد كان

لذلك التخفيض تداعيات حادة على تصنيف العديد من الدول الأوروبية في ظرف ثلاثة وعشرين (23) أسبوعاً، وكذلك على أسواق رأس المال العالمية والآسيوية، كما شهدت أسواق الأوراق المالية العربية حالة من الإضطراب الشديد، حيث خسر المؤشر الرئيسي "EGX30" للبورصة المصرية حوالي 7.86% من قيمته لتعمق خسائرها إلى ما نسبته 35.04% حتى نهاية أوت 2011، أما مؤشر سوق الأسهم السعودي فقد انخفض بـ 6.46%، سوق دبي بـ 1.66%، أبو ظبي بـ 0.14%، قطر 3%، سوق الكويت للأوراق المالية بـ 3.97%، بينما بلغ حجم التراجع في الأردن 3.23% (نقودي كوم، 2014، موقع إلكتروني).

ثالثاً: أسواق رأس المال العربية بين الحاجة لنظم إنذار مبكر وشح الجهود المبذولة لبنائها

تلعب نظم الإنذار المبكر دوراً غاية في الأهمية لحماية ووقاية أسواق رأس المال العربية من تداعيات الأزمات المالية، وفي إطار سعي هذه الأسواق وتطلعاتها لأن تكون أسواقاً صاعدة بحاجة إلى اعتماد آليات للاستشعار المبكر بالأزمات وبذل المزيد من الجهود لذلك، والتعلم وفهم تجارب الإقتصادات التي تعرضت لأزمات مالية.

1. دوافع الحاجة لبناء نظم للتنبؤ المبكر بالأزمات بأسواق رأس المال العربية:

1.1.1. خطر الأزمات المالية: تعرضت أسواق الدول العربية لاسيما أسواق أوراقها المالية إلى بعض الأزمات المالية، إلا أن تداعياتها كانت أكثر تركزاً داخل الدولة منبع الأزمة. ومن أشهر تلك الأزمات ما سيأتي:

1.1.1. أزمة سوق الكويت للأوراق المالية (أزمة سوق المناخ) سنة 1982: مع صدور القرار الخاص بتنظيم تأسيس الشركات المساهمة محلياً وعدم السماح بتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة، لجأ المستثمر الكويتي إلى تأسيس الشركات الخليجية وطرح أسهمها للمضاربة، حيث أسست أول شركة خليجية سنة 1976، أما الباقي فقد تم تأسيسه فيما بين سنتي 1979 و1980 حيث بلغ عددها 35 شركة كان للملكية والإدارة الكويتية النصيب الأوفر منها (رمضان علي الشراح، 2000، 36).

وترافقت هذه العوامل مع انحسار تدفق رؤوس الأموال الكويتية للإستثمار في الأسواق العالمية مخافة التعرض للمخاطر في هذه الأسواق كالتضخم وتذبذبات أسعار الصرف،

ومن ثم لم يكن للمستثمر الكويتي من مجال للإستثمار سوى الأوراق المالية والعقار مما أعطى زخماً لسوق المناخ. إلا أنه مع تقييد الحكومة لإنشاء الشركات الكويتية، لجأ المستثمرون إلى إنشاء الشركات الخليجية، وحين قيّد بنك الكويت المركزي من الإلتئمان الممنوح لتغذية حركة التداول في سوق الأوراق المالية لجأ المستثمرون إلى إحداث ائتمان مواز من خلال عمليات البيع الآجل التي أدت إلى انهيار سوق المناخ، ذلك بسبب شيوع ظاهرة المضاربة في التعامل في الأسهم، وغياب الضوابط والتشريعات القانونية وغياب مؤسسات صانعي الأسواق (فؤاد علوان، مرجع سابق، 46).

2.1.1. أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية سنة 1998: شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف سنة 1998، وامتدت آثارها لسنتي 1999 و2000. ففي أواخر سنة 1997 وعلى امتداد سنة 1998، ونتيجة للمضاربات الشديدة في أسعار الأسهم التي وصلت ذروتها يوم 1998/12/12، ارتفع مؤشر بنك أبو ظبي الوطني إلى 2575.28 نقطة، بارتفاع نسبته 103.6% في نهاية ديسمبر 1998، كما ارتفعت القيمة السوقية حينها لتبلغ 123.8 مليار درهم، وقد أدى ذلك إلى موجة بيع كبيرة لجني أكبر قدر من الأرباح، ومع تزايد حالات البيع وعرض الأسهم فقد تدهورت الأسعار بشكل كبير ليصل انخفاض مؤشر بنك أبو ظبي الوطني خلال الثلاثة أشهر ونصف الأخيرة من سنة 1998 إلى حوالي 1471.67 نقطة. وعن مؤشر السوق، فبعد أن وصل إلى أعلى مستوى له في 1998/09/12 بتسجيله 5062.6 نقطة، إنخفض ليصل إلى 3090.53 نقطة في نهاية ديسمبر 1998 (فؤاد علوان، مرجع سابق، 47)، ويشكل هذا الإنخفاض ما نسبته 39%.

3.1.1. أزمة سوق المال السعودية: كان سببها الإنفتاح على رأس المال الأجنبي منذ 2005/03/01، والذي أتيح بموجبه للمستثمرين الأجانب الدخول التدريجي بصيغ متباينة إلى سوق الأسهم السعودي. ويلاحظ أنه بعد إتاحة الإستثمار المالي في سوق الأسهم للأجانب المقيمين ثم لغير المقيمين، فإن مسار الأسعار قد عرف مساراً مختلفاً عما كان عليه من قبل، وأصبح دخول الأجانب إلى سوق المال أحد الأسباب التي أدت إلى مزيد من التذبذب في السوق (حسن غصان، 2012، 08). فلقد واجه السوق السعودي تقلبات حادة في أسعار الأسهم، حيث ارتفع المؤشر العام للسوق بشكل حاد ومتواصل من 2569.80 نقطة في

فيفري 2003 إلى 2016.65 نقطة في فيفري 2006، ثم انخفض المؤشر بشكل ملحوظ إلى مستوى 7041.22 نقطة في ديسمبر 2006. ولم يسبق أن واجه سوق الأسهم هذه التقلبات الحادة في أسعار أسهمه (خالد عبد الرحمن البسام، 2012، 03)، والتي تبلورت لتشكّل الأزمة المالية المحلية سنة 2006 (الإقتصادية السعودية، 2006، مواقع إلكترونية).

2.1. زيادة درجة تقلبات (تذبذبات) أسواق رأس المال العربية: أصبحت التقلبات السعرية الحادة داخل أسواق رأس المال العربية، لاسيما أسواق دول مجلس التعاون الخليجي التي تمثل حوالي 80% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية، تشكل مصدر قلق، حيث يتصدر سوق دبي المالي الأسواق العربية في التقلبات الحادة، تليه البورصة المصرية في المرتبة الثانية، ثم السوق المالية السعودية حسب ما يوضحه الجدول رقم (04) التالي:

جدول رقم (04):

أداء أسواق رأس المال العربية حسب مؤشر التقلب سنة 2015

السوق	مؤشر الأسعار (نقطة)	أعلى مستوى	أدنى مستوى	% السنوي في مؤشر الأسعار	معدل التقلب في مؤشر الأسعار (%)
بورصة عمان	2136.3	2236.3	1993.7	1.3-	6.3
سوق أبو ظبي المالي	4307.3	4902.1	4000.7	4.9-	14.7
سوق دبي المالي	3151.0	4234.2	2851.2	16.5-	24.3
بورصة البحرين	1065.6	1215.9	1482.9	14.8	6.5
بورصة تونس	5042.2	4824.8	5699.3	0.9-	7.0
السوق المالية السعودية	6911.8	9897.5	6672.4	17.1-	22.4
بورصة قطر	10429.4	12692.9	9643.7	15.1-	16.6
بورصة الكويت	5615.1	6755.1	5571.9	14.1-	7.9
البورصة المصرية	6981.0	10045.9	6321.4	21.8	22.6
بورصة الدار البيضاء	8873.7	10527.3	8796.7	7.8-	8.5
المؤشر المركب AMF	222.7	283.2	215.9	16.2-	15.0

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص:

3.1. توفير حماية أكثر للمستثمرين:

تعد حماية المستثمرين من أهم المسؤوليات الموكلة إلى هيئات أسواق رأس المال المالية. وتحقق الهيئات هذه الحماية من خلال ماتضعه وتطبقه من لوائح وقواعد لتنظيم سوق رأس المال. وإضافة لوضع هذا الإطار التنظيمي، والعمل على تطويره، تسعى هيئات سوق رأس المال إلى حماية المستثمرين من الممارسات التي قد تنطوي على احتيال، أو غش، أو تلاعب، أو تدليس، أو التداول بناء على معلومات داخلية. كما يعد وضع نظام للإنذار والتنبؤ المبكر بالأزمات من العناصر الرئيسية لحماية المستثمرين، حيث يجري وضع هذا النظام لضمان توفر سوق عادل يعمل على الحد من المخاطر التي تحيط بتعاملات المتداولين فيه، وتوفير الثقة والبيئة المحفزة لهم لاتخاذ القرار الإستثماري الحكيم.

2. الجهود والتجارب العربية في بناء نظم للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية:

الجهود والتجارب في مجال تصميم وبناء والعمل بنظم الإنذار المبكر في البورصات العربية شحيحة وقليلة، نورد أبرزها في ما يلي:

1.2. تجربة البورصة السعودية وإنشاء نظام "SMART":

نظام إنذار يُنبئ عن أي تعاملات مشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه. وتكون آلية الرقابة باستخدام هذا النظام وفق التالي (هيئة السوق المالية، 2011، 64):

- يُصدر النظام الرقابي الإلكتروني (SMART) تنبيهات على أي ممارسات أو تعاملات يُشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

- يُعدّ تقرير عن أي اشتباه في مخالفة لنظام السوق المالية، ويُحال إلى الإدارة المعنية بمخالفات نظام السوق المالية للتحري والتحقيق وإصدار القرارات اللازمة حياله.

- يُجرى استفسار رقابي عن أي ممارسة يُشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية.

ويُبين الجدول رقم (05) حصيلة عمل "SMART" خلال الفترة (2008-2016):

جدول رقم (05):

تطورات رصد نظام "SMART" للرقابة على التداولات للفترة (2008-2016)

السنة	تنبيهات نظام "سمارت"	عمليات البحث المكثف لتداولات وتعاملات صدر بشأنها تنبيهات	حالات اشتباه في مخالفة
2008	34294	968	44
2009	25374	1311	41
2010	20722	1234	42
2011	22303	1331	35
2012	26323	1687	32
2013	26251	1779	43
2014	30824	1974	15
2015	30549	1555	29
2016	31896	2028	51
نسبة التغير (2016-2015)	%4.40	%30.41	%75.86

المصدر: من إعداد الباحث بالإستناد إلى: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2016، العربية السعودية، ص: 169.

من قراءة الجدول السابق يتبين أن عمليات الرقابة عبر النظام الإلكتروني "سمارت" أظهرت نشاطاً بارزاً خلال سنة 2016، إذ بلغ عدد تنبيهات هذا النظام خلال هذه السنة 31896 تنبيهاً، بارتفاع نسبته 4.40% عن سنة 2015، كذلك جرت 2028 عملية بحث مكثف لتداولات وتعاملات صدر بشأنها تنبيهات، بارتفاع نسبته 30.41% عن سنة 2015. وفي المقابل، ارتفعت كذلك حالات الإشتباه في مخالفة بنسبة 75.86% إلى 51 حالة سنة 2016. يتضح من خلال ما رصده نظام "SMART" في الرقابة على التداول والرقابة الإلكترونية؛ أن سوق الأسهم السعودي هو سوق حديث من ناحية اللوائح التنفيذية التي يجعلها أو لا يعرف تفاصيلها الكثير من متداولي الأوراق المالية، وهو ما يبرره آلاف التنبيهات الدالة على المخالفات، كما يبرر في نفس الوقت تدني شفافية هذا السوق.

2.2. تجربة البورصة المصرية وإنشاء "مؤشر ثقة المستثمر المصري EGC Index": أطلقت الجمعية المصرية لدراسات التمويل والإستثمار في 2010/12/19 "مؤشر ثقة

المستثمر المصري EGIC Index" في سوق المال كمؤشر للتنبؤ المبكر بالأزمات والذي يعد الأول من نوعه في مصر، ويهدف المؤشر إلى قياس مدى ثقة المستثمر في أداء البورصة المصرية خلال كل شهر مقبل بناء على المتغيرات التي تحدث سواء محلياً أو عالمياً من خلال أخذ آراء المستثمرين وتوقعاتهم بالنسبة للعديد من المتغيرات عن طريق طرح استبيان شهري بحيث يتم تحديد مدى التغير في درجة ثقة المستثمر على أساس علمي، بالإضافة إلى قياس درجة أداء المؤسسات العاملة في المجال (عوني عبد العزيز، 2013، موقع إلكتروني).

ومن مزايا "مؤشر ثقة المستثمر المصري" ما يلي (الجمعية المصرية للتمويل والإستثمار، 2010، 05-06):

قدرته على التنبؤ العلمي بالمجريات المستقبلية للبورصة.

يساعد على إطلاق توضيحاً مبكراً تجاه أداء البورصة، بالرغم من الأداء للمؤشر الوزني للأسعار.

يساعد الجهات المعنية بالإسهام في عملية التنمية من خلال المراجعة الدقيقة للمناهج المستخدمة حالياً.

يساعد -من خلال الإستهيبان الذي يقوم عليه- على قياس إتجاهات أخرى مثل رؤية المستثمرين بخصوص الأوضاع الإقتصادية (التضخم، أسعار الفائدة، سعر الصرف، البطالة، معدل النمو)، ورؤيتهم للمتغيرات العالمية وأثرها على أداء البورصة المصرية، بالإضافة إلى التوقعات الخاصة باتجاهات نتائج أعمال الشركة، وأثار القرارات التي تصدرها الجهات الرقابية والتنظيمية على معدلات الأداء ودرجة مخاطر الإستثمار بالبورصة وهيكل الإستثمارات المتوقع.

3.2. تجربة بورصة الدار البيضاء المغربية وإنشاء نظام التدبير الوقائي للمخاطر: نتج عن جهود البورصة المغربية في السعي نحو إعطاء أكبر لها وللمستثمرين من الأزمات المالية إنشاء نظام للتنبؤ المبكر بهذه الأزمات أطلق عليه "نظام التدبير الوقائي للمخاطر"، ويهدف هذا النظام إلى تشجيع ثقافة السلامة وامتلاك برنامج قادر على استباق الحوادث كيفما كانت طبيعتها (نظام للإنذار المبكر للأزمات داخل بورصة الدار البيضاء). كما يتعلق الأمر بوضع الأسس والقواعد الواجب إعتماها في كل مرحلة من المراحل التي يعالجها

هذا النظام (تقييم، تحديد أنواع مخاطر جديدة، إحصاء الحوادث، العمليات الإصلاحية). وفي إطار سياسة التدبير الوقائي للمخاطر، وقصد الإستجابة للمعايير الجديدة الصادرة عن مجلس أخلاقيات القيم المنقولة "CDVM" (بموجب مذكرة 09/04)، تم وضع نظام لإعداد تقارير الحوادث (قاعدة بيانات "Incident") ابتداءً من سنة 2009 (Bourse de Casablanca, 2009, 23).

3. صعوبات وتحديات بناء أنظمة التنبؤ المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال العربية: تواجه الأطراف المعنية العربية بعض الصعوبات والتحديات في تصميم أنظمة الإنذار المبكر للأزمات المالية خاصة في ظل موجات التحرير المالي والتكامل المالي بين مختلف أسواق رأس المال، إذ يمكن استعراض ذلك فيما يلي:

عدم توفر بيانات شهرية، كما أنها إن وجدت لا تكون بصفة منتظمة.
عدم وجود مؤشرات يمكن من خلالها جزم التنبؤ بصورة معينة، وذلك لوجود متغيرات خارجية مؤثرة مثل الأحداث السياسية.
سرية بعض المعلومات أو عدم توفرها أصلاً مثل: حجم عمليات غسل الأموال وقيمة الديون المتعثرة وغيرها.

صعوبة حصر بعض العوامل السياسية والاجتماعية وصعوبة قياسها، بالرغم من تأثر أجهزة الإنذار المبكر بها.

ديناميكية الظروف الدولية التي تحيط بالأزمات المالية، فالأزمات المالية التي وقعت في تسعينات القرن الماضي كانت تحيط بها ظروف، ولذلك فإن نظم التنبؤ المبكر المصممة لها لا تصلح للأزمات المالية الحالية.

التحرير المالي باعتباره وسيلة ضغط على نظم التنبؤ المبكر المصممة، ذلك أن التغيرات المفاجئة في تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى خلل في نظام التنبؤ المبكر، مما يتطلب مرونة لتدارك تلك التغيرات لهدف رفع كفاءة نظم التنبؤ المبكر المصممة.

ضعف كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية، فمؤشرات هذه الأسواق قد لا تعكس الوجه الحقيقي لبعض القطاعات الاقتصادية، ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساسها والداخلية في تصميم نظام التنبؤ المبكر تقلل من كفاءتها على التنبؤ.

عمليات غسل الأموال، ذلك لأن هذه الظاهرة تزيد من صعوبة تقدير القيمة الحقيقية للتدفقات المالية.

خاتمة:

توصلنا بعد تناول وتحليل الأقسام الرئيسية لهذا البحث إلى عدة نتائج من أهمها ما يلي: كشفت الأزمات المالية ذات الصفة الفجائية التي توالى على مستوى مختلف أسواق رأس المال في العالم عن عدم وجود أنظمة للإنذار والتنبؤ المبكر بها، أو غياب فعالية هذه الأنظمة مما يزيد من إمكانية حصول أزمات مالية.

تؤكد هذه الدراسة على الدور المهم الذي تلعبه نظم الإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال العربية، لرصدها ومن ثم يمكن أخذ الاحتياطات وتدبير أساليب لمواجهتها في وقت كافي، إلا أنه يجدر القول بأن هذه النظم تعتمد على مناهج ونماذج مركبة تختلف أهميتها لرصد تلك الأزمات ذلك بحسب المؤشرات الفرعية المفسرة للأزمات المالية.

تعتبر نظم الإنذار المبكر الحالية غير فعالة ما لم تسلك الإتجاه الحديث القائم على ضرورة إدراج مؤشرات فرعية ضمنها كإتساع الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات السيادية، وارتفاع نسبة البيع على المكشوف وتخفيض درجة التصنيف الإئتماني للسندات. حفزت شدة التقلبات والأزمات المالية التي حدثت في أسواق رأس المال العربية على القيام بمحاولات لبناء وتطوير أنظمة الإنذار المبكر التي يمكن بواسطتها تنبؤ تغيرات وسلوك عدد من المتغيرات المنتقاة، وإرسال إشارات مهمة عن احتمال حدوث الأزمات المالية خلال فترة زمنية مستقبلية، إلا أن تلك المحاولات تبقى غير كافية.

تواجه هيئات أسواق رأس المال العربية بعض الصعوبات والتحديات في تصميم أنظمة الإنذار المبكر للأزمات المالية تأتي في مقدمتها عدم توفر بيانات شهرية، وسرية بعض المعلومات، وتأثير العوامل الإجتماعية والسياسية، ناهيك عن ضعف كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وانتشار عمليات غسل الأموال.

لذلك، يوصي الباحث بضرورة بذل أقصى الجهود من أجل تفعيل التنسيق والتعاون ما بين مختلف الجهات الرقابية على أسواق رأس المال العربية من جهة، ومختلف مؤسسات التعاون الإقتصادي العربي في مجال البحث العلمي لتطوير مؤشرات للإنذار المبكر

بمختلف أنواع الأزمات المالية تتماشى وطبيعة الإقتصادات العربية من أجل عدم ازدواج تكاليف البحث فيما بينها، فتكاليف تطوير هذه المؤشرات عالية جداً ويمكن لهذا التنسيق أن يقلل تلك التكاليف. كما يوصي أيضاً بضرورة تطوير مؤشرات للإنذار المبكر بأزمات انهيار أسواق رأس المال العربية، تعتمد على أسس تفسيرية جيدة فمثلاً لا بد من إدراج مؤشرات فرعية لمؤشرات الإنذار المبكر كإتساع الفروقات بين أسعار الفائدة على السندات السيادية العربية، وارتفاع نسبة البيع على المكشوف في أسواق رأس المال العربية.

المراجع:

1. الكتب:

- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2002.
- 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، الطبعة الأولى، 2012.
- محمد رشاد الحملاوي، السيد محمود سماحة، إدارة الأزمات، جامعة عين شمس، القاهرة، 2002.

2. المجلات العلمية:

- حسن غصان، حسن الهجوج، أثر تحرير سوق رأس المال على التذبذب في سوق الأسهم السعودي، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية، المجلد 14، العدد 02، 2012، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
- خالد عبد الرحمن البسام، أسباب التقلبات الحادة في سوق الأسهم السعودية: دراسة قياسية للفترة (2003-2006)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد والإدارة، المجلد 24، العدد 02، 2010م/1431هـ، المملكة العربية السعودية.
- رمضان علي الشراح، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية، مجلة المال والصناعة، العدد 18، بنك الكويت الصناعي، الكويت، 2000.
- مركز البحوث المالية والمصرفية، التحديات التي تواجه التنبؤ بالأزمات المالية والإقتصادية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 08، العدد 401، عمان، الأردن، 2000.

- GRACIELA L. KAMINSKY and CARMEN M. REINHART, **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems**, The American Economic Review, Vol 89, N°03, June 1999, USA,

3. التقارير:

- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2011، المملكة العربية السعودية.
- الجمعية المصرية للتمويل والاستثمار، مؤشر ثقة المستثمر المصري، الأبحاث والتقارير، 2010.
- Bourse de Casablanca, **Rapport annuel 2009**.

3. المواقع الإلكترونية المتخصصة:

- محمد علي إبراهيم العامري، حنان غانم فخور البديوي، الأزمة المالية: الأشكال - المؤشرات - النماذج - والعدوى المالية - دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة بغداد، بدون تاريخ نشر، بحث منشور على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=3263>.
- وائل إبراهيم الراشد، نموذج محاسبي كمي للتنبؤ بالآزمات المالية: دراسة تطبيقية على سوق الكويت للأوراق المالية في دولة الكويت، قسم المحاسبة، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، الكويت، بحث منشور بتاريخ على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://faculty.ksu.edu.sa/hatemrashad/DocLib> consulté le: 25/03/2016.
- أمل الحمدي، المؤشرات المالية خطوة ضرورية قبل إصدار السندات الحكومية، صحيفة الإقتصادية الإلكترونية، عدد 6647، الصادرة بتاريخ: 2011/12/23، المملكة العربية السعودية، على الرابط:
http://www.aleqt.com/2011/12/23/article_609608.html consulté le: 01/04/2016.
- عثمان بن ظهير، ما الموقف من البيع على المكشوف، الإقتصادية الإلكترونية، العدد 5578، بتاريخ 2009/01/18، على الموقع:
http://www.aleqt.com/2009/01/18/article_185582.html consulté le: 16/04/2016.
- نقودي كوم، الأسواق العربية تتراجع بسبب تخفيض التصنيف الأمريكي، مقال من الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.nuqudy.com>
- الإقتصادية السعودية، انهيار سوق الأسهم السعودي.. هل أن الأوان لقول الحقيقة؟، العدد 4821، بتاريخ 2006/12/23، على الرابط الإلكتروني التالي:
http://www.aleqt.com/2006/12/23/article_70772.html consulté le 21/01/2016
- عوني عبد العزيز، مؤشر شهري لقياس ثقة المستثمرين في سوق المال، مقال منشور في صحيفة الأهرام الرقمي بتاريخ 2010/12/20 على الموقع الإلكتروني التالي:
<http://digital.ahram.org.eg/articles.aspx?Serial=376925&eid=810> consulté le 26/03/2016