جامعة الدكتور يحي فارس-المدية-
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير
تخصص: الاقتصاد والمالية الدولية

واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها

إعداد الطالب:
بهوري نبيل

إشراف الدكتور:
بوفاسة سليمان

أعضاء لجنة المناقشة:

-د. رميدي عبد الوهاب(جامعة البليدة).....رئيسا
-د. بوفاسة سليمان(جامعة المدية).....مشرفاً ومقررا
-د. بوزيدة حميد(جامعة بومرداس).....عضوا ممتحنا
-د. دراوسي مسعود(جامعة البليدة).....عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2010-2011

شكروتقدير

بعد الانتهاء بعون الله تعالى أتوجه بالحمد والشكر لله على نعمه وفضله.

كما يطيب لي أن أتقدم بخالص الشكر إلى الأستاذ المشرف

الدكتور بوفاسة سليمان

لما بذله من جهود وملاحظاته لي وببالغ الاعتزاز أسجل شكري و تقديري إلى زملائي في الدراسة.

كما أتوجه بالشكر لكل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

الإهداء:

إلى من ربياني صغيرا أمي وأبي

حفظهما الله وأطال في عمرهما.....

إلى الإخوة والأصدقاء كل باسمه.

الفهـرس

كلمة شكـر

إهـداء

قائمة الجـداول

قائمة الأشكـال

مقدمة. .....أ

الفصـل الأول: الجوانب الفنية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية.....8

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.....9

المطلب الأول: ماهية السوق المالي.....9

المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية..... 15

المطلب الثالث: الإطار العام لبورصات الأوراق المالية.....18

المطلب الرابع: المتعاملون في البورصة.....22

المطلب الخامس: أوامر البورصة..... 26

المبحث الثاني: أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.....30

المطلب الأول: الأسهم.....30

المطلب الثاني:

السندات.....34

المطلب الثالث: المشتقات المالية.....40

المطلب الرابع: القيم المتداولة المهجنة.....44

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية وسيولتها..... 46

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....46

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....49

المطلب الثالث: الصور المختلفة للسوق الكفؤة.....50

المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية.....54

المبحث الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها.....56

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية..... 56

المطلب الثاني: أهمية إستخدام مؤشرات البورصة.....58

المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات السوق.....59

المطلب الرابع: بعض أنواع مؤشرات بورصات الأوراق المالية الشائعة الإستخدام.....62
خلاصة الفصل..... 65
الفصل الثاني: عولمة أسواق الأوراق المالية وأثارها..... 67
المبحث الأول: الإطار العام للعولمة الاقتصادية.....68
المطلب الأول: ماهية العولمة.....68
المطلب الثاني: العولمة الإقتصادية.....73
المطلب الثالث: مؤسسات العولمة الإقتصادية.....79
المبحث الثاني: ماهية العولمة المالية.....85
المطلب الأول: مفهوم ونشأة العولمة المالية.....85
المطلب الثاني: مؤشرات وأسس العولمة المالية.....89
المطلب الثالث: العوامل المساعدة على ظهور العولمة المالية..... 91
المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية..... 92
المطلب الأول:مفهوم عولمة الأسواق المالية ومظاهرها..... 92
المطلب الثاني: العوامل المساعدة على تسارع نمو وتيرة عولمة الأسواق المالية.....96
المطلب الثالث: أثار العولمة المالية على الأسواق المالية وسياسات مواجهتها.....99
المبحث الرابع: أزمات الأسواق المالية..... 110
المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية.....110
المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية.....113
المطلب الثالث: حالات من أزمات البورصة.....114
المطلب الرابع: سياسات مواجهة الأزمات المالية.....126
خلاصة الفصل.....129
الفصل الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية، تطورها وأداءها ومتطلبات تفعيلها.....131
المبحث الأول: تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.....132
المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.....132
المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في دول العجز المالي.....136
المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في دول التخطيط المركزي.....139
المطلب الرابع: أسواق الأوراق المالية في الدول الفقيرة.....146
المبحث الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات نموها.....148
المطلب الأول: أهمية وجود أسواق للاوراق المالية في الدول العربية.....148

المطلب الثاني: الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية.....149
المطلب الثالث: معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية.....151
المبحث الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل برامج الاصلاح وأثار العولمة المالية عليها..153
المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية ماقبل الإصلاح.....153
المطلب الثاني: إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية ونتائج الإصلاحات فيها.....154
المطلب الثالث: الأسواق المالية العربية وتحديات التحرير المالي.....158
المطلب الرابع: أثار العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية العربية وسياسات مواجهتها.....165
المطلب الخامس: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2005-2009)..167
المبحث الرابع: تكامل أسواق الاوراق المالية العربية ومتطلبات تفعيلها.....185
المطلب الأول: أهمية وإمكانيات التكامل والربط بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة.....185
المطلب الثاني: متطلبات التكامل بين الأسواق المالية العربية.....189
المطلب الثالث: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.....191
المطلب الرابع: متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وبورصة الجزائر.....194
خلاصة الفصل.....199
الخاتمة العامة.....201
قائمة المراجع.....209

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	الخصائص المختلفة للأوراق المالية	39
02	التدفقات المالية الخاصة إلى الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة (2005-2009)	101
03	الإحتياطات الخارجية الرسمية للدول العربية (2005-2009)	164
04	أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2006	175
05	أداء أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2005 -2009)	184

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
01	مكونات أسواق المال	14
02	أنواع أسواق الأوراق المالية	17
03	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	52
04	الأشكال المختلفة لكفاءة السوق	53
05	أهم الآثار الإيجابية والسلبية للعولمة المالية	107
06	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2005	172
07	قيمة الإستثمارات في سندات الحكومة وأذونات الخزينة (قصيرة وطويلة الأجل) في الدول العربية (2005-2006)	176
08	الحجم النسبي للأسواق العربية خلال عام2008	181

مقدمة

إكتسبت أسواق الأوراق أهمية كبيرة وذلك بفضل الدور الذي تقوم به في تمويل الأنشطة الإقتصادية، وتعد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق أداة مهمة في تمويل الإقتصاد الوطني ووسيلة إدخار جيدة للمدخرين، ولن تؤدي هذه الأوراق المالية وظائفها بكفاءة مالم توجد أسواق المال التي تتداول فيه، ولعل من أهم العوامل التي أدت إلى تبوأ الأسواق المالية مركز الصدارة هو التقدم في تكنولوجيا المعلومات والإتصالات ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال وتعويم أسعار الصرف للعملات الرئيسية وكذا ظهور أدوات مالية و إستثمارية جديدة ونتيجة لهذه التطورات أصبح بإمكان إنتقال رؤوس الأموال والإستثمارات عبر أدوات مالية متنوعة وعبر عملات مختلفة بين الدول، ولعل أبرز ما يمكن التحدث إليه في هذا المجال في ظل العولمة هو الإنفتاح المالي ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال أو ما يسمى بالعولمة المالية خاصة بعد تصاعد حجم التدفقات المالية في العالم بمعدلات كبيرة وهو ما يخلق فرص جديدة للإستثمار.

ولقد حظيت الأبعاد المختلفة للعولمة بالكثير من الدراسة ويعتبر البعد المالي أهمها، فهي تعكس الزيادة في حركية تنقل رؤوس الأموال التي قد تحمل معها مخاطر عديدة وهزات مالية كبيرة، وهو ما شهد حدوث العديد من الأزمات المالية،كما أنها قد تجلب فوائد ومزايا إن أحسن التصرف فيها فإنها سوف تعود بالنفع على الإقتصاد العالمي بصفة عامة وإقتصاديات الدول العربية بصفة خاصة، وعلى غرار دول العالم إهتمت الدول العربية بإنشاء وتطوير وربط أسواقها للأوراق المالية نظراً للدور الذي تقوم به في تحقيق التنمية الإقتصادية، فإنتقلت إهتماماتها بموضوع أسواق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق وهذا ما شهد إنشاء العديد من أسواق الأوراق المالية بالدول العربية، فبالرغم من مرور حقبة زمنية على إنشاء هذه الأسواق بالدول العربية إلا أنها مازالت في معضمها تعاني من التخلف ويميزها ضيق نطاقها وتمركزها وهذا رغم الجهود المبذولة في مجال تطوير القطاع المالي ومحاولات الربط والتكامل فيما بينها وتفعيلها، ومنها إسهامات كل من صندوق النقد العربي وإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية الذي تم تأسيسه في جانفي 2007، ولهذا فإن الإلمام بمدى نجاعة أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومخاطرها ومتطلبات تفعيلها وتنشيطها يتوقف على العوامل المسببة لها.

وتواجه أسواق الأوراق المالية العربية تحديات كبيرة بسبب التعرض لأثار العولمة المالية، حيث تجد أسواق الأوراق المالية العربية نفسها في مواجهة منافسة قوية من قبل الأسواق العالمية ذات إمتداد عالمي واسع، يضاف إليه وجوب إمتثال أسواق الأوراق المالية العربية لمتطلبات الإنفتاح العالمي، والتي تتمثل في الإلتزام ببنود الإتفاقيات الدولية التي تنظم عمل الأسواق المالية، أو تلك المتعلقة بالإنفتاح مابين الدول العربية.

الإشكالية الرئيسية

بناء على ما سبق تتضح معالم إشكالية بحثنا هذا والتي يمكن صياغتها في التساؤل الرئيسي على النحو التالي:

ما هو واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية؟ وما هي المتطلبات الأساسية لتفعيلها ؟

الأسئلة الفرعية

يمكن إبراز أهم العناصر المتعلقة بإشكالية الدراسة من خلال طرح التساؤلات الآتية:

1. ما هي الجوانب الفنية والتنظيمية التي يستوجب إرساؤها لإقامة أسواق مالية فعالة ؟
2. ماهية العولمة المالية، وما هي أثارها على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ؟
3. ما هي سمات أسواق الأوراق المالية العربية، وما هو مستوى الانجاز الذي حققته ؟
4. ما هي العقبات (المعوقات) التي تواجه تطوير أسواق الأوراق المالية العربية ؟
5. ما هي الشروط والمتطلبات الأساسية لتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية ؟

الفرضيات

كأجوبة مبدئية عن التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات الموالية:

1. يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة للدول أن تنشئ أسواقاً مالية فعالة للأوراق المالية.
2. تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بحداثة نشأتها وضيق نطاقها وتمركزها بالإضافة إلى أنها أسواق مالية ناشئة(نامية).
3. أساس العولمة المالية هو الإنفتاح على الأسواق المالية العالمية ومن أهم أثارها نجد الأزمات المالية.
4. تطوير أسواق الأوراق المالية العربية مرهون بإكتمال مجموعة من الآليات الأساسية مرتبطة بتحديث التشريعات المنظمة لها وتوافر المعلومات والإفصاح والشفافية.
5. التكامل المالي بين أسواق الأوراق المالية العربية أهم مطلب لمواجهة الإنفتاح المالي العالمي وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

أهمية الدراسة

تأتي أهمية البحث في ضوء التطورات السريعة التي تشهدها الأسواق المالية الدولية وإزدياد نشاطها ودورها في تطوير الصناعة المالية، وتهدف الدراسة أساساً إلى تسليط الضوء على بعض القضايا العربية والمتعلقة أساساً بأسواق الأوراق المالية وضرورة النهوض بها وتطويرها وتفعيلها، وذلك من أجل إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج والحفاظ على الأموال العربية وإستثمارها في الدول العربية لخدمة مشاريع التنمية في ظل العولمة المالية والتحرير المالي العالمي وحتى تكون حافزاً على تشجيع الإدخار والإستثمار في الدول العربية في عالم تسوده التكتلات الإقتصادية والمالية المختلفة بين الدول، والوقوف على الصورة الواقعية لماهية العولمة المالية وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وإبراز المتطلبات الأساسية لتفعيلها.

أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق العديد من الأهداف يمكن إجمالها فيما يلي:

1.التعرف على أهمية ودور أسواق الأوراق المالية وتأثيراتها على إقتصاديات الدول التي تعمل فيها، وكيفية إنشاء أسواق مالية فعالة للأوراق المالية بالدول العربية.

2.التعرف على مدى حساسية الأسواق المالية- ومنها العربية-للتغيرات والتطورات الناتجة عن عولمة الأسواق المالية، وتحديد واقع ومدى إستعداد أسواق الأوراق المالية العربية لمواجهة التحديات والآثار الناجمة عن العولمة المالية حتى تستطيع هذه الدول مجابهة تحدياتها بالإستفادة من مزاياها وفرصها، أو تجنب المخاطر والتهديدات الناجمة عنها.

3.معرفة مدى تكيف البيئة التشريعية والأطر التنظيمية في الدول العربية مع المستجدات العالمية لإمكانية إنشاء أسواق مالية فعالة للأوراق المالية تتجاوب وإحتياجاتها إلى إستثمارات جديدة والتوسع في المشاريع التنموية القائمة.

4.تحديد المعوقات والعوامل التي يجب أن تؤخذ في الحسبان لإعطاء دفع لأسواق الأوراق المالية في إقتصاد حالة الدول العربية، وإبراز جهود الإصلاح التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية وتقييم نتائجها، وأثار العولمة المالية عليها وسياسات مواجهتها.

5. التعرف على مستوى أداء الأسواق المالية العربية والوصول إلى طريقة لزيادة الأدوات المالية المستخدمة فيها، وتحرير الأسواق المالية ودعم الإستثمار الأجنبي للدول العربية للوصول إلى الكيفية المثلى لتحسين أداء الأسواق المالية العربية، وتوضيح المتطلبات الأساسية لتكامل وربط أسواق الأوراق العربية وتفعيلها للإستفادة منها في إستقطاب الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة.

6. أهمية تزويد المكتبة بالدراسات والأبحاث الأكاديمية والعلمية المتعمقة التي تبحث في مجال أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

حدود الدراسة

تتمثل حدود البحث في دراسة تطور ظاهرة العولمة المالية وآثارها على أسواق الأوراق المالية العربية، وتشمل الدراسة الأسواق المالية التي تكون في شكل منظم أي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل رسمي وهي ما تسمى بسوق الأوراق المالية أو البورصة، وكون أغلبية الأسواق المالية العربية تشمل على هذا النوع من أسواق الأوراق المالية، لذلك في كثير من الأحيان يرد في البحث لفظ "أسواق الأوراق المالية" أو "البورصات" بدلا من "الأسواق المالية"، وتشمل الدراسة بورصات الدول العربية التي تصدر بياناتها في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الفترة (2005-2009)، وهي الفترة التي تكون فيها قد إكتمل فيها تأسيس معظم أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، ولتوفرنا على المعطيات والبيانات الخاصة بهذه الفترة، دون التطرق للأسواق الأخرى لصعوبة الحصول على بيانات متكاملة ومتناسقة مع هدف البحث.

المنهج المستخدم

للإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق أهداف الدراسة تم إستخدام المنهج الوصفي لإستعراض الجوانب الفنية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية والسياسات الاقتصادية المتبعة خلال فترة الإصلاح في أسواق الأوراق المالية العربية ونتائجها وأثار العولمة المالية عليها، وتم إستخدام المنهج التحليلي عند التطرق لمؤشرات أسواق الأوراق المالية وإستخداماتها، وأيضا عند التطرق إلى التطورات والأداء في أسواق الأوراق المالية العربية، كما إعتمدنا على تدعيم عناصر البحث ببيانات وإحصائيات عن التطورات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية العربية حتى تكون الصورة أكثر وضوحا ودقة.

أسباب إختيار الموضوع

من أهم الأسباب التي أدت إلى إختيار الموضوع ما يلي:

1. تحديد الشروط الأساسية لإنشاء سوق للأوراق المالية وإعطاء دفع لبورصة ناشئة حالة إقتصاد الدول العربية.

2. أسواق الأوراق المالية هي حديثة النشأة في الدول العربية، وبالتالي تعتبر من المواضيع التي تحتاج إلى دراسة أكبر خاصة في ظل العولمة المالية، وتنمية الوعي الإدخاري لدى الشعوب العربية وتحفيزهم على إستثمار أموالهم.

3. معرفة مستوى تطور وأداء أسواق الأوراق المالية العربية بإعتبارها أسواق مالية ناشئة متقاربة من حيث الإمكانيات بين الدول العربية.

4. محاولة التعرف على مميزات وخصائ أسواق الأوراق المالية العربية وأسباب الضعف التي أعاقت عملية تطويرها وتفعيلها وتأثير العولمة المالية عليها وما تبعها من أزمات مالية للبورصة.

5. السعي لتوفير دراسات حول الأسواق المالية العربية في الجزائر لفتح نافذة أوسع لدراسات مستقبلية في نفس المجال.

6. ملائمة موضوع الدراسة مع تخص الطالب في الليسانس وفي الماجستير.

الدراسات السابقة

من أبرز الدراسات التي تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية نجد:

1. "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، وهي عبارة عن رسالة دكتورة مقدمة من طرف الباحث بوكساني رشيد بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، حيث كانت إشكالية هذا البحث حول أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية والمتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، وقسم الباحث رسالته إلى بابين تضمن الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية وقسمه إلى ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، والثاني تضمن كفاءة ومؤشرات أسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها، أما الفصل الثالث فتناول فيه أسواق الأوراق المالية في كل من الدول المتقدمة والناشئة، أما الباب الثاني من الرسالة فقد تطرق فيه الباحث إلى واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها وتم تقسيمه إلى ثلاثة فصول تضمن الفصل الأول واقع أسواق الأوراق المالية العربية وفي الفصل الثاني إلى أهم العقبات

التي تعترض الأسواق المالية العربية، أما في الفصل الثالث فقد تطرق فيه الباحث إلى آليات تطوير وترابط أسواق الأوراق المالية العربية، وقد تمت الدراسة خلال الفترة (1999-2003).

2."آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية العالمية-دراسة حالة الدول العربية-"، وهي عبارة عن مذكرة ماجستير مقدمة من طرف الطالبة بدروني هدى بكلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة البليدة سنة2010، حيث دارت إشكالية البحث حول الآليات التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية العالمية والخطط التي تبنتها الدول العربية في سبيل ضمان إستمرارية نشاط أسواق أوراقها المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة، وقد تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، حيث تضمن الفصل الأول الخلفية النظرية والتاريخية للازمات المالية، أما المبحث الثاني فتم التطرق فيه إلى الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها، في حين خصـ المبحث الثالث للجانب النظري لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فتضمن أدبيات تنشيط أسواق الأوراق المالية وقسم أيضا إلى ثلاثة مباحث، حيث تضمن المبحث الأول المساعدة على تنشيط أسواق الأوراق المالية، في حين خصـ المبحث الثاني لآليات تنشيط أسواق الأوراق المالية السريعة الأثر، أما الثالث فقد خصـ للحصول على الحلول المقترحة لتنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة، أما الفصل الثالث فقد خصـ لدراسة حالة الدول العربية من خلال تفعيل تداولات أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمة المالية الراهنة، إذ تناول هذا الفصل ثلاثة مباحث تناول المبحث الأول إنعكاسات الأزمة الراهنة على أسواق الأوراق المالية العربية، أما الثاني فخصـ لإستراتجيات تعامل أسواق الأوراق المالية المتضررة من الأزمة العالمية، في حين تطرق المبحث الثالث إلى المقترحات المتعلقة بتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية في أوقات الأزمات المالية.

عوبات الدراسة

1. إختلاف المصطلحات المتعلقة بموضوع الدراسة من باحث لأخر فنجد مصطلح واحد لمفهومين مختلفين عن الإشارة إلى مفهومي السوق المالي وسوق الأوراق المالية والبورصة، وهو ماتطلب منا جهدا إضافيا في الوقت وفي البحث.

2. تمثلت صعوبة البحث أيضا في عدم توافر مراجع متخصصة في ميدان أسواق المالية العربية وخاصة الحديثة منها نظرا لحداثة نشأة أسواق الأوراق المالية بالدول العربية، بالإضافة إلى غياب المراجع باللغات الأجنبية التي تتحدث عن موضوع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

محتوى البحث

بغية الإجابة على إشكالية البحث وإنطلاقاً من الفرضيات التي تمت صياغتها قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول مقسمة كما يلي، الفصل الأول يتضمن الجوانب الفنية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية، وتقسيمه إلى

أربعة مباحث، الأول ماهية أسواق الأوراق المالية والمبحث الثاني أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية وفي المبحث الثالث لكفاءة أسواق الأوراق المالية وسيولتها، أما المبحث الرابع فيتم التطرق فيه لمؤشرات أسواق الأوراق المالية وإستخداماتها.

والفصل الثاني، بعنوان عولمة أسواق الأوراق المالية وأثارها، ويتضمن أربعة مباحث، حيث يتم في المبحث الأول التطرق إلى الإطار العام للعولمة الإقتصادية وفي المبحث الثاني إلى ماهية العولمة المالية وفي المبحث الثالث إلى عولمة أسواق الأوراق المالية، وفي المبحث الرابع إلى أزمات الأسواق المالية.

والفصل الثالث بعنوان واقع أسواق الأوراق المالية العربية في الدول العربية، تطورها وأداءها ومتطلبات تفعيلها، ويتضمن هذا الفصل أيضا أربعة مباحث، المبحث الأول يتناول نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية والمبحث الثاني خصائ أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات نموها والمبحث الثالث واقع أسواق الأوراق المالية في ظل برامج الإصلاح وأثار العولمة المالية عليها، أما في المبحث الرابع فيتضمن تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تفعيلها.

وفي الأخير إلى الخاتمة العامة والتي تضمنت مجموعة من النتائج والتوصيات.

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دوراً بارزاً في النظم الإقتصادية المعاصرة كما أنها تعتبر من أبرز سمات الإقتصاديات المتقدمة، وهي ذات أهمية كبيرة للإقتصاد الوطني والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، وذلك لدورها بتجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وإقراضها للمشروعات المختلفة لتمويل عملياتها.

وللأسواق المالية خصائص ومكونات تجعلها متميزة عن باقي الأسواق الأخرى خاصة من ناحية الأهمية والوظائف التي تؤديها، لذلك سنتطرق للتعريف بالسوق المالي ومكوناته وأهم المتدخلين فيه، وشروط نجاح الأسواق المالية، وأهم وظائفها الإقتصادية.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد أهم الأسواق المنظمة، وتقوم عادة في مكان محدد (ثابت)، وتتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة تعمل بنظام خاص يحدد إجراءات التعامل فيها وشروطه، وتحكم عملها لوائح وقوانين ذات صلة بها، إضافة إلى التقاليد والأعراف التي يتم الإلتزام بها من قبل المتعاملين في الأوراق المالية، سواء كانت أسهم بمختلف أنواعها أو سندات بمختلف أجالها وأشكالها، أو الأوراق المالية الأخرى.

وللتعرف بدقة على أسوق الأوراق المالية سنحاول من خلال هذا الفصل معرفة مكانتها من بين التصنيفات المختلفة للأسواق، كما سنتطرق إلى مكوناتها ونظام تشغيلها، وكفاءتها، ومؤشراتها من خلال أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية وسيولتها.

المبحث الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية وإستخداماتها.

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال إذا أطلق بدون تحديد على سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح "البورصة"، وتشمل أسواق المال كلاً من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل المجتمعات أصحاب الفوائض من السيولة ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الإستثمار، ولهذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في إنتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، وذلك نظراً لصعوبة إنتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية وبإعتباره كغيره من الأسواق نحاول من خلال هذا المبحث معرفة مكانته من بين التصنيفات المختلفة للأسواق، كما سنتطرق إلى مكوناته ونظام تشغيله.

المطلب الأول: ماهية السوق المالي

يعتبر السوق المالي بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف إقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة، أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الإقتصادي وذلك من خلال الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، ومن أجل هذا كله كان السوق المالي محل إهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة.

1.تعريف السوق المالي وخصائصه

على الرغم من تعدد أنواع الأسواق المالية تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1.1.تعريف السوق المالي

التعريف الأول: يعرف السوق المالي بأنه مكان إلتقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة[1].

التعريف الثاني: السوق المالي هو الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عملية التداول[2].

ومن التعريفين السابقين يمكن تعريف السوق المالي على أنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق (عرض الأموال وتداولها)، أي هي الآلية الإئتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع إدخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الإستعمال وهي أيضا سوق منظمة يلتزم فيها المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها حيث تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح.

[1] محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى،2006، ص12.

[2]Rose Anne Dana Monique Jean Blanc Picquèr , marché financiers en temps continu valorisation et équilibre 2 éme édition. Economica,paris, 1998, P 46.

2.1.خصائص السوق المالي

يمكن إدراج أهم خصائص السوق المالي فيمايلي[1]:

- إن الأسواق المالية تتعامل مع ثلاثة أطراف أساسية: بائع، ومشتري، ووسيط.
- إن جوهر التعاملات هو الأموال في شكل أوراق مالية أو نقدية.
- يتأثر السوق المالي بعوامل عديدة منها سلوك كل من البائع والمشتري والوسيط والعرض والطلب على الأموال.
- تزداد حركة الأسواق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب على الأموال في السوق المالي.

2.أهمية ووظائف الأسواق المالية

تزداد الأهمية والوظائف الإقتصادية للأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الإستثمارية في المجتمع.

1.2.أهمية الأسواق المالية

يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع في العناصر التالية[2]:

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الإستثمار العام والخاص وتنشيط الإقتصاد الوطني ككل.
- إيجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجال قصيرة أو طويلة.
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.
- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في سوق رأس المال الذي يعمل على تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات، بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقها تمويل رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة والعكس في سهولة ويسر.
- الإحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الإستثمار الشرعية.

2.2.وظائف الأسواق المالية

تهدف الأسواق المالية إلى تحقيق مجموعة من الوظائف هي كالأتي[3]:

- توفير جميع أشكال التمويل القصير والمتوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات.
- تشجيع المدخرين على توظيف أموالهم ومدخراتهم بأقل درجة ممكنة من المخاطر.
- إتاحة الفرص أمام الشركات لكي يتم تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية من خلال البيع والشراء ونقل الملكية.
- تسهيل إتمام العمليات المالية الخاصة بشراء وبيع الأصول المالية بما يساعد على تشجيع الإدخار والإستثمار

[1] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة ،2007، ص 14.

[2] منى قاسم، صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000، ص ص21-22.

[3] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص63.

- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية من أسهم وسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات.
- تساعد السوق المالي في التنبؤ بالحالة الإقتصادية والمتغيرات المالية للدولة.
- تشجيع تدفق الأموال والإستثمارات الخارجية للسوق المالي المحلي.
- تفادي التعليمات الفنية (تحديد سعر الأوراق المالية) للأسهم والسندات ذلك عن طريق تنظيم عمليات الشراء والبيع.
- توفير السيولة المالية اللازمة.

ومن خلال العرض السابق لوظائف الأسواق المالية يتبين أن الأسواق المالية توفر الإتصالات بين البائعين والمشترين وتقوم بمهمة تسهيل عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية، كما تعتبر الأوراق المالية من الضمانات الجيدة والمقبولة عند منح القروض من طرف البنوك، بالإضافة إلى أن تغير الأرقام القياسية لأسعار الأوراق المالية المتداولة من التغيرات المهمة التي تساعد على التنبؤ بالحالة الإقتصادية في الدولة.

3.العناصر اللازمة لنجاح السوق المالي

هناك العديد من الشروط اللازمة لتكوين السوق المالي، سنتناول بعضها كما يلي[1]:

– وجود حد أدنى من المؤسسات المالية في الدولة:

إن السوق المالي يقوم بناء على وجود مؤسسات مالية تستثمر في أدوات مالية، وينبغي أن يتوافر حد أدنى من هذه المؤسسات وإرتفاع مستوى خدماتها وإنتشار عدد فروعها وكبر حجمها حتى يمكن أن يمتد التعامل في السوق المالي إلى كافة أنحاء الدولة.

–إنشاء بورصات للأوراق المالية:

إن البورصة تمثل السوق المالي المنظم الذي يتم فيه جذب المدخرات والإستثمارات الخاصة بالأفراد والمؤسسات المختلفة من بنوك تجارية ومؤسسات قطاع عام وخاص حيث يتم تداول الأوراق المالية في هذا السوق المالي بالبورصة وتحويل الأموال والمدخرات إلى مشروعات حقيقية.

–توافر حد أدنى من المعلومات الدقيقة:

إن التعامل في السوق المالي يحتاج إلى توافر المعلومات الدقيقة والصحيحة عن كافة أنواع الأوراق المالية والمؤسسات المالية التي تتعامل في السوق المالي من خلال نشر الإحصائيات والحسابات المالية الخاصة بهذه الشركات والأوراق المالية في فترات متقاربة ودورية.

–الإهتمام بوسائل الإعلام:

إن وسائل الإعلام مسؤولة عن تعريف المستثمرين بأنواع الشركات والإستثمارات الموجودة في السوق المالي وبالتالي ينبغي الإهتمام بهذه الوسائل والرقابة عليها للتأكد من جودة ودقة المعلومات.

–وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي:

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص65-64.

إن الإستقرار السياسي من أهم أسباب جذب رؤوس الأموال وخاصة رؤوس الأموال الأجنبية حيث يطمئن المستثمر إلى قدرته على إسترداد أمواله وعدم خوفه من مخاطر التأميم والمصادرة.

-وجود حد أدنى من الإستقرار الإقتصادي:

بمعنى عدم تعرض السوق المالي لهزات إقتصادية مستمرة وتقلبات مابين حالات الرواج والكساد وذلك ما يمكن المستثمرين على التنبؤ بالمستقبل بأكبر درجة ممكنة من الدقة ويجنبهم المخاطر غير المتوقعة والمفاجئة التي تؤدي إلى تحقيق خسائر مفاجئة.

-القدرة على التطور والإستجابة للتغيرات المالية:

ينبغي أن يكون للسوق المالي القدرة على التطور والإستجابة للتطورات المالية الحديثة والقدرة على إستيعاب الأدوات المالية الجديدة التي يتم إبتكارها في أسواق مالية أخرى وبما يمكن هذا السوق من مواجهة منافسة الأسواق المالية العالمية الأخرى.

- توافر حد أدنى من القدرات البشرية والإمكانيات التكنولوجية:

حيث ينبغي على السوق المالي أن تتوافر به قدرات وكوادر بشرية قادرة على التحليل المالي والتعامل في الأدوات المالية، حيث يبنى السوق المالي على هذه القدرات والكفاءات البشرية.

بالإضافة إلى أن السوق المالي يحتاج أيضا إلى توافر إمكانيات تكنولوجية تتمثل في وحدات وشبكات الحاسب الآلي ووحدات وشاشات الاتصال والعرض.

4.أنواع الأسواق المالية

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات والقنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة إلى من هم في بحاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين، ويشمل السوق المالي:

1.4.سوق النقد

هو الشق الأول للسوق المالي، ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.

وتعرف أسواق النقد على أنها: الأسواق التي تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل الودائع وأذون الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والقبولات المصرفية والأوراق التجارية[1].

1.1.4.أدوات سوق النقد

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص12.

– **أذون الخزانة:** تعد أذونات الخزينة من أهم أدوات الدين التي تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة، وتقوم الحكومة بإصدار أذون الخزانة عادة عن طريق البنك المركزي، وتتراوح فترة إستحقاقها بين 3 شهور و6 شهور و12 شهرا لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة[1].

– **الكمبيالات (القبولات المصرفية):** تعد القبولات المصرفية أهم الأدوات الدين القصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره، أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول (ختم) الحوالة بعبارة "مقبول".

– **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** وهي شهادات تصدرها البنوك مقابل الحصول على إيداع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة محددة وتثبت هذه الشهادات عملية الإيداع لحق حامل الشهادة، ويمكن لحامل شهادة الإيداع أن يضل محتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق أو يقوم ببيعها في السوق الثانوي إذا أراد الحصول على أموال سائلة لتغطية التزاماته.

– **الأوراق التجارية:** وهي عبارة عن وعد أو إلتزام بالدفع تصدره الشركات المعروفة جيداً ولها قوة إئتمانية ويقوم الأفراد والشركات الذين لديهم فائض مالي بشراء هذه الأوراق وغالبا ما يتراوح تاريخ إستحقاق هذه الأوراق مابين أيام قليلة إلى 270يوماً[2].

2.4.سوق رأس المال

تمثل سوق رأس المال بصفة خاصة مجال التعامل في الأموال متوسطة وطويلة الأجل، ويعمل في هذه السوق بنوك الإستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والإدخار، وذلك حينما تقوم تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها[3].

وتنقسم سوق رأس المال إلى أسوق عاجلة (فورية) وأسواق آجلة (مستقبلية)كما يلي[4]:

– الأسواق الحاضرة (الفورية):

يتم من خلالها تنفيذ التعاملات في الأوراق المالية خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية وسداد ثمن الصفقة، والهدف الأساسي من العمليات العاجلة هو توظيف الأموال وإستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتراة، أو لتحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها وتدنيه خسارة رأسمالية متوقعة في حالة البيع.

– الأسواق الآجلة (المستقبلية):

[1] إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص129.

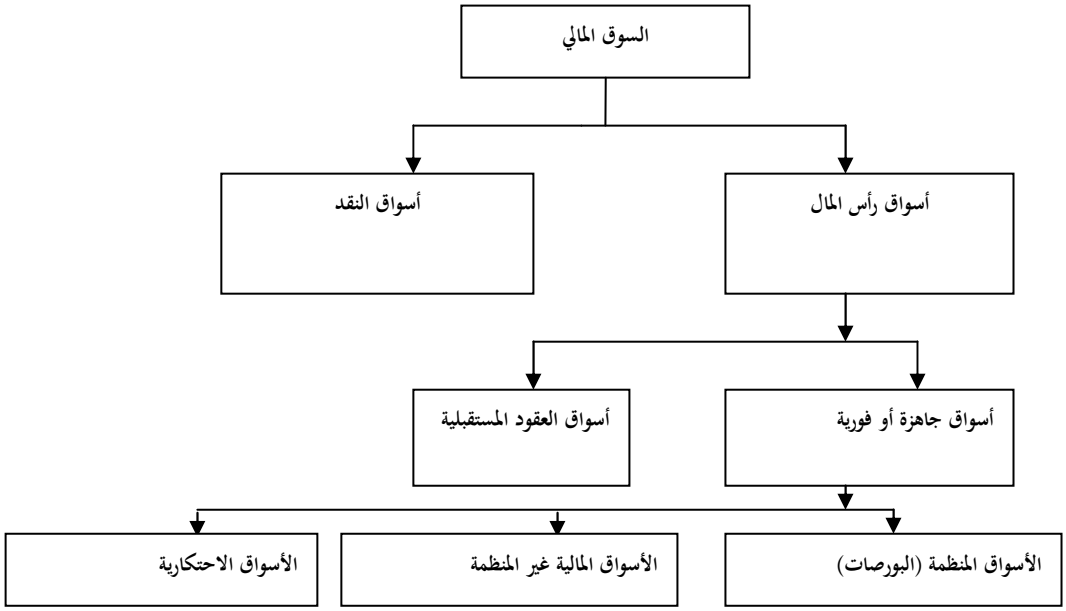
[2] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره،ص56.

[3] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2007، ص17.

[4] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص18.

ويتم من خلال هذه الأسواق تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية، ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق عليها في موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد قيمتها ووفقا لهذا الإتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق أو الصكوك المالية محل التعامل على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، وتأسيساً على ذلك يمكن القول أن ثمة فاصل زمني يفصل توقيت إبرام العقد وتنفيذه، وهو مايوضحة الشكل رقم (1).

شكل(1): مكونات أسواق المال



المصدر: أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص22.

وينقسم السوق المالي إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال أنظر الشكل رقم (1)، وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى أسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية (الأسواق الآجلة)، ويقصد بالأسواق الجاهزة تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، ويتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة وتشمل هذه الأسواق على أسواق رأس المال المنظمة والتي تمثل البورصة، أسواق غير المنظمة التي تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والمصارف التجارية وما شابه ذلك إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساسا في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في بعض الدول.

المطلب الثاني: مكونات أسواق الأوراق المالية

تندرج ضمن مكونات أسواق الأوراق المالية التي يتم فيها تعبئة المدخرات عن طرق إصدار أوراق مالية جديدة وهي وظيفة الإصدار (السوق الأولي) وتداولها وهي وظيفة السوق الثانوي (التداول)، وسيتم التركيز على السوق الثانوي بإعتبارها سوق التداول.

1.أنواع أسواق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية يتكون من مرحلتين ومن ثم يتكون من نوعين كما يلي:

1.1.السوق الأولي (سوق الإصدار):

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل المشروعات الجديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها وهذا يعني أن المنشات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في إكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال [1]. ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الإقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الإحتياجات المالية[2].

فهذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال"المكتتبين" وبين تلك المشروعات، وقد يتم إصدار وتصريف هذه الأوراق مباشرة، حيث تقوم الجهة المصدرة بالإتصال بعدد من كبار المشترين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها، وإما أن يتم ذلك بصورة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة (عادة ما تكون مؤسسة مالية) بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً[3].

2.1.السوق الثانوي (سوق التداول):

يختص هذا السوق بالتعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة، ويطلق على هذا السوق "بالبورصة"، وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقا التي تطرح للإكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار(السوق الأولي)، وتوفر هذه السوق سيولة للمستثمرين الذين إشتروا الأوراق من السوق الأولية، ويتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل ولهذا يمكن لهذه السوق أن تكون منظمة أو غير منظمة[4].

وطالما أن السوق هذه مستمرة ودائمة، يتعين عليها القيام بالوظائف التالية[1]:

---

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص.281

[2]Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988, p27

[3] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 281.

[4] ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر،2003، ص6.

[1] Meir Kohn,Financial Institutions and Markets,NewYork:McGraw hill,Inc.,1994, p 453.

– تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية إستكشاف السعر.

– إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر (توفير السيولة).

– المساعدة في إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.

ويتم خلق السوق الثانوية من خلال السماسرة أو التجار، ويعمل السماسرة كوسطاء للتقريب بين المشترين والبائعين، بينما يعمل التجار لحسابهم الخاص ويحددون الأسعار التي يكونوا عندها على إستعداد لإتمام البيع أو الشراء، ويتم التداول في السوق الثانوية بإستخدام أحد الأسلوبين:

– أسلوب التفاوض، حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.

– أسلوب المزاد العلني، والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة إلى البائع والمشتري[2].

1.2.1.تقسيم السوق الثانوي

تنقسم السوق الثانوية (سوق التداول) إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة كما يلي:

1.1.2.1.السوق المنظمة (الرسمية): ويطلق عليها "بورصة الأوراق المالية"، وهي تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق وتضع الدولة قواعداً وشروطا معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها وسنداتها في هذا السوق.

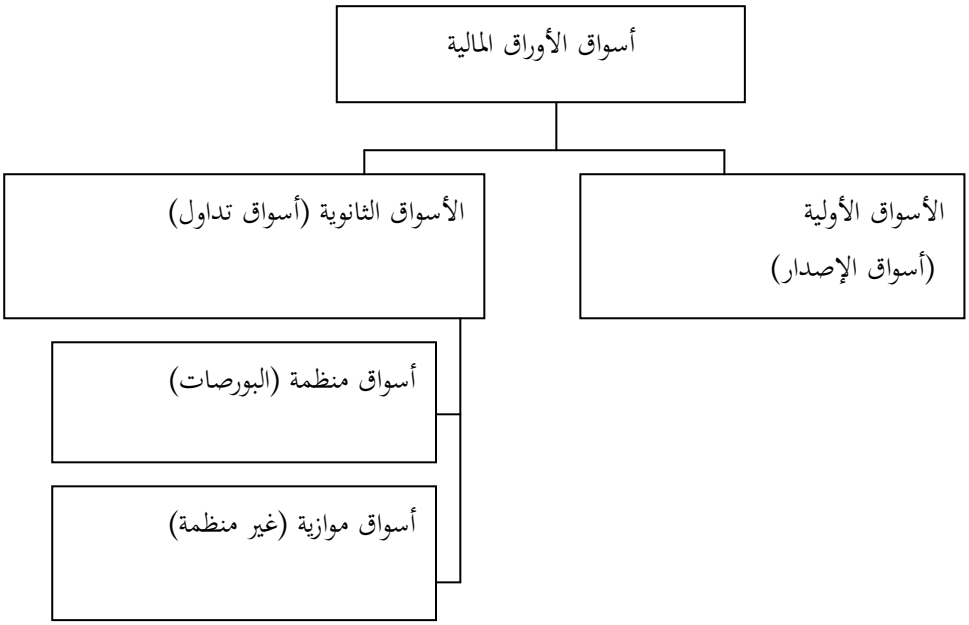
2.1.2.1.السوق غير المنظمة (غير الرسمية): وهذه السوق لا تمثل مكاناً يتم فيه تداول الأوراق المالية ولكنها تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة داخل الدولة وقد يتخصص كل من هؤلاء المتعاملين في نوع معين أو أنواع معينة من الأوراق المالية ويقتصر نشاطها عليها وقد يقوم هؤلاء المتعاملون في هذه السوق بعمليات البيع والشراء مع متعاملين آخرين أو مع السماسرة أو مع الجمهور والأوراق المالية بوضع التعامل في هذه السوق مع الشركات التي لا تستطيع الوفاء بمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية وكذلك الشركات التي لا تريد الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بها بالشكل الذي يتطلبه القيد في السوق الرسمية[3].

حيث أن أسواق الأوراق المالية تتكون من أسواق أولية (أسواق الإصدار) والأسواق الثانوية التي تمثل (أسواق التداول)، وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة والتي تمثل "البورصات" وأسواق موازية أو غير منظمة (غير رسمية)، والتي تتكون من السوق الثالث والسوق الرابع، وذلك كما يوضحه الشكل رقم (2).

شكل رقم (2): أنواع أسواق الأوراق المالية

[2] عاطف حسن النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994، ص21.

[3] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص26-25.



المصدر: مُحَمَّد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص11.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق هما:

-**السوق الثالث**: يمثل السوق الثالث قطاعاً من السوق غير المنظم، ويتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة وجمهور العملاء في هذا السوق وهم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة (مثل صناديق المعاشات) إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها[1].

وتبرز الحاجة إلى للتعامل في السوق الثالث بسبب أن هناك العديد من مؤسسات التي تقوم بإستثمارات مالية في السوق كصناديق الضمان والتقاعد مثلاً لا تحصل على ميزات لها عند تعاملها في السوق المنظمة كالخصم مثلا، والذي يفترض حصولها عليه مقابل حجم الإستثمارات المالية التي تقوم بها، لأن أنظمة البورصة لا تسمح بمنح إمتياز بين متعامل وآخر وعدم إعطاء أفضلية لمتعامل وعدم منح هذه الأفضلية لأخر، ولذلك تتجه مثل هذه المؤسسات إلى السوق الثالث غير المنظم من أجل التفاوض للحصول على قدر أكبر من الخصم وبشكل يناسب حجم تعاملها، إضافة إلى أن قدرة المتخصصين الذين يعملون في البورصة قد تكون محدودة بالقيام بمعاملات بأحجام وصفقات كبيرة وقد لا يتم ذلك بالسرعة المطلوبة، وكذلك أن السوق الثالث يوفر الفرصة لبيوت الوساطة التي لا يوجد لديها ممثلين في السوق المنظمة من التعامل في السوق الثالثة[2].

-السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل فيه يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة لأعضاء بيوت

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشاة المعارف، الإسكندرية، 2002 ، ص 109.

[2] فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص ص47-48.

السمسرة ويسهل هذا الإتصال وجود شبكة قوية من الإتصالات سواء عن طريق الهاتف أو الحاسب الآلي، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، والجدير بالذكر أنه قد يتم الإستعانة بوسيط لإتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة، وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه[1].

المطلب الثالث: الإطار العام لبورصات الأوراق المالية

تمثل البورصة مكان التقاء عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة الأجل الممثلة بالقيمة المتداولة التي تمثل الأوراق المالية والتي تعطي لحائزها صفة المساهم (الأسهم) أو صفة الدائن (السندات)، وتتم عملية التفاوض وتبادل هذه الأوراق المالية على مستوى البورصة على أساس السعر.

1.تعريف سوق الأوراق المالية (البورصة)

التعريف الأول: هي سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى[2].

التعريف الثاني: بورصات الأوراق المالية هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بعمليات التبادل وإتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراء بسهولة وسرعة ويسر[3].

ومن التعريفين السابقين يمكن أن نعرف سوق الأوراق المالية (البورصة) بأنها سوق منظمة لها مكان معين تتم فيها عمليات بين المتعاملين بيعاً وشراء بمختلف الأوراق المالية، ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم السماسرة ووسطاء الأوراق المالية، ولا يمكن أن تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميون وفي الشكل المحدد قانوناً، وتتصف هذه العمليات بالصبغة التجارية.

2.أهمية أسوق الأوراق المالية

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص288.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف،والسبل، ومقومات النجاح، عالم الكتاب، الإسكندرية، الطبعة الثانية،2003، ص15.

[3] محسن أحمد الخضيري،كيف تتعلم البورصة في 24ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص26.

تشكل سوق الأوراق المالية ركناً هاماً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص والحرية الإقتصادية فهي تسعى إلى تشجيع الإدخار لدى الأفراد وتنميته وذلك من أجل تنمية المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الإقتصاد الوطني وتطوره، إذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجالها وإعادة إستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، فالعلاقة بين النمو الإقتصادي وزيادة كفاءة الإنتاجية من جهة وبين نمو سوق الأوراق المالية، حيث أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية المنظمة قد ساهمت في مساهمة فعالة في تنمية الثقافة الإدخارية وتوجيه المدخرات نحو فرص الإستثمار الوطنية المتاحة، وهو ما نتج عنه ضخامة في عدد وحجم الإصدارات في السوق الأولية ونمو حجم التداول في السوق الثانوية، كما تظهر أهمية سوق الأوراق المالية بإعتبارها سوقاً تباع فيها وتشترى الحقوق التي ترد على الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، والتي تتيح للأوراق المالية سيولة تشجع المدخر على التوظيف فيها، كذلك تتوافر سيولة الأوراق المالية عن طريق إيداع المدخرات في مؤسسات تقوم بتوظيفها في أوراق مالية أو قروض وتتعهد في نفس الوقت بدفع كامل قيمة الأموال المودعة أو قيمة الأوراق المالية التي تم توظيف المال فيها وذلك بعد مدة معينة أو عند الطلب[1].

3.شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية

لتحقيق ذلك يتطلب توافر عدة شروط نوجزها فيمايلي[2]:

- توافر مناخ إستثماري مستقر يتمثل في حالة إستقرار إقتصادي وسياسي وإجتماعي وسياسة إقتصادية رشيدة ومرنة (حالة إنتعاش إقتصادي)، ووفرة المدخرات أو ثروات الأفراد، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الإقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للإستثمارات الطويلة الأجل، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل إستثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.
- توافر الحرية الإقتصادية والوعي الإقتصادي حتى تتمكن أسواق الأوراق المالية من القيام بدورها.
- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.
- توافر التقنية المناسبة (شبكة إتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.
- توافر الإفصاح والشفافية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على إتجاهات أسعار الأسهم ويبعث الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.

[1] محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، إختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى،2004، ص ص 12-13.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص ص21-22.

– توافر أوراق مالية سليمة قابلة للتداول بحيث يتم إثبات التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وأن عقد العمليات بالسوق يتم دون نصب أو إحتيال أو مضاربات وهمية، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.

– المنافسة الحرة، يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون سوقًا متوازنا.

– السرعة والدقة، يجب توافر سرعة وتنفيذ إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء خلال المدة المحددة وبالشروط المحددة وبأوامرهم.

– المرونة، يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة إنتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لأخر، وإنشاء قسم إستعلامات يزود بالاخصائين للرد على إستفسارات جمهور المستثمرين، وكذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من أنواع الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليما.

– ضمان سلامة الإدخار وحمايته وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات، ويعتبر سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المعاملين في السوق.

– تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من إستثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب، أو إعفاء العائد على الضرائب.

– توفر المرافق العامة (الإتصالات السلكية واللاسلكية، المساكن،...إلخ).

– الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى.

– وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الإستثمار الوطنية والأجنبية.

– نمو الوعي الإدخاري وإرتفاع نسبة الإدخار لدى الأفراد، وعدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.

– وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره ومعدلاته.

4.أنواع البورصات

يمكن تقسيم البورصة إلى عدة أنواع سنتطرق إليها من خلال عدة معايير كما يلي[1]:

[1] محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24ساعة، مرجع سبق ذكره، ص ص23-25.

1.4.من حيث المنتجات المتداولة في البورصة

على أساس هذا المعيار يمكن لنا التفرقة بين أنواع البورصات وفقا للمنتجات المتداولة فيها، وتقسم حسبه إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

–المجموعة الأولى: مجموعة البورصات التي تتداول فيها سلع معينة مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، شاي... إلخ)، والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، الفضة، البترول...إلخ)، أو بورصات سلعية ذات طبيعة خاصة مثل: بورصات العقارات والأراضي، وتشمل كل ما هو مادي ملموس ويمكن التعامل عليه.

–المجموعة الثانية: بورصات الخدمات وهي بورصات شديدة التنوع نظراً لتعدد المجالات التي يمكن إستخدامها فيها، وأهمها السياحة والفنادق وبورصات التأمين وبورصات النقل وتأجير السفن، وبورصات عقود التصدير، وبورصات تجارة الديون...إلخ.

–المجموعة الثالثة: بورصات الأفكار، وهي أحدث أنواع البورصات والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الإختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، وصفقات نظم المعلومات...إلخ.

2.4.من حيث المدى الزمني

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف البورصات إلى نوعين أساسيين هما:

– بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها وإستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فوراً.

– بورصات عقود آجلة: يتم الإتفاق عليها دون تسليم أو إستلام المنتجات أو الأثمان، بل تتم المضاربة على السعر فقط.

3.4.من حيث مدى التعامل الجغرافي

وفقا لهذا المعيار يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسين هما:

– بورصات تعمل فقط على المستوى ا لمي: لا تمتد معاملاتها دولياً وهي عادة تتواجد في الإقتصاديات المتخلفة، وهي تكون محدودة التعامل للغاية.

– بورصات تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى المعاملات الدولية المختلفة، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

4.4.من حيث التسجيل والإعتراف الحكومي والتمثيل الحكومي فيها

يمكن تصنيف البورصات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين هما:

– **بورصات رسمية:** منشأة وفقا للقوانين والقواعد، وتمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم، ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه المعاملات ويحافظ على الاستقرار.

– **بورصات غير رسمية:** تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها أي من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية "بورصة سوق المناخ في الكويت مثلا".

المطلب الرابع: المتعاملون في البورصة

يكتسب تنظيم عمل البورصة والهيئات العاملة فيها أهمية كبيرة وذلك من أجل ضمان السير الحسن لعمل البورصة واستمراريتها هناك العديد من المتدخلون في البورصة بالإضافة إلى الأعضاء العاملون فيها.

1.أهم المتدخلون في البورصة

يمكن إدراج أهم المتدخلون في سوق الأوراق المالية ضمن الفئات الرئيسية التالية:

1.1.فئة المقرضين (المستثمرين): تتضمن الأفراد والمؤسسات المالية التي تقوم بإستثمار أموالها بإقامة مشاريع أو مؤسسات تعود عليها بالنفع الوفير، أي بفائدة عالية ومخاطر ضئيلة، علما أن هذه الفئة تقوم بالإستثمار في البورصة إذا ما إستطاعت الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان والسيولة في أن واحد، وأهم هؤلاء المستثمرين هم: الأفراد المستثمرون التأسيسيون، ويتكون هؤلاء أساسا من شركات التأمين، صناديق الإدخار والتوفير، صناديق المعاشات والنقابات، البنوك التجارية، وتجمعات التوظيف المشترك التي تتكون من صناديق الاستثمار، وكذا المؤسسات التي تكون عادة مانحة لرؤوس الأموال[1].

2.1.فئة المقترضين (المصدرين): وتتضمن الفئات التي تكون بحاجة إلى أموال حيث تؤمن هذا الإحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس المال، ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمار، ويتعلق الأمر بهذا الشأن ب: المؤسسات الصناعية والتجارية، المؤسسات المالية، الشركات الأجنبية، المصالح العمومية، الدولة والجماعات المحلية[2].

ولحصول هؤلاء المصدرين على رخصة إصدار أوراقهم المالية في البورصة يجب توفير بعض الشروط هي [3]:

– يجب أن يكون الإصدار موافقاً عليه من طرف مجلس إدارة الشركة.

– يجب أن تكون رسملة البورصة محددة بالنسبة للسوق الأولي والسوق الثانوي وذلك بقيمة معينة وحسب السوق أيضا (الدولة).

– نسبة معينة من رأسمال الشركة يجب أن يكون معروضا في السوق على الجمهور.

[1] محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع ، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2003، ص136.

[2] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكرة، ص137.

[3]Josette Peyrard, La bourse, Vuibert entreprise, 8 éme édition 1999, P43.

كما يجب إعلام الجمهور إعلاما كاملا بحيث يجب أن يتضمن هذا الإعلام المعلومات الخاصة بتنظيم الشركة، حالتها المالية، نشاطها، نتائجها وتوقعاتها المستقبلية.

3.1.فئة الوسطاء (الوكلاء): هذه الفئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين وبين جمهور المقترضين والمصدرين للأوراق المالية، ويستعمل مصطلح الوسيط المالي بمعنى السمسار أيضا إلا أن هنالك فرقاً بين المصطلحين كالتالي: الوسيط هو أداة إتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه ويحصل على حصة من العمولة وهو مسؤول أمام السمسار على العمليات المعقودة بواسطته، ويجب أن تتوفر في المترشحين لمهنة الوسطاء نفس الشروط المطلوب توافرها في المندوبين الرئيسين، والسمسار مسؤول مالياً بالتضامن مع المندوبين الرئيسين والوسطاء التابعين له عن الغرامات التي يحكم بها غيرهم، ونشير إلى أن الوسيط عادة ما يكون شخص طبيعي أو معنوي والمتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم، بل يكفي أن يعطي العميل أمره إلى سمسار ليقوم هذا الأخير بتنفيذ إجراء العملية حسب الأصول المحددة في نظام البورصة، ويمارس السماسرة نوعين من الوظائف الرسمية فهم ينقلون إلى البورصة أوامر زبائنهم، ويقومون بإجراء العمليات المطلوبة منهم، ولهذا كان من الضروري وضع القواعد اللازمة لمهنة السمسرة، فالسمسار شخص ذو دراية في شؤون الأوراق المالية، ويقوم بعقد عمليات البيع والشراء من خلال البورصات في المواعيد الرسمية مقابل عمولة[1].

إذا الوسيط المالي هو الشخص المرخص له بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، ويقوم بأعمال محددة تهيئه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من المرفين ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات[2].

ولا يمكن لأي كان أن يكون وسيطاً، إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة المهنية والتأمين ضد المخاطر والقيام بإيداع ضمان مالي لدى البورصة، ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعا نجد: (البنوك التجارية، بنوك الإدخار، مؤسسات الإقتراض والإدخار، شركات الإستثمار، شركات التأمين على الحياة، شركات التمويل، شركات التأجير، صناديق التأمين على الحياة)، ولا يمارس نشاط التفاوض في القيم المنقولة المتداولة في البورصة سوى الوسطاء في عمليات البورصة، حيث يمتلكون شركات ذات أسهم أو هم أشخاص طبيعيون مرخصون لمزاولة نشاطهم من طرف هيئة التنظيم والمراقبة للبورصة، وللحصول على الترخيص يجب على الوسيط أن يقدم الضمانات الكافية المتعلقة بما يلي:

-حيازة حد أدنى من رأس المال.

- حيازة جهاز تنظيمي محكم ووسائل تقنية تتلاءم مع نشاطه.

- حيازة موظفين لهم من الكفاءة والتأهيل ما يسمح لهم بمزاولة هذا النشاط.

[1] محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكرة، ص ص137-138.

[2] إبراهيم علي عبدا لله إبراهيم، شرين ياسين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1990،ص145.

إن الوسطاء الماليين لهم إمكانية مزاولة نشاط تسيير المحافظ والقيام بعمليات التوظيف للأوراق المالية، وبالتالي فإن نشاطهم في التوظيف يجعلهم يبحثون دوماً عن مكتتبين وطالبين للأوراق المالية لحساب المصدر الذي يقوم بعملية النداء للإدخار العام، هذا النشاط يزاول عند القيام بإصدار قيم منقولة بإستعمال السعي للبيع الذي لا يمكن ممارسته إلا من طرف الوسطاء المؤهلين، وتتحدد أهم وظائف الوسطاء في المهام التالية[1]:

- التفاوض في القيم المنقولة.
- تسيير محفظة القيم المنقولة.
- التوظيفات عند إصدار القيم المنقولة.
- التوظيفات في السوق الثانوية.

2.أعضاء بورصة الأوراق المالية

تتمثل أهم فئات الأعضاء العاملين في البورصة في التالي[2]:

– **السماسرة بالعمولة:** وتقتصر تعاملاتهم مع الجمهور الراغب في الشراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة أو سمسرة يحصل عليها تحددها لائحة.

– **سمسار الصالة (المقصورة):** ويختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها زملاؤه السماسرة مقابل عمولة.

– **تجار الصالة (المقصورة):** ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.

– **المتخصصون:** وهم نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ويقتصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل تجار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور مباشرة مثل السماسرة بالعمولة ويعتبر هؤلاء من أهم فئات الأعضاء العاملين بالبورصة نظراً لأن لهم أولوية الإطلاع على أوامر البيع والشراء للورقة المالية المتخصص فيها، ويحدد أسعار شراء أو بيع الورقة المالية المتخصصة فيها للتأثير على حركة التعامل فيها وتحقيق التوازن لها والحد من عمليات المضاربة على الورقة المالية.

– **السماسرة والمتعاملين في الصفقات الصغيرة (تجار الطلبيات الصغيرة):** وتختص هذه الفئة في الطلبيات الصغيرة بأقل مقابل عمولة ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة.

[1]Guide de la bourse et des opérations boursières "La bourse d'Alger", Collections guides plus, 1998, P29.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص123-124.

– **وكلاء بيوت السمسرة:** وهم سماسرة أعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ويساعد الأعضاء العاملين في البورصة فئتان هما المندوب الرئيسي الذي يعمل كموظف لدى سمسار لمساعدته على تنفيذ أوامر المقصورة بإسم ولحساب.

3.التنظيم الإداري لسوق الأوراق المالية (البورصة)

ضماناً للسير الحسن للعمل في سوق الأوراق المالية كان من الضروري تنظيم هذا الجهاز ووضع خ□ة محكمة وإعداد إجراءات تنظم عملها وحسن سيرها وتحقيق كفاءتها، وقد تم ذلك عن طريق إنشاء هيئات وجهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة وكذا الحفاظ على أسواق حرة ومفتوحة أمام المستثمرين والمدخرين على حد سواء، وعليه تتم عملية تنظيم سوق الأوراق المالية وفقاً للهيكل التالي[1]:

– **الجمعية العامة:** يجتمع مجموع الأعضاء العاملين والمنضمين في البورصة في جهاز يسمى بالجمعية العامة، يترأس هذه الجمعية رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وظيفتها المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإرادات والنفقات، للجمعية الحق في إبداء آرائها خاصة إذا تعلق الأمر بتعديل اللائحة الداخلية، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.

–**لجنة البورصة:** تضم عدة أشخاص يتم إختيارهم من بين السماسرة ومن طرف الدولة مهمتها ضمان السير الحسن للعمل في البورصة، كما أنها تقوم بإصدار نشرة الأسعار في كل يوم عمل أو جلسة وتوزعها في اليوم التالي، وتسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الش□ب أو الغرامة.

–**اللائحة الداخلية:** تحدد هذه اللائحة نظام العمل الداخلي في سوق الأوراق المالية، ومن أهم المواضيع التي تعينها:

ا.طريقة العمل في المقصورة.

ب.مواعيد العمل وأيام الع□ل.

ج.الرسوم والإشتراكات.

د.العمليات و جداول الأسعار.

– **المقصورة:** هي مكان يبنى في شكل مدرج، تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتلقاها السمسار من عميله، ويمنع على الأفراد دخول المقصورة نظرا لدقة العمليات التي تتم بها، ولا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة.

– **هيئة التحكيم:** لحل النزاعات القائمة بين مختلف الأعضاء في البورصة تم تشكيل هيئة للتحكيم، لكن اللجوء إليها لا يتم إلا بموافقة الط□رفين، وتتألف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة وأربعة أعضاء تختارهم اللجنة، وتعتبر قرارات هيئة التحكيم غير قابلة للإستئناف.

[1] شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، **ص ص** 38-41.

– **مجلس التأديب:**لم يهمل النظام الداخلي لسوق الأوراق المالية الجانب التأديبي لبعض السماسرة المتلاعبين بمصالح عملائهم، لهذا تم إنشاء مجلس يسن عقوبات رادعة لكل من ينحاز من السماسرة عن تطبيق القوانين السائدة في البورصة كلجوء البعض إلى الإخلال بقواعد السلوك، أو إخفاء حقيقة المركز المالي، أو تقديم مستندات كاذبة، ومن أهم العقوبات التي يفرضها مجلس التأديب ما يلي: الإنذار، الغرامة، الوقف والشطب.

– **غرفة المقاصة:** فيها يتم تسوية كافة العمليات المبرمة في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين من طرف نقابة السماسرة.

– **نقابة السماسرة:** مشكلة من سماسرة منتخبين فيما بينهم، هدفها حماية مصالحهم والدفاع عن حقوقهم، ويدير النقابة لجنة منتخبة من طرف الجمعية العامة، تتألف من عدة أعضاء أهمهم: رئيس ونائب رئيس وأمين صندوق ومستشارين.

– **مندوب الحكومة:** تشرف الحكومة على كافة البورصات المتواجدة على الإقليم، وعليه يتعين على كل وزارة في هذه الحكومة أن تعين مندوباً أو أكثر لضمان تطبيق القوانين واللوائح، ويتم إستدعاء مندوب الحكومة لحضور كافة إجتماعات الجمعية العامة، جلسات لجنة البورصة، مجلس التأديب، وهيئة التحكيم، إلا كانت قراراتها باطلة، كما أن له حق الإعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة، عندما تكون مخالفة لقوانين البورصة أو لوائحها أو حتى الصالح العام.

المطلب الخامس: أوامر البورصة

ترتبط إجراءات التعامل على الأوراق المالية المتداولة في البورصة على أوامر الشراء وأوامر البيع، وهي تأخذ عدة أشكال.

1.تعريف أوامر البورصة

أوامر البورصة هي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم (أو يقومون بها بأنفسهم إلكترونيا) السماسرة والتي يجري تنفيذها فيما بعد[1].وتعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها، وبمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره يخبره فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، ويسمى الأمر أمرا شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع، وهذه الأوامر بنوعيها يطلق عليها أوامر البورصة.

2.أنواع أوامر البورصة

تنقسم أوامر البورصة إلى أربعة أنواع هي:

1.2.الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص248.

هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتشمل مايلي:

– أوامر السوق: يتم تنفيذ أوامر السوق بأكبر سرعة ممكنة عند أفضل سعر سائد في البورصة، وتعتبر هذه الأوامر هي الأكثر شيوعا في بورصة نيويورك حيث تشكل نحو80% من إجمالي التعاملات في بورصة نيويورك [1].

– الأوامر ا لمدة: عند استخدام الأمر المحدد يقوم المستثمر بتحديد مدى السعر الذي يرغب أن يتم به تنفيذ المعاملة، ففي حالة أوامر الشراء يقوم بتحديد السعر الأقصى الذي سيقوم بدفعه في مقابل شراء السهم، ويتم تنفيذ الأمر عند السعر المحدد أو أي مستوى سعري أقل منه، وفي حالة الأمر بالبيع يقوم المستثمر بتحديد السعر الأدنى الذي يقبله للسهم المراد بيعه،ويتم تنفيذ الأمر فقط عند هذا السعر أو عند أي مستويات سعرية أعلى منه [2].

2.2.الأوامر ا لمدة لوقت التنفيذ:

يقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً، أو أسبوعاً، أو شهراً، وقد يكون مفتوحاً لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه[3].

3.2.الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، قد تكون مدة الفترة يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.[4]

4.2.الأوامر الخاصة

وتنقسم إلى ما يلي[5]:

– أوامر الإيقاف:

يمكن إستخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق، ويترتب على هذه الأوامر العديد من المخاطر نذكر منها:

– مخاطر تحديد سعر الإيقاف قريبا جدا من سعر السوق.

– مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيداً جداً عن سعر السوق مما قد يجعل تنفيذه مستحيلاً.

– مخاطر تنفيذ الأمر عند سعر لا يرغبه المستثمر.

– الأوامر ا لمدة للإيقاف:

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص 39.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص40.

[3] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص125.

[4] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص125.

[5] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 527-531.

تستخدم أوامر إيقاف المحددة أساساً كأداة للتغلب على عدم التأكد المرتبة بأوامر الإيقاف، ويقصد به عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر السوق، وتعلي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالشراء، و يمثل الحد الأدنى للسعر في حالة الأمر المحدد للإيقاف بالبيع.

3.عمليات البورصة

تؤدي البورصة عددا من العمليات وفق إجراءات كمايلي[1]:

– شراء وبيع الأوراق المالية عن طريق السماسرة فقط ولا يجوز أن تتم عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين في البورصة أو معاونيهم الذين يتعاملون بأسمائهم، ويجب أن يكون التعامل داخل المقصورة، ويخصص لكل سمسار غرفة صغيرة في البورصة مزودة بأجهزة الإتصال مثل الهاتف، تيلكس، الفاكس لضمان سرعة التعامل.

– تلقي الأوامر من العملاء شفهياً أو هاتفياً أو كتابياً من طرف السماسرة.

– تنفيذ العملية داخل المقصورة، عن طريق المناداة للسماسرة أو مندوبه بصوت مرتفع مبينا إسم الورقة المالية التي يريد بيعها أو شراءها، ويتم قيد العملية في قسيمة خاصة تقدم إلى مراقب المقصورة لقيد بياناتها في سجل ناطق ويرسل إلى الموظف المختص بالكتابة على لوحة الأسعار في ذلك اللحظة.

– تقييد الصفقة بين العميل والسمسار، بإرسال خطاب إلى العميل يبين فيه الأوراق التي إشتراها أو باعها لحسابه ويقوم بإرسال فاتورة تفصيلية عن كل صفقة إلى العميل.

من خلال الخطوات السابقة الذكر تكون البورصة قد يسرت للمستثمر سبل التخلص من الأوراق المالية بالبيع ويستطيع أن يسدد أمواله عكس الإستثمار في المجالات الأخرى، أما عن عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء نميز بيع عمليات أجلة وعاجلة كما يلي:

1.3.العمليات العاجلة

تتميز بأنها تتم فورا فيجري دفع الثمن وإستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة بحوزتهم حتى يتمكنوا من تسليمها وقت البيع، أما بورصة البضائع (السلع) يتم فيها بيع وشراء البضائع الموجودة فعلا أثناء التعاقد سواء بتوفر الكمية المتعاقد عليها في المخزن أو عينة ممثلة لها وعادة ما تتم هذه العمليات بصورة مباشرة بين البائع والمشتري لهذا تعرف بالسوق الحرة[2].

2.3.العمليات الآجلة

تتميز بأن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان عند عقد الصفقة بل بعد فترة تعين مسبقاً تعنى موعد"التصفية"، وتجري هذه الصفقة عادة كل شهر مرة وذلك قبل أخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى

[1] محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص135.

[2] محفوظ جبار، البورصة، دار هومة، الجزائر،بدون سنة نشر ، ص75.

الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء ويتم دفع الثمن وتسلم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية حسب التنظيم المعمول به في البورصة وبالتالي تمتاز هذه الصفقات بالمضاربة كما هو الحال بالنسبة للعمليات الآجلة[1].

4.تسعيرة البورصة

يقصد بتسعيرة البورصة أو سعر البورصة القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة وتسجل بعدها في لوحة التسعيرة داخل جهاز البورصة، ويعكس هذا السعر تلاقي كل من العرض والطلب على بيع أو شراء الأوراق المالية، ويمكن اللجوء لثلاثة وسائل لتحديد سعر البورصة هي[2]:

-طريقة المناداة: في هذه الطريقة يجتمع ممثلو العروض والطلبات في مقصورة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية عروضهم وطلباتهم، ونظرا للضجيج لجئوا إلى لغة الإشارات من أجل تحقيق وتنفيذ أكبر عدد من الطلبات.

-طريقة المعارضة: في هذه الطريقة يدون في سجل خاص جميع الطلبيات والعروض والأوراق المالية المطلوبة وحدود أسعارها وبذلك يتحدد السعر التوازني عند تلاقي العرض والطلب بعد ذلك تنفذ العمليات حسب الإتفاق وأجال التصفية في البورصة.

-طريقة الصندوق: في هذه الطريقة ونظرا لكثرة عروض البيع والشراء يتم اللجوء إلى صندوق خاص كصندوق البريد، وتعمد لجنة البورصة في هذه الحالة إلى حساب عروض وطلبات الشراء بهدف تحديد السعر التوازني لكل ورقة وتنفذ العمليات على أساس العرض والطلب الإجمالي لهذه العروض والطلبات.

5.التسعيرة الرسمية في البورصة

هي وثيقة يتم بموجبها نشر التسعيرة بالبورصة في كل جلسة بهدف الإعلان الرسمي عن السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة في التسعيرة والتي تحتوي على عدة معلومات منها: عدد الأوراق، أنواعها، قيمتها، عدد السندات، عدد الأسهم،...إلخ، وهكذا يتم التسعير في البورصة تماشياً مع التطور التكنولوجي الحاصل في السوق وفق التقدم التكنولوجي، حيث أصبحت هذه الأمور على درجة عالية من الأداء، مما أدى إلى تضاعف حجم المعاملات خاصة مع توفر وسائل الإتصال وتوسع شبكة ونظم المعلومات، كل هذا مكن السوق المالية في كل لحظة أن تكون مرآة عاكسة للحياة الإقتصادية في كل إقتصاد.

المبحث الثاني : أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تمثل الورقة المالية السلعة (الأصل) الذي يجري تداوله بيعا وشراء في السوق المالية، لذلك فهي الأساس في الأسواق المالية المعاصرة، ومن هنا تبرز أهمية وضرورة دراسة الأوراق المالية التي تعتبر جزءا مهما من دراسة الأسواق المالية.

[1] محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص ص135-136.

[2] محفوظ جبار، البورصة، مرجع سبق ذكره، ص47.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم من الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسوق الأوراق المالية وسنتطرق إليها كمايلي:

1.تعريف السهم

التعريف الأول: يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم[1].

التعريف الثاني: تمثل الأسهم صكوك ملكية تقوم الشركات بطرحها وبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي، وتمثل هذه الأسهم مستندات ملكية لحامليها ويمكن إعادة بيعها بغرض الحصول على نقدية[2].

وعليه يمكن أن نعرف السهم بأنه عبارة عن شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة، التي أصدرت هذا السهم، والأسهم قابلة للتداول والإنتقال في البورصة.

2.1.أنواع الأسهم

تعتبر الأسهم من الأوراق المالية الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، وتنقسم الأسهم إلى مايلي:

1.2.1.الأسهم العادية

تتحدد الأسهم العادية وحقوق حاملها في أي شركة مساهمة بموجب قوانين الدولة المانحة لترخيص تأسيس تلك الشركة وأيضا بموجب نصوص عقد تأسيس هذه الشركات التي توافق عليه الجهة القانونية المختصة، وتمثل قيمة الأسهم رأس مال الشركة سواء تم إصدار هذه الأسهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، كما تعتبر الأسهم العادية النوع الشائع من صكوك الملكية والتي يعتبر مالكوها مالكين للشركة المصدرة لهذه الصكوك، حيث يكون لهذا السهم قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الإسمية المدونة على قسيمة السهم ، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، ولكن تتضمن الإحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية[3].

وتتوقف القيمة الحقيقية للسهم العادي على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة إمتلاكه للسهم، أي يتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يجنيها المستثمر وقد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم، وفي الحالة الأخيرة أي إصدار الأسهم مقابل توزيعات يتحدد نصيب المستثمر بنسبة ما يملكه من أسهم المنشأة، ونظرا إلى أن إجراء توزيعات في صور أسهم من شأنه أن يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم التي تتكون

[1] طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص11.

[2] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص57.

[3] منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص8.

من رأس المال دون أن تتأثر القيمة الإيرادية للشركة في المدى القصير على الأقل، فإن القيمة السوقية لمجموع الأسهم العادية (القيمة السوقية لحقوق الملكية) تظل على ما كانت عليه قبل إجراء التوزيعات مما يترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية للسهم الواحد[1].

1.1.2.1.أنواع الأسهم العادية:

نستطيع أن نقسم الأسهم العادية إلى مستويين[2]: أسهم فئة (A) وأخرى فئة (B).

فالمستوى الأول تستخدمه الشركة عند الإصدار الجديد في البداية ويكون عند الإصدار العام للجمهور، في حين أن المستوى (B) يستخدم بواسطة المنظمين في الشركة ولهم حقوق كاملة لمدة خمس سنوات، ويتم التميز بين الأسهم التي يتم إصدارها لأول مرة والتي يتم إصدارها لزيادة رأس المال بالرمز (E)، (D)، (C)، وهناك تقسيم أخر للأسهم العادية حتى نميز الأسهم التي لها حق التصويت وهي:

–الأسهم الإسمية: وهي التي يسجل على صك السهم منها إسم مالكها والقيمة الإسمية للسهم بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها ولا يجوز التنازل عنها أو نقل ملكيتها عن طريق البيع في بورصة الأوراق المالية إلا بتوقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة وإثبات ذلك في دفاتر الشركة.

–الأسهم لحاملها: وهي أسهم لحاملها حيث لا يسجل على صك السهم إسم المالك والقيمة الإسمية للسهم بجانب بيانات عن الشركة المصدرة لها، ويتم بيع وتداول هذه الأسهم في بورصة الأوراق المالية دون الرجوع للشركة المصدرة لها أو توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة، ولكن يثبت فقط قي دفاتر الشركة الحائز الجديد لهذه الأسهم.

وقد ينص النظام الأساسي للشركة على تقرير بعض الإمتيازات لحملة فئة معينة من المساهمين حملة الأسهم العادية، ويترتب عن ذلك ظهور الأنواع التالية من الأسهم العادية:

– الأسهم المجزئة: من حيث توزيع الأرباح يتم صرف عائد السهم كل ربع سنة أو أقل أو أكثر، ويظهر هذا النوع في حالة توقع بيع السهم بسعر أقل من القيمة الإسمية، ولذلك تلجأ الشركات لمثل هذا التصرف للعمل على رفع سعر السهم في السوق لزيادة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم، وبالتالي إحداث تغير في سعر السهم تدريجيا.

– الأسهم المعاد شراءها من قبل الشركة بعد مدة محددة، أو عند إنخفاض سعر السوق لها ويتم شراء هذه الأسهم للأسباب التالية: إمتصاص السيولة المالية للشركة، أو إعادة بيعها مرة أخرى في البورصة عندما تحتاج الشركة لأموال إضافية، أو لإعادة إستثمار عائد هذه الأسهم في الشركة.

– الأسهم العادية المحدد لها نسبة من الربح من قيمة الأسهم الإسمية أو المحدد لها نسبة ثابتة من الربح للمساهمة.

– الأسهم العادية المجزئة ذات الحقوق المتناقصة لإستهلاك قيمة السهم دون التأثير على سعر السهم في السوق.

2.1.2.1.التحديث في الأسهم العادية

[1] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص35-36.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص38-40.

يعد تحديث أدوات السوق المالية أمراً موازياً للتحديث في المؤسسات المالية، وبالتالي فالصناعة المالية لا تختلف عن الصناعات الأخرى في كونها تستهدف تحقيق الربح، وتعزيز القيمة المضافة لذلك فتغيرات البيئة الإقتصادية يحفز البحث عن تحديث أكثر فاعلية، فالتغيرات التكنولوجية وتغير الإجراءات التنظيمية وحالة الركود والانتعاش ومستويات المنافسة العالية حفزت على ظهور أشكال محدثة للأسهم العادية، ومن بينها[1]:

-**أسهم عادية بوفرات ضريبية:** تتميز السندات مقارنة بالأسهم العادية بأرح توزيعات الأولى من المصروفات الأخرى (تكاليف) قبل حساب الضريبة على جهة الإصدار وبالتالي تحقيقها وفرات ضريبية، بينما لا تعد توزيعات الأسهم العادية جزء من المصروفات واجبة الخصم.

ولكن لتشجيع المنشأة تمليك حصص مناسبة للعاملين فيها تلجأ بعض الحكومات إلى إصدار تشريع تمنح بواسطته للشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملكة للعاملين قبل حساب الضريبة، كما قد يتيح التشريع إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قروضا للعاملين (لشراء تلك الأسهم) من دفع الضريبة على نسبة من الفوائد التي تحصل عليها، وعلى الرغم من أن هذا النوع من الأسهم العادية يتطلب تشريعاً من سلطة سيادية إلا أنه يشجع المنشأة على إستثمار الوفرات الضريبية وإصدار هذا النوع من الأسهم.

-**الأسهم العادية المضمونة:** تتميز السندات مقارنة بالأسهم العادية بتمتع حاملها بحق الرجوع إلى جهة الإصدار والحصول على القيمة الإسمية (عند موعد الإستحقاق)، وهو حق لا يمتلكه حامل السهم العادي،

ورغبة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية وإمكانية في التسويق، فقد ظهرت أسهماً عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بتعويض، إذا إنخفضت القيمة السوقية (الشرائية) للسهم عند حد معين خلال مدة محددة بعد الإصدار، لذلك فالتعويض من طرف المنشأة لصاحب السهم العادي مشروط بإنخفاض القيمة السوقية إلى حد معين وخلال مدة محددة بعد الإصدار، وبخلافه لايستحق حامل السهم العادي هذه الميزة.

-**الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** رغبة في ترويج نشاط أحد الأقسام الإنتاجية لمنشأة معينة ظهرت أسهم عادية لأقسام إنتاجية على خلاف المتعارف عليه في كون الأسهم العادية المصدرة تمثل المنشأة بأجمعها، وضمن مجموعة واحدة وترتبط توزيعاتها بأرباح المنشأة الإجمالية، أما السهم العادي للقسم الإنتاجي فيرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم، ومعدلات الأرباح التي يحققها تعد أساساً لتوزيعات هذا السهم.

2.2.1.الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية مثل السهم العادي، إلا أنها توفر لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي.

1.2.2.1.تعريف الأسهم الممتازة

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص99.

يُلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات[1].فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري وإستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أنها شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها.

2.2.2.1.خصائص الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، والسهم الممتاز ليس له تاريخ إستحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على إستدعائه في توقيت لاحق، وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم، أما إذا لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات[2].

3.2.2.1.أنواع الأسهم الممتازة

توجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة كمايلي[3]:

- **أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح:** وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية وتحصل على الأرباح المجمعة معا، وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا، أما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المُالبة بها.

– الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء وغير القابلة للإستدعاء: الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات فهي من ناحية يتم ردها وفقا لما هو محدد في نشرة الاكتتاب وهي خاصية من خصائص الدين وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية، وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة على الأرباح.

- **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح:** تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، بينما

[1]Donald E.fischer&RonaldJ.Jordan, security Analysis&Portfolio Management, Newjersy , prentice-Hall International,Inc,1991,p13.

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، ص ص 258-259.

[3] طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص ص13-14.

يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

- **أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل:** أحياناً تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الإكتتاب.

4.2.2.1.التحديث في الأسهم الممتازة

كما ذكرنا سابقا، أن تطوير وتحسين كفاءة الأدوات المالية في عملية التمويل ورفع فاعلية تسويق الأوراق المالية تقف وراء التحديث الدائم في هذه الأدوات، ومن أهم التحديثات في الأسهم الممتازة[1]:

- طرح أسهم ممتازة بتوزيعات معومة ترتبط بمعدل عائد البديل الفرصي (مثل السندات الحكومية)، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي، ويقلل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر وحتى المنشأة المصدرة، إلا أنه يقلل من سلوك المضاربة في سوق الأوراق والذي يعتمد على عدم التأكد من شراء وبيع الأوراق المالية.

- إصدار أسهم تمنح لحاملها حق التصويت، وهو حق يستفيد منه المستثمر يتيح له المشاركة في إتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته مستثمراً ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

المطلب الثاني: السندات

تعتبر السندات أحد أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية سنتطرق إليها كما يلي:

1.تعريف السند

لقد وردت العديد من التعريفات للسندات، يمكن إختيار بعضاً منها وفقا لمايلي:

التعريف الأول: يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات إسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقا متساوية لحامليها في مواجهة الشركة[2].

التعريف الثاني: السند هو ورقة مالية تمثل قرضاً طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة[1].

وعليه يمكن تعريف السند بأنه: عقد أو إتفاق بين طرفين الشركة (مؤسسة) والمستثمر، وبموجب هذا العقد يقوم الطرف الثاني (المستثمر) بإقراض الطرف الأول (المؤسسة)، والتي تتعهد برد المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

2.خصائص السندات

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص102-103.

[2] طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص15.

[1] J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3éme édition, 1993, P 27.

على الرغم من الإختلاف النسبي مابين السندات حسب جهة الإصدار، إلا أنها تشترك في مجملها فيما يأتي[2]:

– تمثل السندات أداة مديونية.

– تحقق عائدا لحاملها من خلال معدل الفائدة المقرر دورياً (سنوياً، نصف سنوي، فصلي) بالإستناد إلى القيمة الإسمية، والعائد الرأسمالي المتمثل بالفرق مابين القيمة السوقية عند الشراء، والقيمة السوقية عند التداول (أو الإستحقاق).

– هناك إنقطاع مابين الدائن (مالك السند) ونشاط المدين (المصدر) المدين، فضلاً عن أن الدائن لا يمكنه التدخل في نشاط وقرارات المدين، إلا في حالات الإفلاس (أو تعذر الدفع) للمطالبة بحقوقه من خلال طرف ثالث، وللسند تاريخ إستحقاق معين على خلاف السهم.

–تقوم السندات بشكل عام على القيم الآتية: القيمة الإسمية وهي القيمة التي تثبت على السند المصدر، والذي يحسب على أساسه معدل الفائدة (معدل القسيمة الدورية المدفوعة لحامله)، والقيمة السوقية وهي تدعى أيضا بالقيمة الشرائية، وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعبر عن القيمة الحقيقية للسندات، بالإضافة إلى القيمة الإستهلاكية أو القيمة عند الإستحقاق، وهي تمثل قيمة السند عند حلول أجل الإستحقاق، وتكون أعلى من القيمة الإسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم)، أو يستهلك بالقيمة الإسمية.

3.أنواع السندات

تتعدد أنواع السندات وفقاً لنوعية المخاطر والجهة المحددة للسند والفائدة أو الدخل الذي عليه السند وفيما يلي عرض لأهم هذه الأنواع.

1.3.تقسيم السندات بصفة عامة[3]:

تنقسم السندات بصفة عامة إلى ما يلي:

– **سندات الخزانة:** وهي تشير إلى السندات التي تصدرها الحكومة وتكون ضامنة لها في الدفع ولا تحمل هذه السندات أية مخاطر ومعدل الفائدة محددة.

– **السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال:** وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلباً للإقتراض من السوق، وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر.

- **السندات ا لمية:** وهي السندات التي تصدرها الجهات المحلية في الدولة (إقليم، محافظة).

– **السندات الأجنبية:** وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها.

2.3.تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر[1]:

يمكن تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر إلى:

[2] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص103-104.

[3] Eugen F.Brigham.Joel.Houston,Fundaments Financial of management, (Eighth Edition) The dryden press.U.S.A,1998, PP310-314.

[1] منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار،مرجع سبق ذكره، ص32.

– **السند لحامله:** ويعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع، أو الشراء، أو التنازل، وفي تاريخ إستحقاق الفائدة، بتقديم المستثمر للمصرف المختص بالكبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا "سندات الكبون".

– **السند المسجل بإسم المستثمر:** ويتم دفع منه الفوائد بشيكات للشخص المسجل بإسمه السند ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبها ضد السرقة أو التلف وما شابه ذلك إلا أنه غير قابل للتداول.

3.3.تقسيم السندات من حيث درجة الضمان[2]:

تقسم السندات من حيث درجة الضمان إلى نوعين رئيسيين هما:

– **سندات مضمونة:** وهي التي يمكن لحامل السند حق(أو إمتياز) محدد مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية أخرى لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها.

– **السندات غير المضمونة:** وهي السندات غير المضمونة بأصل أوجهة وهي ثلاثة أنواع هي: السندات العادية، وهي التي لم يتقرر لها حق أو رهن كضمان ويعتبر حملة السندات العادية مقرضين لأموال يحقق لهم الحماية بموجب ملكية شهادة الاكتتاب في السند فقط، والسندات الثانوية العادية وهي أقل مرتبة من السندات العادية من حيث نسبة المبلغ المتبقي من تصفية الشركة وأقل مرتبة من السندات المضمونة، وسندات الدخل وبموجب هذه السندات يحق لحاملها الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي يحققه المشروع في حين يتم حساب فوائد السندات العادية والثانوية العادية على القيمة الإسمية للسند، وبجانب هذه السندات توجد ما يسمى بسندات الإحتكار التي تصدرها الشركات القابضة لتمويل الشركات التابعة لها بشروط أفضل من الإقتراض من البنوك.

4.3.تقسيم السندات من حيث العائد[1]:

تنقسم السندات من حيث توزيع العائد (الأرباح) إلى:

– **سندات ذات كبون ثابت:** ويتم دفعه مرة أو مرتين في السنة على أساس هامش ربح يضاف إلى مؤشر محلي أو مالي يتعارف عليه.

– **سندات بدون كبون:** وهي سندات تشترى بأقل من قيمتها الإسمية (أي تشترى بسعر الخصم) تحقق ربحا عند تاريخ استحقاقها فمثلا في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الإسمية وهذا النوع من السندات يسمى وهو يضمن

[2] محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص139.

[1] منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره ، ص ص27-28.

الحصول على سعر فائدة يتوافق وأسعار الفائدة على الودائع في السوق، وبالتالي لا يدخل في مخاطر تذبذب أسعار الفائدة التي تتعرض لها السندات ذات الفوائد الثابتة.

5.3.تقسيم السندات من حيث أسلوب السداد[2]:

تنقسم السندات من حيث أسلوب السداد إلى:

- سندات يتم السداد لها عند تاريخ الإستحقاق.
- سندات يتم السداد لها بشرائح متساوية على دفعات.
- سندات يتم السداد لها بأقساط سنوية ثابتة ولا يحق لصاحب السند مطالبة الجهة المصدرة قبل موعد الاستحقاق.

4.التحديث في السندات

نظرا للبيئة التنافسية الشديدة وتوسع حجم التعامل بأدوات الدين وخاصة السندات والتقلبات العالية في أسعار الفائدة الذي ينعكس في خسائر رأسمالية مرتفعة أو مكاسب رأسمالية مرتفعة، فإن الحاجة إلى التحديث للتقليل من أثر عدم التأكد بات أمراً مهما للمستثمرين والمقترضين على حد سواء فضلاً عن إدارات الإقتصاد الوطني، تجنبا لهزات إقتصادية لا تحمد عقباها، وهذا ما أدى إلى ظهور إتجاهات جديدة من السندات[3]:

- سندات لا تحمل معدل كوبون:

تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند الإستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق.

- سندات ذات معدل فائدة متحركة:

وهو نوع جديد من الأسهم استحدث في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه إنخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

- السندات ذات الدخل:

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة.

- السندات الرديئة (متواضعة الجودة):

إستحدث هذا النوع من السندات في الثمانينيات لتمويل إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها

[2] أمين عبد العزيز حسن، الاسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص54.

[3] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأوراق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 261-262.

المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الإستثمار محفوفًا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكبون مرتفعًا ليعوض تلك المخاطر.

– سندات المشاركة:

يعني هذا النوع المستحدث من السندات للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

والجدول رقم (1) يوضح أهم الخصائص المختلفة للأوراق المالية.

الجدول رقم (01): الخصائص المختلفة للأوراق المالية

الورقة المالية / عامل المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
المفهوم	تمثل جزء صغير من رأس المال	تمثل جزء من رأس المال وإن كانت تجمع بين خصائص	تمثل جزء من قرض طويل الأجل

		رأس المال والقروض	
العائد	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها	عادة ما حصل على فائدة ثابتة وأحيانا يكون العائد متغير	الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة محددة ولكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير
أولوية الحصول على العائد أو الفائض عند تصفية الشركة	أخر من يحصل على هذه الحقوق	قبل حملة الأسهم العادية مباشرة	لهم الأولوية قبل حملة الأسهم العادية أو الممتازة
إسترداد القيمة	يتم إسترداد القيمة عند التصفية بعد إستيفاء جميع الحقوق الأخرى	المرتبة قبل الأخيرة	قبل حملة الأسهم العادية أو الممتازة
تاريخ الإستحقاق	ليس لها تاريخ إستحقاق	ليس لها تاريخ إستحقاق	لها تاريخ إستحقاق محدد مسبقا

المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص16.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

إنتشرت المشتقات المالية في السنوات الأخيرة وأخذت أشكالاً مختلفة، وكان الهدف منها هو تشجيع الإدخار وحماية المستثمرين ضد مخاطر التغيرات في السعر، ومن أهمها الخيارات والمستقبليات.

1.تعريف المشتقات المالية

وردت العديد من التعاريفات للمشتقات المالية، نقدم بعضها كمايلي:

التعريف الأول: تمثل المشتقات المالية أدوات يترتب لحاملها التزام أواختيار الشراء أو البيع لأصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات)[1].

التعريف الثاني: المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية محل العقد (أسهم، سندات، وكذلك سلع وعملات أجنبية...إلخ)، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد[2].

من التعريفين السابقين نخلص إلى أن المشتقات المالية هي (عقود) يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعاملون بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشتقات على الأصل المالي محل التعاقد، ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية (بعضاً أوكلاً):

- الإتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- وقت سريان العقد.
- تحديد الشيء محل التعاقد الذي قد يكون: سعر الفائدة، سعرسلة، مؤشر أسعار، سعر ورقة مالية، سعر صرف أجنبي...إلخ.

2.أنواع المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخرى (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع...إلخ)، وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري، وهي أدوات إستثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الإسم لأنها مشتقة من أدوات إستثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك، وتتحد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها، وثمة عدة أنواع كثيرة من المشتقات المالية، لكن أهمها الخيارات والمستقبليات سنتطرق إليها كما يلي:

1.2.الخيارات

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من الأسواق الحاضرة، وإنتشرت عقود الخيار بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1.1.2.تعريف الخيارات

[1]Frank J.Fabozzi&Franco Modigliani, Capital Market,Institutions and Instruments , Newjersy, Prentic-Hall International,Inc,1992, p5.

[2] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص124.

التعريف الأول: الخيارات هي إتفاق مابين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة قيام العقد[1].

التعريف الثاني: الخيارات هي إتفاق للمتاجرة على زمن في المستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما[2].

ومن التعريفين السابقين يمكن أن نعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الإختيار لحامل العقد الحق دون الإلتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الإختيار تدفع لمصدر الإختيار.

2.1.2.أنواع الخيارات

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع هي:

1.2.1.2.التصنيف على أساس تاريخ تنفيذ الإتفاق (العقد): حسب هذا المعيار الخيارات تنقسم إلى نوعين هما[3]:

– حق الإختيار الأوروبي: هو حق إختيار (شراء أو بيع أو هما معاً)، غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لإنتهاء العقد.

– حق الإختيار الأمريكي: هو حق إختيار(شراء أو بيع أو هما معاً)، غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

2.2.1.2.التصنيف على أساس نوع الصفقة: حسب هذا التصنيف تنقسم الخيارات إلى:

– عقد خيار شراء: يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي لمشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (محرر الخيار) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد، ووفقا لمفهوم خيار الشراء يكون حامل هذا الخيار ملزماً ببيع الأصل محل التعاقد ووفقا لشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد [4].

– عقد خيار البيع: ويعطي هذا النوع من العقود الحق للمشتري في أن يطلب تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية البيع وفقاً للسعر المحدد المتفق عليه سابقًا، وعليه فإن من أهم وسائل حماية المستثمر من الخسائر المتوقعة هي عملية شراء حق خيار البيع، فإذا توقع أحد المستثمرين إنخفاض سعر السهم مستقبلا، فإنه يقوم بشراء عقد خيار بيع،

[1] محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص.126

[2] خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار المسيرة ، عمان، 1998، ص، .309

[3] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد،الإستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص310.

[4] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص257.

حيث يمنحه هذا العقد الحق في أن يطلب تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بالسعر المتفق عليه، وذلك مقابل علاوة حق الخيار[1].

3.2.1.2.التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

وفقا لهذا المعيار تنقسم الخيارات إلى عقود الإختيار حسب التغطية إلى[2]:

– عقود إختيار الشراء المغطاة:

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يغطي إلتزامه بالبيع إذا ما إختار مشترى العقد تنفيذ العقد.

– عقود إختيار الشراء غير المغطاة:

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد ولذلك إذا إختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.

3.1.2.التحديث في الخيارات

إن الأشكال المختلفة للخيارات الحديثة في هذه الحالة تكون حسب النتائج المترتبة عليها لا على أساس التصنيف، حيث أن الخيارات التقليدية يكون فيها صاحب الخيار أمام تنفيذ الخيار أو التنازل عليه، أما الخيارات الحديثة فيمكن بيعها في السوق دون حرج وتتخذ هذه الخيارات ثلاثة أشكال هي[3]:

– عقود الخيارات القابلة للتداول والتي تنصب على الأسهم: إضافة إلى حق حائز الخيارات في أن يشتري أو يبيع الأسهم محل العقد أو أن يتنازل عن عقده فله أن يعيد تداول العقد في السوق وهذا ما يتيح لمكتسب الخيار إدارة محفظة أوراقه المالية بحرية أكبر عن طريق إعادة بيع خياره ومن ثم إسترداد أمواله.

– عقود الخيارات القابلة للتداول التي ترد على مؤشر البورصة: يتيح هذا النوع من العقود للمستثمرين في الأوراق المالية لتنوع في محافظ أوراقهم المالية، وذلك لتعويض الخسارة التي يمكن أن تلحق ببعض تلك الأوراق بالأرباح التي يتوقع أن تتحقق بالنسبة للبعض الأخر.

– عقود الخيارات من خلال أسعار الفائدة (السندات): هذا النوع أيضا من الخيارات تعطي للمستثمر حقوق ثلاثة هي إما الممارسة، أو التنازل، أو التداول حسب توقعات السوق المالية.

2.2.المستقبليات (العقود المستقبلية)

تعتبر أسواق العقود المالية المستقبلية إمتداداً للأسواق العاجلة، وقد إستخدمت بهدف تخفيض المخاطر كمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وكان موضوع هذه العقود في البداية سلع مثل السكر والذهب والفضة...إلخ،

[1] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، ص 185.

[2] طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001، ص44.

[3] محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص148.

كما كان الهدف الرئيسي من وجود البورصات التي تتداول فيها العقود المستقبلية هو حماية التجار والصناع من تحركات الأسعار نتيجة تغير ظروف الإنتاج أو بسبب الإضرابات السياسية أو الاقتصادية.

1.2.2.تعريف المستقبليات

وردت هناك العديد من التعريفات للمستقبليات نقدم منها مايلي:

التعريف الأول: يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع وأخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق[1].

التعريف الثاني: يعرف العقد المستقبلي بأنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو إستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، ويعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم إستخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بقيمة الحال[2].

ومن التعريفين السابقين يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها عقود قانونية ملزمة، تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل.

2.2.3.أنواع العقود المستقبلية

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

– عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الإستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الإتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة[3].

– العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد[1].

– عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد [2].

---

[1] محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص413.

[2] أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 234.

[3] زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص .100

[1] عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص 40.

[2] أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 235.

3.الفرق بين المستقبليات والخيارات

تختلف المستقبليات عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ،كما أنه لا يجوز إسترداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبليات إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن إسترداده في حالة تنفيذ العقد، ورغم أن تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع، إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من إلتزامات العقد وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركزاً طويلاً أي مركز مشتري، فيمكن التخلص من إلتزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع عقد مماثل، وإذا كانت المستقبليات بمثابة أدوات للتغ□ية ضد المخاطر لكل من طرفي العقد من خلال ضمان تنفيذ الصفقات بين المشترين والبائعين بنفس السعر المنصوص عليه في العقد بغض النظر عن أي ظروف مستقبلية تتعرض لها الأصول محل التعاقد، فإن ذلك لا يعني عدم تحقق خسائر أو أرباح لـ□رفي العقد،

إذ أنه قد تتحقق أرباح أو خسائر ممثله في الفرق بين سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الحاضرة في يوم تنفيذ العقد (يوم التسليم)، ويحدث ذلك حينما يختلف سعر الأصل المالي في السوق الحاضرة في يوم تنفيذ العقد عن سعر التعاقد، والحالة الوحيدة التي لا يتحقق في ظلها أي أرباح أو خسائر هي تلك الحالة التي يتساوى فيها سعر التعاقد مع سعر الأصل في السوق الحاضرة وقت التسليم[3].

المطلب الرابع: القيم المتداولة المهجنة

وهي تلك القيم التي تجمع بين خصائص الأسهم والسندات التي تمثل حق دائنية، وأهم أنواعها هي[4]:

1.سندات المساهمة

وهي سندات تصدر عن شركات المساهمة الخاصة أو العامة، وتعتبر ديون أبدية وبمثابة أموال شبه خاصة، حيث يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت والأخر متغير حسب نشاط أو النتيجة المحققة من طرف الشركة المصدرة له، وليس لها تاريخ استحقاق.

2.شهادات الإستثمار

وهي أسهم عادية دون حق التصويت حيث يتمتع صاحبها كغيرها من الحقوق بحقه في الحصول على التوزيعات، وحقه في أخذ نصيبه في حال إجراء عملية تصفية المؤسسة المصدرة للسهم، وهنا نشير إلى أن السهم العادي يمكن تقسيمه إلى شهادة الإستثمار والتي هي جزء من السهم العادي فاقد حق التصويت، وكذا شهادة حق التصويت والتي تعود ملكيتها إلى أصحاب الأسهم العادية بالمؤسسة، ويقوم بإصدار شهادات الإستثمار كل

[3] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتـ□لبات تـ□ويرها، مرجع سبق ذكره، ص82.

[4] عبد الله سناقجي، سوق الأوراق المالية ودورها في تـ□وير الإستثمار، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، 2008-2009، ص 79.

مؤسسات القطاع العام والخاص وذلك بهدف توفير مصادر تمويل للمؤسسة مع المحافظة على حق سيطرة المساهمين القدامى على توجيهها و مراقبة إدارتها على النحو الذي كانت عليه قبل إصدار شهادات الإستثمار.

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق الماليةوسيولتها

يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في أن واحد وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالي، ومن هنا تظهر أهمية المعلومات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تنشد جميع الأطراف المتعاملة في أي سوق ان تتصف هذه السوق بالكفاءة، وتأسيساً على ذلك يكون هدف تحقيق كفاءة الأسواق على سلم أولويات السلطات الإقتصادية، ولاتشذ الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة عن هذه القاعدة.

1.تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

التعريف الأول: إن السوق الكفء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشأة كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو في السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية لها، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدوها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليها الإستثمار في الورقة المالية من مخاطر [1].

التعريف الثاني: تعرف كفاءة السوق المالي بأنها تمثل سرعة إستجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة [2].

ومن التعريفين السابقين نستخلص أن السوق كفئة تعرف بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه فإن كفاءة السوق ليس مرادفاً لنشاطه لأن نشاط السوق ليس مرتبطاً بالأسعار السائدة فيه وإنما مرتبط بحجم التداول، ولكي يكون السوق كفء لابد من توفر شرطين على الأقل هما:

–الشرط الأول: هو أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للعاملين فيه وغير المنشورة.

–الشرط الثاني: وهو أن تقدم تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة.

2.سمات السوق المالي الكفء

في مجال كفاءة الأسواق المالية يجب التمييز بين مفهومين أساسيين هما مفهوم الكفاءة الكاملة، ومفهوم الكفاءة الإقتصادية وفيما يلي توضيح لكل منهما:

1.2.الكفاءة الكاملة للسوق

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص24.

[2] محمد الصيرفي، البورصات، مرجع سبق ذكره، 2006، ص70.

الكفاءة الكاملة تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج بشأن سعر السهم، وهو ما يتضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة وهذا يحمل في طياته أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر أخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، وهذا هو المفهوم لكفاءة السوق ويطلق عليه "بالكفاءة الكاملة"[1].

1.1.2.الشروط الواجب توفرها في السوق الكاملة

توجد عدة شروط يجب توفرها حتى تكون السوق كفئة كفاءة كاملة منها[2]:

– أن تكون المعلومات متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف حتى تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

– عدم وجود أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف على المعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف أي المستثمر يبيع ويشتري أي قيمة من السهم مهما صغر حجمها وذلك بيسر وسهولة.

– مع وجود الأعداد الكبيرة من المستثمرين فإن تصرفات أي منهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.

– إتصاف المستثمرين بالرشد، ومن ثم فإنهم يتجهون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء إستقلال قراراتهم.

2.2.الكفاءة الإقتصادية للسوق

يفترض في الكفاءة الإقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى أيضا إلى تعظيم المنفعة، وأنه يسعى إلى الحصول على المعلومات التي تساعده في تحقيق هذا الهدف، وفي ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أو بمعنى أخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وإنعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق، ويعني هذا بناء على ما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الإسمية لبعض الوقت وتتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن[3].

وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية الكفئة تخضع لما يسمى بظاهرة الحركة العشوائية التي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية إرتفاعاً أو إنخفاضاً، وبذلك فإنه إستناداً إلى مفهوم الكفاءة الإقتصادية، فإن السوق الكفء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق إستجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية، وبصفة عامة فإن الكفاءة في سوق رأس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة.

[1] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996 ، ص39.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص240-241.

[3] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص497.

يتميز السوق المالي الكفء بمجموعة من السمات منها [1]:

– أن تكون كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكلفة زهيدة أو بدون تكلفة على الإطلاق.

– أن تكون هذه المعلومات منتشرة بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين.

– وجود عدد كاف من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء على نتائج هذا التحليل، بحيث ينعكس ذلك على أسعار الأوراق المالية.

– توافر عدد كبير من البائعين والمشترين، وأن لا تكون هناك قيود على دخول السوق والخروج منه.

– ليس هناك بائع واحد أو مشتري واحد يمكنه التحكم في أسعار الأوراق المالية، حيث ترتفع هذه الأسعار أو تنخفض بشكل غير عادي وبما يحقق مصلحة هذا البائع أو ذلك المشتري.

– عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها أي وصولها إلى البائعين والمشترين في نفس الوقت.

3.2.أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية

إن من أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية تتمثل في[2]:

– التأخير في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين وإعتمادهم على مصادر أخرى وأسرع.

– عدم كفاية المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على إتخاذ قرارات إستثمارية رشيدة.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتضمن السوق الكفء تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق ذلك السوق هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوفر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

1.كفاءة التسعير

[1] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص239-240.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص27.

يطلق على كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية"، ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل من أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفئة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين[1].

2. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية"، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب ودون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيها، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية [2].

ومن ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل، ومن ثمة خفض تكاليف المعاملات أهمها[3]:

– السماح للشركات في أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم إنخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد إستخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1970 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية.

– جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات، وينشط التداول في السوق.

– من خلال القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الإختلاف الواضح بين العرض والطلب.

المطلب الثالث: الصور المختلفة للسوق الكفئة

[1] صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد7، 2009-2010، ص186.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997 ، ص ص501-502.

[3] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص156.

كما سلف الذكر، فإن كفاءة السوق تعني أن تعكس أسعاره كافة المعلومات المتاحة، غير أن ثمة سؤال يطرح نفسه حول طبيعة وماهية المعلومات المتاحة، للإجابة على هذا السؤال، ثمة ضرورة لتبيان وتوضيح أن الصور المختلفة لفروض كفاءة السوق، وثمة ثلاثة أنواع من صور فروض كفاءة السوق هي:

1.فرض السوق الكفء في شكله الضعيف

يقضي هذا الفرض بإستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية إعتماداً على المعلومات المتاحة في الماضي، حيث ينادي هذا الفرض بأن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم المعاملات السابقة ويرتبط ذلك بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على كفاءة وتطور السوق، وفي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بورود معلومات جديدة، وليس بوجود معلومات تاريخية، ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، فإنه لايمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار، وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة[1].

2.فرض السوق الكفء في شكله شبه القوي

وفقا لذلك الفرض فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم في الماضي كافة المعلومات العامة المتاحة للجمهور، والتي تتمثل في الأتي[2]:

– الأحداث الإقتصادية والسياسية على المستوى العالمي، ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

الظروف الإقتصادية والسياسات الإقتصادية على الصعيد الوطني، وظروف الشركة الداخلية.

– التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

– وفي ظل هذا الشكل من أشكال السوق الكفئة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من هذه المعلومات غير أن الإستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بعد أن يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات، ولا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية وذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغيراً على سعر السهم قبل أن يحلل المستثمر المعلومات التي وصلت إليه.

3.فرض السوق الكفء في شكله القوي

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص 157.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص159.

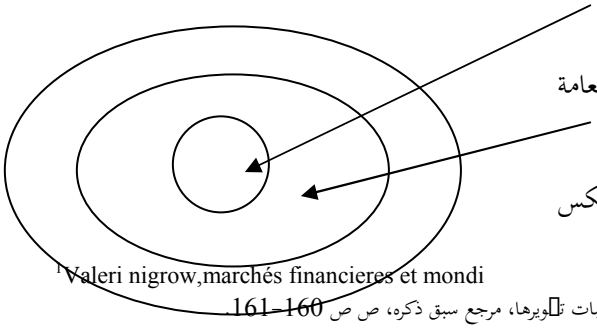
يشير هذا الفرض إلى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك المعلومات الخاصة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، في ظل هذا الفرض يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، وتقضى الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار المعاملين فيها وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، بإختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو إستعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار في السوق، وحتى لوكان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم[1].

ويبدو أنه في الواقع العملي لاتتوفر الظروف اللازمة لتحقيق ذلك الفرض، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول إلى المعلومات الخاصة بالشركة قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية، الأمر الذي يمنحهم أفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية، وفي الولايات المتحدة الأمريكية تضمن قانون بورصة الأوراق المالية الصادر عام 1934 أحكاما تهدف إلى منع ظاهرة إستفادة المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة من المعلومات الخاصة بالشركة لتحقيق أرباح غير عادية، حيث نصت المادة (10ب-5) من القانون السابق الذكر بإلزامهم بإبلاغ لجنة البورصة والأوراق المالية عن معاملاتهم المالية، وفي إستغلالهم لأوضاعهم بالشركة لتحقيق منافع خاصة لهم أو لأقربائهم فإنهم يعتبرون مخالفين للقانون[2].

والشكل رقم (03) يوضح المستويات المختلفة للمعلومات الواردة التي تعكس أسعار الأسهم كمايلي:

- فرض السوق الكفء في شكله الضعيف
- فرض السوق الكفء في شكله شبه القوي
- فرض السوق الكفء في شكله القوي

الشكل رقم (03): المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



[1] Valeri nigrow,marchés financieres et mondi

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص ص 160-161.

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001 ، ص 149.

ويرجع هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتجاً عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما "FAMA" عام 1965 حيث حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط، داو جونز Dow jones، حيث راقب "FAMA "الحركة اليومية للأسعار (30سهم) خلال 5سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق[1].

ومن هذا التقييم لصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية نستنتج أنه لا يوجد دليل على قدرة الفنيين على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يحققه مستثمرين آخرين يتبعون إستراتيجية إشترى وإحتفظ التي لا تتطلب القيام بأي نوع من التحليل وأخيرا الشكل (4) يصور الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوماً ضيقاً للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لهما، هذا بينما تقع صيغة الفرض متوسطة القوة بين الإثنين[2].

فقد أكدت الدراسة التي أجراها (Shawky,1982) وكذلك دراسة كل من (Viet & Cheny,1982) على عدم قدرة هذه المؤسسات على التنبؤ بإتجاه أسعار الأسهم في المستقبل الأمر الذي قد يشير إلى عدم توافر ميزة خاصة لهذه المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وتأسيساً على نتائج الدراسات التجريبية بشأن قدرة كبار العاملين في الشركات على تحيق أرباح غير عادية بما يعني عدم وجود السوق الكفئة في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا قد يعني قدرة المؤسسات المحترفة على تبني إستراتجيات إستثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك[1].

ويوضح الشكل رقم (4) الفروض الثلاثة لدرجة كفاءة سوق الأوراق المالية في أشكالها الثلاثة كمايلي:

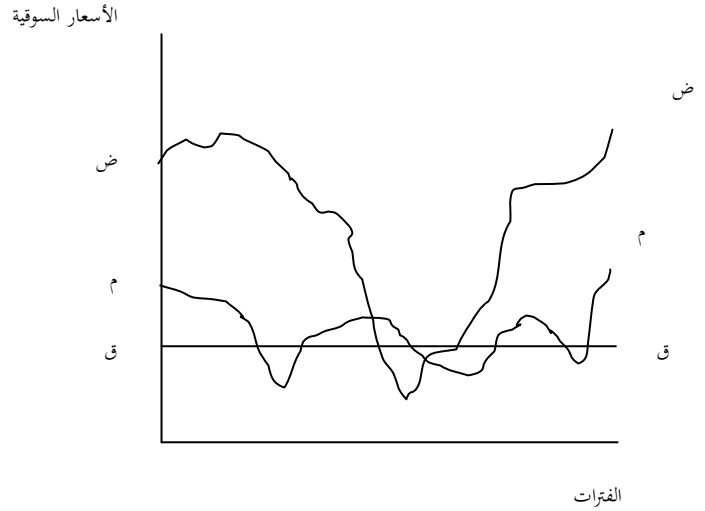
- الشكل الضعيف.
- الشكل شبه القوي.
- الشكل القوي.

الشكل رقم (4): الأشكال المختلفة لكفاءة السوق

[1] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 124.

[2] منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 403.

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص162.



المصدر: عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص163.

ويتضح منه الأتي:

- يمثل الخط (ق ق) السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرض السوق القوي حيث يتساوى السعر الحقيقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلافات.
- يمثل المنحنى (م م) الشكل المتوسط لكفاءة السوق حيث تكون هناك الإختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة .
- يمثل المنحنى (ض ض) الشكل الضعيف لكفاءة السوق حيث تكون الإختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية

إن توافر كل من كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولتها يعتبر من السمات الضرورية والمهمة لنجاح سوق الاوراق المالية، والتي تعتبر أيضاً من الميزات التي يستوجب توافرها في السوق الجيدة لذلك ثمة ضرورة لتوضيح سيولة الأوراق المالية.

1.مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية

إن مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ينصرف إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة[1].

2.خصائص سيولة سوق الأوراق المالية

هناك عدة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة هي[2]:

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص164.

1.2.عمق السوق

تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت حركة التعاملات فيها نشطة، ويتحقق ذلك مع وجود أوامر البيع والشراء بصفة مستمرة للأوراق المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية، وعلى عكس السوق العميقة تتسم السوق الضحلة بعدم إستمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل بين في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يرغب في الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل إنخفاض السعر، وفي حالة زيادة العرض عن الطلب سوف ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر كبيرة قد تجبره على تأجيل البيع، ولاشك أن وجود وسائل إتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من بين أهم متطلبات السوق العميقة، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من إستمرارية التعامل.

2.2.اتساع السوق

تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية ويحقق ذلك الإستقرار النسبي في سعرها ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير يبرره إرتفاع معدل دوران الورقة.

3.2.سرعة إستجابة السوق.

يقصد بخاصية إستجابة السوق القدرة على معالجة أي إختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويتضمن ذلك تدنيه الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها،كما يضمن أيضا عدم إنتظار المشتري المحتمل للأوراق لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل، وتطلب تلك الخاصية (شأنها شأن الخاصيتين السابقتين) توافر وسائل إتصال فعالة في سوق الأوراق المالية، وثمة عدة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات أهمها:

– طرح الأسهم للإكتتاب العام بدلاً من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.

– تسجيل الأوراق المالية بالسوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين بإستمرار على الحصول على المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المالية مقارنة بغيرها.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص ص164-166.

– إصدار الأوراق المالية بقيمة إسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة كبيرة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، وسبب ذلك يرجع إلى تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة المالية ومن ثمة زيادة جاذبيتها لدى المستثمرين، وهذا ما يفسر قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

المبحث الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

يتعرف المستثمر على إتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات السوق أو متوسطات السوق وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة التي تهتم بالنواحي المالية، وتعبر مؤشرات السوق عن إتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين.

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق وإتجاهها.

1. تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

التعريف الأول: يمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لإتجاه السوق ويعكس الإتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم[1].

التعريف الثاني: مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى[2].

من خلال التعريفين السابقين يمكن تقديم مفهوم شامل لمؤشرات أسواق الأوراق المالية على أنها: تقنية وأداة لقياس تطور أسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة.

2.استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية كجهاز لقياس درجة تطور الإقتصاد والقطاعات المكونة له بدرجة بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الإقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى إنحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية، ونظرا لإختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى إختلافات إهتمامات الأطراف

المستخدمة لهذه المؤشرات، ونظرًا للدور الذي تؤديه مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الإقتصاد بصفة عامة وهو ما يستوجب الوقوف عند أهم إستخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية وعليه، ومن بين تلك الإستخدامات نذكر:

– متابعة أداء ا لمافظ الإستثمارية المالية: يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الإستثمارية المالية المنوعة تنويعًا جيدًا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الإستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة إستثمارات تكافئ محفظة الإستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر، ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل(مؤشر ستاندر أند بور) لشركات المنافع العامة ومؤشر (داو جونز) لشركات النقل وفي هذه الحالة لا يجب الإعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الإستثمارات التي تشتمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل[1].

---

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص251.

[2] P. Topscalian, Les indices boursières sur action, Edition, Economica, Paris, 1996, p 09

[1] أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية،الدار الجامعية، مصر ، 1998، ص ص233-234

– التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الإنحدار والإرتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الإستثماري في ترشيد عملية إتخاذ القرار.

بالإضافة إلى الإستخدامات التي تم ذكرها يمكن إضافة الإستخدامات الآتية [2].

– الحكم على أداء المديرين: وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيًا يعادل تقريبًا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزامًا عليه أن يحقق عائدًا جيدًا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

– التنبؤ بالحالة الإقتصادية: يشير بعض الباحثين في الإقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مسبقا بما سيكون عليه حال السوق قي المستقبل، وهذا من شأنه إتخاذ القرار الإستثماري السليم.

– يمكن المستثمرين من مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية ويؤدي ذلك إلى تحديد إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة[1].

المطلب الثاني: أهمية إستخدام مؤشرات البورصة

تظهر أهمية إستخدام المؤشرات في البورصة في الشراء والبيع والتداول وذلك للأسباب الآتية:[2]

1.تعرف المستثمرين والخبراء بالحركة الكلية للسوق والأوراق المالية بجميع أنواعها، فالمؤشر يعبر عن واقع البورصة صعودًا وهبوطًا ما يساعد المستثمر ومدير محافظ الأوراق المالية على قياس التوقعات الخاصة بكل نوع من الأوراق المالية وإتخاذ قرار البيع أو الشراء في الوقت المناسب وتسهيل قرار الإستثمار الكفء.

2.إعطاء المستثمرين قاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق تشكل الأساس لقرارات الإستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة وتحديد كفاءة مدير الإستثمار الذي يدير إستثماراتهم وإتخاذ قرار بالإستمرار معه أم لا.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص247.

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 252.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره،2007،ص ص 137-138.

3.التقييم الحقيقي للإستثمارات، يمكن إستخدام مؤشرات البورصة في معرفة التقييم الحقيقي للإستثمارات من خلال عمليات المقارنة من خلال سلاسل زمنية ويمكن كذلك للمؤسسات من تحديد طبيعة العمليات التي يجب أن تتغير.

4.تقييم أداء الأوراق المالية المختلفة، يساعد إستخدام المؤشرات على تقييم أداء الأوراق المالية صعودًا وهبوطًا ومن هنا يجب أن يكون المؤشر واقعيًا ويعبر عن واقع التغيرات الفورية الحادثة في البورصة وهذا يساهم بالتالي في عملية التقييم الاقتصادي لأصول الشركة.

5.مساعدة المستثمرين في تغ□ية مخاطر إستثماراتهم، حيث يلخص الأداء المتكامل للبورصة سواء للأوراق المالية أو عقود المستقبليات أو عمليات المضاربة، فالمؤشر في تلك السوق يعكس إختيار السوق ويلخص المعلومات المهمة التي يرغب في معرفتها المتعاملون سواء المستثمرون أو الخبراء.

6.يعتبر المؤشر إنذارا مبكراً للدولة والمؤسسات المالية والتي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية وإقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في السوق المالي للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الإنهيار المتوقع للسوق المالي وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية.

المطلب الثالث: أساليب بناء مؤشرات السوق

يوجد العديد من الأساليب لبناء مؤشرات السوق أو ق□اعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب ما يلي:

1.المؤشرات المبنية على أساس القيمة[1]:

إن مدخل الأوزان حسب القيمة نجده يع□ي وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية، يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

ويوضح الجدول الأتي مثالاً ل□ريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة كمايلي:

السهم	ن	س1	ق1	س2	ق2
أ	60	50	3000	80	4800
ب	70	40	2800	50	3500

[1] منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص132.

ج	120	10	1200	20	2400
قيمة المؤشر			7000		10700

ن: تمثل عدد أسهم المنشأة

س1، س2: تمثلان على التوالي سعر السهم في السنتين الأولى والثانية منذ العمل بالمؤشر.

ق1، ق2: تمثلان القيمة (ن x س) لأسهم المنشأة في السنتين على التوالي.

متوسط العائد على المؤشر تساوي (ق2- ق1)/ ق1

ويكون لدينا: (10700-7000)/7000=0.529 أي: 52.9%

كما يقاس المؤشر على أساس النقلة كما يلي:

$$V = T + \frac{V_{t1} - V_{t0}}{V_{t0}}$$ (قيمة المؤشر)

أساس المؤشر في زمن تكوينه = T

قيمة مؤشر الفترة في النقلة الزمنية = V_{t1}

قيمة المؤشر في فترة البداية = V_{t0}

إن هذه الطريقة لا تخلو من العيوب المتمثلة في التحيز، فبإفتراض أن سهمين قد إرتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشرين رغم إرتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم المنشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

فعلى الرغم من هذه العيوب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندرآندبور، مؤشر Nasdaq نازداك، مؤشر الفينانشل تاميز، مؤشر CAC 40 مؤشر كولس، إلى غير ذلك.

2.المؤشرات المبنية على أساس السعر(الترجيح بدلالة السعر)[1]:

يعتبر سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشاة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم بالنسبة إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر (العينة أو المحفظة) ، ويوضح المثال الأتي طريقة حساب القيمة المطلقة للمؤشر ومن ثم حساب متوسط العائد على المؤشر.

مثال: مؤشر إفتراضي متكون من ثلاثة أوراق مالية أ، ب، ج كما يوضحه الجدول في نهاية الفترتين الزمنيتين (1، 2)، المطلوب حساب القيمة المطلقة ومتوسط العائد مابين الفترتين (1، 2) بإسلوب الترجيح بواسطة السعر، ويوصح الجدول الأتي مثالا لطريقة حساب المؤشر على أساس الترجيح بواسطة السعركمايلي:

[1] محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، مؤسسات،أوراق، بورصات، مرجع سبق ذكره، ص303.

الورقة المالية	ق1	ق2	معدل تغير السعر
أ	80	128	%60
ب	50	62.5	%25
ج	10	20	%100

القيمة المثلقة للمؤشر للفترة الأولى: (80+50+10)=140

القيمة المثلقة للمؤشر للفترة الثانية: (128+62.5+20)=210.5

القيمة المتوسطة للفترة الأولى: $\frac{140}{3} = 46.66$

القيمة المتوسطة للفترة الثانية: $\frac{210.5}{3} = 70.16$

متوسط العائد على المؤشر بين الفترتين(1،2) = (القيمة المثلقة للمؤشر للفترة الثانية – القيمة المثلقة للمؤشر للفترة الأولى)/ القيمة المثلقة للمؤشر للفترة الأولى

وبالتالي يكون معدل العائد على المؤشر بين الفترتين (1، 2)$=\frac{140-210.5}{140}*100$

$=50.3\ \%$

ومن أهم السلبيات التي تؤخذ عل أسلوب الترجيح بواسطة السعر التحيز النسبي لصالح الأسهم ذات الأسعار المرتفعة، ونجد من أكبر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داو جونز Dow Jones، ومؤشر نيكي Nekkei 250.

3. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية[1]:

أما مدخل الأوزان المتساوية فإنه يعطي قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها المنشأة بسهم واحد فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشأة أ، ب، ج بسعر 50، 40، 10 على التوالي، ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية حيث الكمية الوهمية من السهم (أ) = $\frac{1}{50}$ = 0.02، ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر x الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد $\left(\frac{1}{50}\times 50\right)$، أما بالنسبة (ب) = 0.025 $\left(\frac{1}{40}\right)$ وبالنسبة (ج) = 0.1 $\left(\frac{1}{10}\right)$

والمثال التالي يوضح ذلك:

السهم	س	ك	و1	س2	و2	ع
أ	50	0.02	1	80	1.60	0.60
ب	40	0.025	1	50	1.25	0.25

[1] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص253.

ج	10	0.1	1	20	2	1.0
قيمة المؤشر			3		4.85	

متوسط عائد المؤشر=(و2- و1)/ و1

وتساوي (4.85-3)/3=0.617

متوسط عائد الأسهم الفردية يساوي مجموع الكميات الوهمية

متوسط عائد الأسهم الفردية: (0.60+0.25+1.0)/3=0.617

س1، س2: سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

ك: الكمية الوهمية المحسوبة.

و1، و2: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر = س x ك.

ع: عائد السهم أي قيمة و2مروحاً منها قيمة و1.

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان النسبة يعزل فكرة التحيز للأسعار ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس إتجاهًا حقيقيًا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب عليه من ناحية أخرى أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم إحتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.

المطلب الرابع: بعض أنواع المؤشرات بورصات الأوراق المالية الشائعة الاستخدام

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر وفي هذا الصدد هناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وذلك بحساب المتوسط الحسابي وعدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي، ويمكن تقسيم المؤشرات إلى مجموعتين رئيسيتين: مؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها المنشأة.

ومن أهم المؤشرات شائعة الاستخدام ما يلي:

1.مؤشر كاك 40 (CAC 40)[1]:

مؤشر كاك 40 أنشأ في جوان 1988، وهو مكون من عينة لأربعين قيمة مسعرة في البورصة الفرنسية مختارة من بين أول قيم سوقية، والمؤشر كاك 40 مرجح بالأوزان حسب القيمة السوقية الكلية لكل منشأة بطريقة يعطى فيها وزن مهم لكل المنشأة الكبيرة، حتى يتم إزالة إحتمال تذبذبات في المؤسسات الصغيرة وغير تمثيلية(non représentative) للإتجاه العام.

وأساس المؤشر هو 10 في 1987/12/31 وفي 1996/12/31 كانت قيمته 2315.33 نقطة تمثل صعودا قدره 131.5% منذ إنشاءه، أين حقق أرباح ارتفعت إلى 29.5% وفي عام 1998 أين حقق ربح قدره

[1]JacquesTeulié,Patrick.Topsacalain,Finance, 2ème édition, Paris ,1997, p213.

31.5% مردودية تماثل تلك المحققة بالأسواق المالية الكبيرة، ورغم الأزمة المالية لسنة 1998 بالبلدان الأسيوية لم تمنع المؤشر من بلوغ أرقام قياسية من جديد، علاوة على ذلك القيم السوقية الجديدة للمؤشر يتم حسابها ونشرها بفترات منتظمة قدرها 30 ثانية، بين 9^h إلى 17.30^h.

في سبتمبر 1999 القيم التالية المحسوبة في مؤشر كاك 40 تمثل المنشآت التالية:

Danone, Lyonnais, BNP, AXA, Alcatel, Air Liquide, AGF, Accor, France telecom, Eridama Beghin-say, Equant, Elf aquitaire, Dexia, sanofi, Saint-Gobain, Rhôme-polenc, Renault, lagardère, la foge, Suez-lyonnaise des eaux, Sodextio alliance, St microélectronic, Schriader, carre four, Casino, Canal +, Valeo et vivendi, Total final, CSF, Thomson.

كاك 40 وضع كأداة لقياس حركة السوق، ويلعب أيضاً دور مهم في ترقية القيم التي تكونه.

2.مؤشر SBF (120)[1]:

أنشأ في سبتمبر 1993 يحتوي على 120 قيمة فرنسية (كاك 40 + 80 قيمة الأكثر سيولة في البورصة)، وبذلك يسمح بمتابعة أفضل لمردودية السوق.

ومؤشر SBF 120 محسوب باستمرار كل 30 ثانية، حيث أن نفس المجلس الذي باشر في الاختيار هو نفسه الذي يقوم بمراجعته كل 03 شهور على أربع معايير أساسية، مبلغ رأس المال المتبادل، عدد المعاملات اليومية، معدل الدورات اليومي، الانحراف بين أفضل عرض وأفضل طلب، طريقة حساب المؤشر هي نفسها المستخدمة في كاك 40، وأساس المؤشر هو 1000 نقطة في 1990/12/31، بالإضافة إلى SBF 120، هناك 250 SBF، SBF 80.

3. مؤشر الألماني DAX Index[2]:

مؤشر DAX لبورصة الأوراق المالية الألمانية وهو مؤشر لأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة والادارة والخبرة الكبيرة، ويحسب التغيرات كل 15 ثانية من 9^h إلى 18^h ، وهو يحتوي على 30شركة قوية في البورصة الالمانية.

4. مؤشر Average slock. Nikkei:

مؤشر Nikkei يرتكز على 225 قيمة أكثر نشاطاً في بورصة طوكيو ويحسب على أساس متوسط سعر مثل مؤشر Dow-jones قد أنشأ في 1950 بالتعاون مع Dow-jones بعرض تجربته في مادة المؤشرات، وهناك مؤشر آخرهو Nikkei 300 الذي يضم 300 قيمة بالأوزان بالقيم السوقية[3].

[1] Didier Vitra, Tout savoir sur la bourse, Edition ,2002/2003, Paris, p 582.

[2] أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص136.

[3] Didier Vitra , tout savoir sur la bourse , op.cit, p 586.

5. مؤشر Case 50 لسوق المال في مصر[4]:

يشير مؤشر Case 50 إلى مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية المكون من 50 سهماً من أسهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية وأحد المؤشرات التي بدأت البورصة المصرية في استخدامها ويتضمن مؤشر Case 50 أفضل 50 شركة تتداول أسهمها في البورصة من حيث السيولة ومستوى النشاط، ويحسب مؤشر Case 50 باستخدام فكرة الترجيح للقيمة الرأسمالية للسوق، حيث تشير القيمة الرأسمالية للسوق إلى مجموع عدد الأسهم المكونة للمؤشر في سعر الإقفال لهذه الأسهم.

6. مؤشر داوجونز "Dawjons Index":

وهو مؤشر يصدر لمتابعة سلوك البورصة ويتكون من أوراق 30شركة ويقيس مستو ى أسعار أسهم 30شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك، وهذه الشركات تعتبر من أعظم وأقوى الشركات الأمريكية وهو من أقدم الشركات، وعمره105سنة، وتنشر الأرقام القياسية(لداوجونز) صباح كل يوم اثنين في جريدة Wall Street.

7. مؤشر نازداك Nazdaq [1]:

يقيس مرد ودية القيم التكنولوجية، ويتكون أساساً من أقوى القيم نمواً مثل الاتصالات الهاتف الأنترنيت الإعلام الأليالخ، إنه يقارب 5000 قيمة أين 10% ليست أمريكية، قد أنشأ هذا المؤشر في 5 فيفري 1971 بأساس 100 ومرجح بالأوزان بالقيمة Capitalisation boursière.

8. مؤشر كولس Cowles index:

في عام 1949 قدم "ألفريد كولس" مؤشر" كولس"، والذي إستخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعاء وزن لكل سهم بناءاً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي إستخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي[2].

9.مؤشر ستاندرز اندبورز 500 (S&P500):

يعتبر أحد أهم المؤشرات التي تحسب على أساس القيمة السوقية، ويشمل هذا المؤشر أسهم 500شركة، منها 300شركة صناعية، 40شركة منفعة عامة، 20شركة نقل، 40مؤسسة مالية، ويتم احتساب قيمة هذا المؤشر بضرب سعر كل سهم في العدد المتداول منه وصولا إلى القيمة السوقية للكمية المتداولة منه، ويتم تجميع الناتج لجميع أسهم المؤشر، والتي يتم قسمتها على القيمة السوقية في سنة الأساس ويضرب الناتج في 10فنحصل على قيمة المؤشر[3].

---

[4] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين نظرية والتبيق، مرجع سبق ذكره، ص266.

[1] منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص142.

[2] محمود صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين نظرية والتبيق، مرجع سبق ذكره، ص253.

[3] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتلبات تويرها، مرجع سبق ذكره، ص117.

وبعد عرض لأهم المؤشرات المختلفة لبورصات الأوراق المالية الموجودة في أوروبا وأمريكا وكذلك مؤشر البورصة المصرية فإنه توجد مؤشرات أخرى منها ما هو حديث النشأة، وبالرغم من ذلك تبقى المؤشرات سالفة الذكر الأهم وأكثر شيوعاً.

خلاصة الفصل الأول

السوق المالي هو مجموعة من المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال (المشروعات) لفترة من الوقت عبر الوسطاء الماليين.

ويشمل السوق المالي على سوق النقد، وتهتم مؤسساته بالإستثمار والإئتمان قصير الأجل (المصارف التجارية، مؤسسات الإدخار والإقراض...إلخ)، وسوق رأس المال ويهتم بالمعاملات ذات الأجل المتوسط والطويل (وكلاء الإستثمار، شركات التأمين) ويشمل سوق الأوراق المالية ويتعامل في الأوراق المالية، وسوق أخر يتعامل في غير الأوراق المالية (بنوك الإستثمار، شركات التأمين على الحياة،..الخ)

والسوق المالي هي سوق لها وجهان هما: السوق الأولي (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول)، والسوق الثانوي تنقسم إلى سوق منظمة وغير منظمة، فإذا كانت منظمة إتخذت مايسمى بالبورصة وهي المكان الذي تتداول فيه الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل والتي تتوفر فيها بعض الشروط...إلخ، وتكون السوق غير منظمة إذا لم توجد بورصة حيث يتم التعامل بين الأفراد والمصارف أو سماسرة الأوراق المالية.

وتمثل الأوراق المالية السلعة الوحيدة التي يتم التعامل(التداول) بها في أسواق الأوراق المالية، ولكن لاستطيع المستثمر إتخاذ القرار السليم في شأن التعامل في الأوراق المالية إلا بعد أن تتوفر لديه المعلومات الكافية المحتمل تأثيرها على القيمة السوقية للأوراق المالية.

تكون سوق الأوراق المالية كفئة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات الواردة في سوق الأوراق المالية ومن الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق الأوراق نجد سيادة المنافسة التامة في السوق، وتوفر المعلومات عن الأوراق المالية لكافة المتعاملين في السوق، وأن تصل هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة ممكنة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

وتعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركتة وتطوره مستقبلا، إذ أن هنالك عدة مؤشرات تحسب كل يوم، كل ساعة أو كل دقيقة، مما يتيح لنا إتباع تطور سوق البورصة في قطاع معين وخلال فترة زمنية معينة.

تمهيد:

شهد الربع الأخير من القرن العشرين وفي العقد الأخير على وجه الخصوص بزوغ العديد من المتغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة حيث تحول الإقتصاد العالمي من أطراف مترامية إلى قرية صغيرة متناسقة بحكم ثورة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فأصبح هناك سوق واحد لا يقتصر الفاعلون فيه على الدول والحكومات بل إنظم إليهم العديد من المنظمات العالمية والشركات متعددة الجنسيات، وبزوغ ظاهرة التكتلات الإقتصادية العملاقة التي يسعى كل منها إلى إقتناص الفرص ومواجهة التحديات بإزالة جميع القيود وتحرير المعاملات في ظل نظام إقتصاد السوق.

وقد أفضت هذه التغيرات في النظام الإقتصادي العالمي إلى شيوع مفهوم جديد هو مفهوم العولمة، والذي يصعب تحديده لسعة نطاقه، ولا يزال يثير هذا المفهوم الجديد للإقتصاد العالمي جدلاً واسعاً حول تحديد مفهومه وأثاره وأبعاده في إطار تزايد نمو الأسواق المالية العالمية، وتحركات الأسعار والتغييرات في حجم ونوعية الإنتاج والخدمات، وتوجهات التجارة الخارجية من قبل المؤسسات العالمية، وتحركات رؤوس الأموال قصد المضاربة، وبناء على كل ما تم ذكره فقدc إنتشرت العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والخدماتية.

وعلى هذا الأساس سنحاول في هذا الفصل أن نتطرق إلى نشأة ظاهرة العولمة وتطورها والأسباب التي أدت إلى نشوئها، ثم نتحدث عن مفهوم العولمة من خلال إعطاء التعاريف المختلفة لها وأنواعها وخصائصها والقوى المحركة لها، ثم نتحدث عن أنواع العولمة الإقتصادية وأدواتها ومؤسساتها، وعن عولمة أسواق الأوراق المالية والعوامل المساعدة على عولمتها، وسنتحدث عن أثار العولمة ومخاطرها والمشاكل التي تطرحها على الأسواق المالية وعلى أسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، وفي الأخير إلى الأزمات المالية من خلال أنواعها وأسبابها بالإضافة إلى بعض الحالات عن أزمات الأسواق المالية وسياسات مواجهتها كما يلي:

المبحث الأول: الإطار العام للعولمة الإقتصادية

المبحث الثاني: ماهية العولمة المالية

المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية

المبحث الرابع: أزمات الأسواق المالية

المبحث الأول: الإطار العام للعولمة الاقتصادية

العولمة ظاهرة عالمية جديدة قديمة، حيث صاغها الغربيون على أنها عبارة عن النظام العالمي الجديد الذي يرمي إلى تكثيف العلاقات الدولية بالتخلي عن القيود التي تحد من حرية إنتقال السلع والخدمات مما يؤدي إلى زيادة التكامل بين دول العالم بما يرضي ويخدم مصالح القوة الوحيدة في العالم، فقد شهد العقد الأخير من القرن العشرين مجموعة من التحولات الإقتصادية والإجتماعية والسياسية أدت إلى بروز ظاهرة العولمة التي يصعب تحديد مفهوم دقيق وشامل لها وكذا تحديد أثارها وكيفية عملها والإتجاه الذي تسير فيه.

المطلب الأول: ماهية العولمة

يظهر مفهوم العولمة في أدبيات العلوم الإجتماعية كظاهرة لتوصيف عمليات التغيير في المجالات مختلفة، وظاهرة العولمة هي عملية مستمرة يمكن ملاحظتها بإستخدام مؤشرات كمية وكيفية في مجالات السياسة والإقتصاد والثقافة والإتصال.

1.مفهوم العولمة

العولمة لغة: تعني تعميم الشيء وتوسيع دائرته ليشمل العالم كله، ويقال عولم الشيء أي جعله عالميا وزيادة كثافة التفاعلات والعلاقات فيما بين الدول على المستوى العالمي[1].

كما جرى تداول كلمات أخرى في الدول العربية إلى جانب العولمة منها: الكوكبة، والكونية، والكوننة، ومع ذلك فإن لفظ العولمة هو الغالب على غيره من الألفاظ الأخرى، وهو أكثر الألفاظ المتداولة حاليا[2].

العولمة اصطلاحا: يقصد بالعولمة إزالة الحدود الإقتصادية والعلمية والمعرفية بين الدول، ليصبح العالم أشبه بسوق موحدة كبيرة يضم عدة أسواق ذات خصائص ومواصفات تعكس خصوصية أقاليمها، كما تعكس المتطلبات التي يفرضها التكامل الإقتصادي العالمي [3].

لهذا يمكن فهم العولمة بأنها مفهوما مركبا أي أنها تشتمل على أبعاد سياسية وإقتصادية وإجتماعية...إلخ، وهي العملية التي يتم بمقتضاها إلغاء الحواجز والقيود بين الدول والشعوب وجعلها مجتمعا عالميا واحدا، وبالتالي تغير الأنماط والنظم الإقتصادية والثقافية والإجتماعية في إطار تدويل النظام الرأسمالي[4].

وفي هذا النطاق فإن مفهوم العولمة يتحدد بأنها توصيف لعمليات التغيير السريعة التي يشهدها العالم في مختلف المجالات السياسية والإقتصادية والإجتماعية والمالية والثقافية...إلخ، وهي تجتمع على مغزى واحد هو أن العولمة زيادة التفاعل والمبادلات والإندماج بين أنشطة المجتمعات المختلفة وخاصة الإقتصادية منها، وتشير العولمة إلى شيئين هما: إنكماش العالم، وزيادة الوعي بالعالم ككل.

2.نشأة ومراحل تطور ظاهرة العولمة

[1] ممدوح محمود منصور، العولمة، دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص11.

[2] عبد الرشيد عبد الحافظ، الآثار السلبية للعولمة على الوطن العربي وسبل مواجهتها، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الأولى، 2005، ص 8.

[3] ناصر دادي عدون، شعيب شنوف، الحركية الاقتصادية في الدول النامية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص78.

[4] رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على إقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي، "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، أيام20-21نوفمبر2006، ص3.

يمكن القول بأن للعولمة تاريخا قديما، فهي ليست نتاج العقود الماضية التي إزدهر فيها مفهوم العولمة وذاع وإنتشر وأصبح أحد المفاهيم الرئيسية لتحليل الظواهر المتعددة التي تنطوي عليها العولمة في السياسة والإقتصاد والإجتماع والثقافة وقد ساعد التقدم العلمي والتكنولوجي على الإنتشار السريع للعولمة، ويرى الكثير من الباحثون أن الجذور التاريخية لظاهرة العولمة تعود إلى فترة الإكتشافات الجغرافية في نهاية القرن الخامس عشر، وبروز الرأسمالية في أوربا الغربية، وظهور الدولة الوطنية في القرن السادس عشر، ثم دخول عصر الروح التجارية الذي نشأ فيه نظام إقتصادي يهدف إلى زيادة ثروة الدولة عن طريق التدخل الحكومي والإحتكارات التجارية الخارجية، وإرساء نظرية الحماية التجارية[1].لكن كل هذه المعطيات تعزز لإمبريالية الدولة القومية على خلاف ما تفعله الدولة من تجاوزات ولتدخلها في الحياة الإقتصادية للدول.

لكن إستحضار التاريخ الإنساني يبين أنه حافل بتحركات نحو العولمة في مختلف عصوره، وذلك لرغبة الإنسان في السعي على سطح الأرض إستجابة لدعوة خالقه سبحانه وتعالى، حيث أمره أن يمشي في مناكب الأرض، وقد برز هذا التوجه في مختلف الحضارات لكن سعيها كان إمبراطوريا.

وقد كان العرب والمسلمون هم المبادرون الأوائل في تطوير أنظمة المتاجرة عبر الدول، وقد كان هذا الأمر مرنا لأنه يحتاج إلى بنية تحتية طبيعية، ولم يستوجب تركيزا لرأس المال حيث كان يدير الحركة التجارية عشرات الآلاف من صغار التجار وكان نظام المتاجرة عبر البلدان هو الأساس لإزدهار وثراء الوطن العربي حتى عام 1600ميلادي[2].

وإذا حاولنا معرفة مراحل تطور ظاهرة العولمة المعروفة حاليا، يمكن الإعتماد على نموذج "روبرتسون"، والذي صاغه بالإعتماد على مجموعة من الإعتبارات أولها تعقبه للبعد الزمني الذي أوصلنا إلى هذه الوضعية الراهنة، والتي تتم بدرجة عالية من الكثافة الكونية والتقييد وقام بتقسيم النموذج إلى خمس مراحل كما يلي[3]:

– المرحلة الأولى (المرحلة الجنينية):

بإعتبار أن العولمة مثلها مثل الكائن الحي لا بد من أن تمر بمرحلة تكوين جنينية، مرحلة يكون فيها المصطلح محل مراجعة، تفاوض ونقاش، إقناع وإقتناع، مد وجزر، إمتداد وإنحصار، ويمكن القول أن المرحلة الجنينية للعولمة ترجع جذورها إلى فتوحات الفراعنة القدماء سواء في رحلاتهم إلى بلاد الصومال أو إلى بلاد الفينيقيين...الخ، أما البعض الآخر فيؤكدون أن مصطلح العولمة تطور ليتزامن مع تشكل الإمبراطوريات الكبرى، وما أكثرها عبر التاريخ، أما "روبرتسون" فيؤكد أن هذه المرحلة إستمرت في أوروبا، من أوائل القرن الخامس عشر حتى منتصف

[1] أحمد صدقي الدجاني، العولمة رؤية تحليلية لواقع الظاهرة ومستقبلها، ندوة العولمة وآثرها في المجتمع والدولة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتجية، الطبعة الأولى،2001، ص ص 22-23.

[2] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجية مواجهتها، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، 2008، ص 30.

[3] يحياوي سمير، العولمة وتأثيرها على الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)،جامعة الجزائر، 2004-2005، ص ص4-6.

القرن الثامن عشر، وشهدت هذه المرحلة نمو المجتمعات القومية وإضعاف القيود التي كانت سائدة في القرون الوسطى، كما تعمقت الأفكار الخاصة الفرد والإنسانية.

– المرحلة الثانية (مرحلة النشوء):

إستمرت في أوروبا من منتصف القرن الثامن عشر حتى عام 1870 وما بعده، وقد حدث تحول حاد في فكرة الدولة المتجانسة الموحدة، وأخذت تتطور المفاهيم الخاصة بالعلاقات الدولية وبالأفراد بإعتبارهم مواطنين لهم أوضاع مقننة في الدولة، ونشأ مفهوم أكثر تحديدا للإنسانية، وإزدادت الإتفاقيات الدولية ونشأت المؤسسات المتعلقة بتنظيم العلاقات والإتصالات بين الدول، وبدأت مشكلة قبول المجتمعات غير الأوربية في المجتمع الدولي وبدأ الإهتمام أكثر فأكثر بموضوع الوطنية والعالمية.

– المرحلة الثالثة (مرحلة الانطلاق):

إستمرت هذه المرحلة من سنة 1870 حتى العشرينيات من القرن العشرين، وظهرت مفاهيم كونية مثل المجتمع ومفاهيم تتعلق بالهويات والوطنية وبالفردية، وتم إدماج عدد من البلدان والمجتمعات غير الأوربية في المجتمع الدولي، وبدأت عملية الصياغة الدولية للأفكار الخاصة بالإنسانية ومحاولة تطبيقها، وحدث تطور هائل في عدد وسرعة الأشكال الكونية للإتصال، وتمت المنافسات الكونية كالألعاب الأولمبية، وجوائز نوبل، وتم تطبيق فكرة الزمن العالمي، ووقفت في هذه المرحلة الحرب العالمية الأولى ونشأت عصبة الأمم.

–المرحلة الرابعة (مرحلة الصراع من أجل الهيمنة):

إستمرت هذه المرحلة من العشرينيات من القرن العشرين حتى منتصف الستينيات من نفس القرن، وبدأت الخلافات والحروب الفكرية حول المصطلحات الناشئة الخاصة بظاهرة العولمة، والتي بدأت في مرحلة الانطلاق، ونشأت صراعات كونية حول صور الحياة وأشكالها المختلفة، وقد تم التركيز على الموضوعات الإنسانية بحكم الحوادث التي تمت كإلقاء القنبلة الذرية على اليابان وبروز هيئة الأمم المتحدة مكان عصبة الأمم، وفي هذه المرحلة وقعت الأزمة العالمية سنة 1929 ثم إندلعت الحرب العالمية الثانية، وبعدها نشوب الحرب الباردة بين الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد السوفياتي، وقد تم إنشاء في هذه المرحلة البنك العالمي للإنشاء والتعمير وصندوق النقد الدولي، والإتفاقية العامة للتعريفة الجمركية.

– المرحلة الخامسة (مرحلة عدم اليقين):

بدأت منذ الستينيات وهي مستمرة حتى اليوم، حيث جرى دمج دول العالم الثالث في المجتمع العالمي، وتصاعد الوعي الكوني، وحدث أول هبوط على القمر، وتعمقت القيم ما بعد المادية وشهدت المرحلة نهاية الحرب الباردة، وشيوع الأسلحة الذرية وإزداد إلى حد كبير عدد المؤسسات العالمية والحركات العالمية وأهمها القطب الثالث في النظام الإقتصادي العالمي وهي المنظمة العالمية للتجارة مكان الإتفاقية العامة للتعريفة الجمركية، وتواجه المجتمعات الإنسانية اليوم مشكلة تعدد الثقافات وتعدد السلالات والأجناس داخل المجتمع نفسه، وأصبحت المفاهيم الخاصة بالأفراد أكثر تعقيدا، من خلال الإعتبارات الخاصة بالجنس والسلالة، وظهرت حركة حقوق الإنسان المدنية،

وأصبح النظام الدولي أكثر ديناميكية، وإنتهى نظام ثنائي القطبية، وإزداد الإهتمام في هذه المرحلة بموضوع المجتمع المدني العالمي والمواطنة العالمية، وتم تدعيم نظم الإعلام والإتصالات.

كما يمكن إضافة مرحلة جديدة إلى ما سبق وهي مرحلة الهيمنة والتي بدأت مع بداية القرن الحادي والعشرين والذي شهدت بدايته في عام 2001 أحداث الحادي عشر من سبتمبر وإتخاذ الولايات المتحدة الأمريكية الولايات المتحدة الأمريكية لهذه الأحداث ذريعة للسيطرة والهيمنة على العالم سياسيا واقتصادياً وعسكرياً بالتحالف مع بريطانيا مما جعل البعض يطلق على هذه المرحلة " بالأمركة"، بمعنى فرض الإدارة الأمريكية على المجتمع الدولي وتسخير الأمم المتحدة ومجلس الأمن بصفة خاصة لخدمة الأغراض الأمريكية، وكذلك الإستعانة بالمنظمات الأخرى التابعة للأمم المتحدة والمؤسسات ذات الطبيعة الدولية لتحقيق السيطرة الإقتصادية الأمريكية على العالم وتعميق التبعية التجارية والإقتصادية والمالية للولايات المتحدة الأمريكية، وسيطرة الدولار الأمريكي على كافة المعاملات المصرفية في تسوية المدفوعات، وتسخير شبكة المعلومات الأمريكية الدولية لتعميق التبعية في كافة المجالات الإقتصادية والإجتماعية[1].

3.خصائص العولمة

تتمتع العولمة بأشكالها المختلفة بمجموعة من الخصائص يمكن حصرها كما يلي[2]:

– حرية التجارة الخارجية من خلال حرية إنتقال السلع ورأس المال والإستثمار وعوامل الإنتاج عبر الحدود دون عوائق أو حواجز تعرقل هذه العملية.

– سيادة أليه السوق، حيث تسعى الدول على إكتساب القدرات التنافسية من خلال الإستفادة من الثورة التكنولوجية وثورة الإتصالات والمواصلات والمعلومات بشكل يدعم عملية الإنتاج بأقل تكلفة وأحسن جودة.

– تزايد التوجه نحو الإعتماد الإقتصادي المتبادل نتيجة عن ما أسفرت عليه الحقبة الأخيرة من القرن العشرين من تحولات من خلال إتفاقية تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية إنتقال رؤوس الأموال الدولية في ظل وجود الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي جعلت من العالم قرية صغيرة مترابطة الأجزاء، وقد ترتب على زيادة الإعتماد الإقتصادي المتبادل ظهور أثار عديدة تتمثل في زيادة التعرض للصدمات الإقتصادية الوافدة من الخارج وسرعة إنتقالها إيجابية كانت أم سلبية من ركن لأخر من أركان الإقتصاد العالمي، مع تزايد أهمية التجارة الدولية كعامل من عوامل تحديد النمو في البلدان المتخلفة، وزيادة درجة التنافسية في الإقتصاد العالمي ووجود أنماط جديدة تخص تقسيم العمل الدولي الذي تصبح من خلاله كل دولة قادرة على أن تستقل بمفردها في إنتاج معين يدعم عملية التخصيص.

– تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات بمختلف أنواعها كالشركات العابرة للقارات والشركات العالمية النشاط من خلال الإستثمار الأجنبي المباشر ونقل التكنولوجيا.

---

[1] حمدي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة، إداري، تجاري، سياسي، عسكري، منهج نظري وعملي، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008 ، ص 138.

[2] سعيدي فاطمة الزهراء، ألية تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة، حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك،جامعة البليدة،2005، ص ص 125-126.

– تزايد الدور الفعال الذي تلعبه المؤسسات الإقتصادية العالمية في تعميق العولمة، والتي تتمثل في المنظمة العالمية للتجارة والبنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

– الإهتمام بالتطوير التكنولوجي من خلال العمل على تحفيز الإبداعات والإبتكارات والإختراعات وتقديم خدمات للإقتصاد في ظل العولمة، وكذلك توحيد الأسواق من خلال التكتلات الاقتصادية والجهوية، والذي يشكل دعما لحرية انتقال السلع والخدمات والأفكار والعمالة، هذا بالإضافة إلى تلاشي دور الدولة في مجال التدخل من خلال السياسة النقدية والمالية وتفعيل دور الإستثمار الأجنبي.

4.أنواع العولمة

للعولمة عدد من المفاهيم التي تختلف بإختلاف مجال تطبيقها، حيث لم تتفق الآراء على مفهوم واحد للعولمة، نظراً لتشعب المحتوى الفكري السياسي والإقتصادي والإجتماعي والثقافي، إذ تصبوا العولمة للوصول إلى الفكر المعلوم والإقتصاد المعلوم والإجتماع المعلوم والسياسة المعولمة، وضمن هذا المسعى يمكننا توضيح ذلك على النحو الأتي[1]:

1.4.العولمة السياسية:

تمثل العولمة السياسية إنتشار أجندة الحرية والديمقراطية، فالديمقراطية لم تعد مجرد شعارات زائفة يمكن إرجاء تطبيقها، أو يمكن تزوير إدارة الشعوب فيها، ولقد أثارت العولمة الكثير من الأسئلة التي تتعلق بالسيادة الوطنية أمام المجتمع العالمي، والإقتصاد الوطني أمام الإقتصاد الدولي، والهوية الشخصية الوطنية أمام الهوية الشخصية العالمية، فالعولمة السياسية تمثل إنتشار اللبرالية الجديدة.

–العولمة التكنولوجية:

تتضمن العولمة التكنولوجية مجموعة مترابطة بين تكنولوجيا الكمبيوتر والإتصالات، وعمليات ربطها بالأقمار الصناعية التي نجم عنها الإنتقال الفوري للمعلومات عبر العالم، إضافة إلى إقامة مجتمع كوني بدون فواصل زمنية جغرافية.

–العولمة الثقافية:

تمثل العولمة تحدياً ثقافياً غير مسبوق، وهذا التحدي يقوم على الغزو الثقافي، ويحدث هذا على مراحل بحيث تفقد الدول الصغيرة ثقافتها تحت ضغط الغزو الثقافي العالمي، فتبدأ بالتخلي التدريجي عن ثقافتها الوطنية لصالح الثقافة العالمية، وبذلك تبدأ الثقافات الوطنية بالتفكك بحيث تعجز عن تقديم الشخصية الوطنية بصورة راقية، وبعد ذلك تظهر أدوات وجسور مهمتها تسهيل عملية العبور إلى الثقافة العالمية، والوصول بالفكر العالمي إلى أرجاء المعمورة حيث يتم التوحد الثقافي العالمي.

–العولمة الإقتصادية:

[1] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجية مواجهتها، مرجع سبق ذكره، ص ص27 –28.

وتعني أن يسود النظام الرأسمالي كنظام إقتصادي لجميع بلدان العالم، وأن تحكمه سياسة إقتصادية واحدة[1].

وفي إطار هذا البحث فإن ما يهمنا هو عولمة الأسواق المالية التي تعد ناتجاً أساسياً لعمليات التحرير المالي، وقبل التطرق للعولمة المالية يتعين علينا التطرق إلى العولمة الإقتصادية وأنواعها ومن خلالها يتدرج المفهوم نحو العولمة المالية.

المطلب الثاني: العولمة الإقتصادية

تتضمن العولمة الإقتصادية تحرر العلاقات الإقتصادية القائمة بين الدول من السياسات والمؤسسات الوطنية والإتفاقيات المنظمة لها وخضوعها التلقائي لقوى جديدة أفرزتها التطورات التقنية والإقتصادية، وتعيد تشكيلها وتنظيمها وتنشيطها بشكل طبيعي على مستوى العالم بأكمله كوحدة واحدة.

1.تعريف العولمة الإقتصادية

لقد وردت عدة تعاريف للعولمة الإقتصادية حسب مختلف المحللين الإقتصاديين إلا أن سلامة أي تعريف لا يعتمد على ما قاله هذا الباحث أو ذاك، وإنما على مدى إنسجام هذا التعريف مع الوقائع الإقتصادية، ونذكر البعض منها على الصعيد العالمي كما يلي:

التعريف الأول: يعرفها صندوق النقد الدولي بأنها التعاون الإقتصادي المتنامي لمجموع دول العالم والذي يحتمه إزدياد حجم التعامل بالسلع والخدمات وتنوعها عبر الحدود[2].

التعريف الثاني: تصف العولمة الاقتصادية نظم الإنتاج المتكامل الجديدة، التي تمكن الشركات العابرة للقارات من إستغلال المال والعمل عبر العالم على إتساعه[3].

من التعريفين السابقين يمكن تعريف العولمة الإقتصادية على أنها: السمة الرئيسية التي يتصف بها النظام الإقتصادي العالمي الجديد، والقائم على تزايد درجة الإعتماد المتبادل بفعل إتفاقيات تحرير التجارة العالمية والتحول إلى أليه السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة، ولجوء الفاعلون في الإقتصاد العالمي من دول وتكتلات إقتصادية وشركات متعددة الجنسيات والمنظمات الدولية إلى إعادة النظر في التقسيم الدولي للعمل،كما يظهر أن جوهر العولمة الإقتصادية يفترض أن العالم قد أصبح وحدة إقتصادية واحدة تحرك قوى السوق التي تحكمها مجموعة من المؤسسات المالية والتجارية والصناعية.

وتبدو ملامح العولمة الإقتصادية من خلال المظاهر التالية[1]:

[1] قارة علي، عطيوي سميرة، العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، لجزائر ، عدد25جوان2006 ، ص124.

[2] عماد يونس، العولمة تاريخ، أبعاد و مؤثرات على العالم العربي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان،2005 ، ص43.

[3] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجيات مواجهتها، مرجع سبق ذكره ، ص27.

[1] نزيه عبد المقصود مبروك، التكامل الإقتصادي العربي وتحديات العولمة مع رؤية إسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص119.

- الإقبال الكبير على التكتل الإقتصادي للإستفادة من التطورات التقنية الجديدة.
- تعاظم دور الشركات المتعددة الجنسيات وتنامي أرباحها وإتساع أسواقها، وتزايد نفوذها في التجارة العالمية.
- إثارة المشكلات الإقتصادية وتدويلها مثل الفقر، والتلوث، وحماية البيئة.
- تعاظم دور التقنيات الحديثة في أسلوب الإنتاج، ونوعية المنتج، وتأثير ذلك على الإقتصاد العالمي.
- توسيع النظام الربوي، وتمكين المؤسسات الربوية من السيطرة على الإقتصاد.

2.خصائص العولمة الاقتصادية

هناك العديد من الخصائص الرئيسية التي تميز العولمة عن غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:

-سيادة آليات السوق والسعي لإكتساب القدرات التنافسية:

إن أهم ما يميز العولمة هي سيادة آليات السوق وإتخاذ القرارات في إطار من التنافسية والأمثلية والجودة الشاملة وإكتساب القدرات التنافسية من خلال الإستفادة من الثروة التكنولوجية وثروة الإتصالات والمعلومات وتعميق تلك القدرات الممثلة في الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة، وأحسن جودة وأعلى إنتاجية والبيع بسعر تنافسي على أن يتم ذلك بأقل وقت ممكن، حيث أصبح الزمن أحد القدرات التنافسية الهامة التي يجب إكتسابها عند التعامل في ظل العولمة، حيث أن العالم يتحول إلى قرية صغيرة متناسقة الأطراف ويتغير فيه نمط تقسيم العمل الدولي ليتفق مع إتجاه الإنتاج أو عالمية الإنتاج وعالمية الأسواق حيث أصبح كل جزء من السلع المختلفة ينتج في أماكن مختلفة من العالم وأصبحت قرارات الإنتاج والإستثمار تتخذ من منظور عالمي لإعتبارات الرشادة الإقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة والعائد[2].

-ديناميكية مفهوم العولمة:

إن كثرة التعريفات حول العولمة تشير إلى خاصية أساسية وهي ديناميكية العولمة التي تتأكد يوماً بعد يوم بدليل إحتمال تغير موازين القوى الإقتصادية القائمة حالياً وفي المستقبل، وتتعمق ديناميكية العولمة على أن العولمة تسعى إلى إلغاء الحدود السياسية والتأثير بقوة على دور الدولة في النشاط الإقتصادي، وتتأكد هذه الخاصية يوماً بعد يوم بدليل إحتمالات تبديل موازين القوى الإقتصادية القائمة حاليا وفي المستقبل[3].

-تزايد درجة الإعتماد الإقتصادي المتبادل على المستوى العالمي:

[2] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية ،2006، ص26.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة وإقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية،2001، ص23.

لقد كان من شأن النمو الهائل للتفاعلات الإقتصادية الدولية، والتشابك الأكثر تعقيداً بين مصالح القوى الرأسمالية العالمية وأصبح الإقتصاد العالمي في ظل العولمة إقتصاداً موحداً أو نسقاً إقتصادياً عالمياً مترابط الأركان، بحيث لم يعد من الممكن لأي إقتصاد وطني أن يعمل بمعزل عن المؤثرات العالمية[1].

-وجود أنماط جديدة من التقسيم العمل الدولي:

حيث تتسم العولمة بوجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي، وقد ظهر ذلك واضحاً في طبيعة المنتج الصناعي حيث لم يعد بإمكان دولة واحدة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها بهذا المنتج، وإنما أصبح من الشائع اليوم أن نجد أن العديد من المنتجات الصناعية مثل السيارات والأجهزة الكهربائية وغيرها، يتم تجميع مكوناتها في أكثر من دولة وتقوم كل واحدة منها بالتخصص في صنع أحد مكوناته فقط[2].

-تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات:

هي الشركات العالمية النشاط والتي تعتبر في كل معانيها أحد السمات الأساسية للعولمة، فهي تؤثر بقوة على الإقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل إستثمارات مباشرة في نقل التكنولوجيا والخبرات التسويقية والإدارية، وتأكيد ظاهرة العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية، ويضاف ذلك أن تلك الشركات العملاقة ذات الإمكانيات التمويلية الهائلة تلعب دور العائد في الثورة التكنولوجية التي نقلت الفن الإنتاجي إلى أن أصبح فناً إنتاجياً كثير المعرفة، وبالتالي فهي من هذا المنظور تعمق الاتجاه نحو العولمة وبالتحديد العولمة الإقتصادية[3].

-تقليص درجة سيادة الدولة الوطنية وإضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية:

إتسمت العولمة بانخفاض في درجة سيادة الدولة الوطنية وبالتحديد أدت إلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية، حيث إضطرت الحكومات في مختلف دول العالم إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق وتطبيق قوانين تحرير الأسواق حتى قبل أن تتمكن من إيجاد وسائل رقابية جديدة، وهكذا يمكن القول بأن الحكومة في إطار العولمة تطبق الكثير من السمات التي يطلق عليها البعض "الإدارة العامة الجديدة" سعيا وراء تنظيم عمل الحكومة وفقاً للخطوط التي تسير عليها المنظمات العالمية مما يترتب عليه رهن سلطة الدولة وشرعيتها[4].

-تزايد سطوة المؤسسات والمنظمات الإقتصادية العالمية في مجال فرض النظم الإقتصادية الدولية:

[1] ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، مرجع سبق ذكره، ص84 .

[2] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة وإقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-26.

[3] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.

[4] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة وإقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكر، ص29.

إن من أهم أبرز مظاهر العولمة تزايد النزعة نحو الحكم على المستوى العالمي في المجال الإقتصادي، أو بعبارة أخرى إنتشار النشاط الدولي لوضع المعايير وهذا ما تضطلع به بعض المنظمات الدولية [1].

حيث أصبح هناك ثلاثة مؤسسات تقوم على إدارة العولمة من خلال مجموعة من السياسات النقدية والمالية والتجارية المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم وهذه المؤسسات هي:

أ. صندوق النقد الدولي وهو المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعولمة.

ب. البنك الدولي ومؤسساته وهو المسؤول عن إدارة النظام المالي للعولمة.

ج. منظمة التجارة العالمية وهي المسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعولمة.

3.أنواع وأدوات العولمة الاقتصادية

هناك عدة مظاهر يبدوا من خلالها إنتشار العولمة الإقتصادية، حيث ساعد على ظهور العولمة وإنتشارها في العصر الحديث إنخفاض القيود على التجارة الخارجية والإستثمار، والتطور الصناعي في بعض الدول النامية وتكاملها مع الأسوق المالية العالمية، بالإضافة إلى زيادة تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر في العالم الذي تقوده الشركات المتعددة الجنسات، وإنتهاجها أسلوب الدمج والتملك.

1.3.أنواع العولمة الاقتصادية

تتحدد العولمة الإقتصادية في نوعين رئيسيين هما: العولمة الإنتاجية (عولمة الإنتاج) والعولمة المالية، ويمكن إيضاح كل نوع من خلال التحليل الأتي[2]:

1.1.3.عولمة الإنتاج: يلاحظ أن عولمة الإنتاج تتم بدون وجود أزمات مأساوية كما حدث بالنسبة للعولمة المالية، وتتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتبلور عولمة الإنتاج من خلال إتجاهين هما:

– الإتجاه الأول والخاص بعولمة التجارة الدولية: حيث يلاحظ أن التجارة الدولية إزدادت بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينيات، حيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي، فعلى سبيل المثال إزداد معدل التجارة العالمية بحوالي 9% عام 1995، بيمنا إزداد الناتج العالمي بنسبة5% فقط، وبالطبع ازداد نصيب التجارة العالمية، ويلاحظ أن الشركات متعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد معدل نمو التجارة العالمية بقوة بالإضافة إلى مشاركتها في زيادة الناتج العالمي، ويضاف إلى ذلك أن 90% من التجارة العالمية دخل مجال التحرير.

– الإتجاه الثاني والخاص بالإستثمار الأجنبي: حيث يلاحظ أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المباشر إزداد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية حيث كان معدل الإستثمار المباشر يصل في المتوسط إلى حوالي

[1] ممدوح محمد منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، مرجع سبق ذكره، ص67.

[2] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة وإقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 32-33.

12% خلال عقد التسعينيات ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى تزايد دور الشركات متعددة الجنسيات في إحداث المزيد من عولمة العمليات في مجال التكنولوجيا والأسواق.

2.1.3.العولمة المالية: بحيث تعتبر العولمة المالية أحد أنواع العولمة الإقتصادية، وسنتطرق إليه بشيء من التفصيل في المبحث الثاني.

2.3.أدوات العولمة الاقتصادية

هناك أدوات تعمل على نشر العولمة، ومن أهم هذه الأدوات الشركات المتعددة الجنسيات والإستثمار الأجنبي المباشر، وثورة الإتصالات والمعلومات، والثورة التكنولوجية والإتجاه نحو التكتل الدولي يمكن إجمالها فيما يلي:

1.2.3.الشركات المتعددة الجنسيات والإستثمار الأجنبي المباشر

تعرف الشركات متعددة الجنسيات أو الشركات عبر الأوطان بأنها الشركات التي تمتلك أو تدير أو تمارس بصورة مباشرة أو غير مباشرة نشاطاً إستثمارياً (إنتاج، تسويق، خدمات، وغيرها) خارج حدود الدولة الأم[1].

وتعد الشركات المتعددة الجنسيات من أقوى الأدوات التي تجر الرأسمالية وحكوماتها والإقتصاد العالمي نحو العولمة وذلك بسبب إنتشارها الواسع والسريع، حيث يصل عددها إلى حوالي 40 ألف شركة ويغطي نشاطها جميع القارات،كما تسيطر هذه الشركات على ثلث الإستثمار الأجنبي المباشر وثلثي التجارة الدولية في مجال السلع والخدمات، وقد كان للدور الذي لعبته هذه الشركات في تدويل الإنتاج والإستثمار والتجارة، أثراً في سيادة أنماط عالمية من الإنتاج، من حيث علاقات الإنتاج وشكل ملكية ووسائل الإنتاج والتسويق والإستهلاك والدعاية والإعلان، وأصبحت الشركات متعددة الجنسيات تتحكم بالإقتصاد العالمي، وذلك لتحكمها بالإنتاج وتبادله وتوزيعه وتسعيره وتيسير الحصول عليه أو منع وصوله إلى بعض الأسواق، كما أنها تتحكم في إستقرار المراكز الصناعية، وتتحكم في إنتقال رأس المال وفي خلق الأزمات أوحلها، ويعني الإستثمار الأجنبي المباشر وجود نشاطات إستثمارية للشركات خارج حدود دولها، ومن أهم أنواعه شراء الأصول كالآلات والمباني بعملة أجنبية وتتم إدارته من قبل الشركة الأم، وبدأت عمليات تدفق الإستثمارات الأجنبية المباشرة بالتزايد منذ منتصف الثمانينيات من القرن العشرين، ومن أهم أسباب التزايد الكبير في الإستثمار الأجنبي المباشر إزالة القيود النقدية المفروضة على حركة رؤوس الأموال سواء من قبل الدولة المتقدمة أو النامية، وإزالة القيود المفروضة على المدفوعات الخارجية الجارية من قبل الدولة النامية منذ أوائل الثمانينيات من القرن الماضي مما أدى إلى تسارع معدل نمو التجارة الدولية والإستثمار الأجنبي المباشر، إضافة إلى تبني الرأسمالية المتقدمة صناعياً منذ أوائل الثمانينيات من القرن الماضي لمبدأ الخصخصة[2].

2.2.3.ثورة الإتصالات والمعلومات

[1] حسان خضر، الإستثمار الأجنبي المباشر، تعار يف وقضايا، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، عدد2004، السنة الثالثة، ص 12.

[2] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجيات مواجهتها، مرجع سبق ذكره ، ص ص49-51.

تشمل الأبعاد الإتصالية كافة أشكال الإتصالية والإعلامية والدعائية بأجهزتها ووسائلها المطبوعة والمسموعة والمرئية، وكذلك كافة عمليات نقل وتداول المعلومات والبيانات والأخبار عبر الوسائل الإلكترونية كشبكة الأنترنيت ذات الصلة بالعولمة، سواء بهدف الترويج لها أو من خلال التأثر بها، فعلاقة العولمة بكل من ثورة الإتصالات هي علاقة تبادلية، لأن كل منهما تؤثر في الأخرى وتتأثر بها في نفس الوقت، ويمكن بيان العلاقة بين العولمة وثورة الإتصالات والمعلومات وذلك لأن وسائل الإتصال والمعلومات أحدثت تغيرات إجتماعية كبيرة، فخلال العقد الأخير من القرن العشرين أصبحت المجتمعات المتطورة تكنولوجيا توصف بأنها"مجتمعات المعلومات"، كما أن أثار ثورة الإتصالات والمعلومات قد إمتدت لتشمل العلاقات الدولية وذلك بفضل التكنولوجيا المتطورة وإستخدام الأقمار الصناعية والألياف البصرية...إلخ، ومن ناحية أخرى يمكن القول بأن وسائل الإتصال الحديثة أصبحت تمثل مصدراً رئيسياً من مصادر المعلومات بالنسبة لمتخذي القرارات السياسية في العديد من الدول، كما شكل قطاع الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات واحداً من أهم القطاعات الإقتصادية في العديد من الدول[1].

3.2.3.الثورة التكنولوجية

خلال النصف الثاني من السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة، والتي نتجت عنها ثورة أخرى في عالم الإتصالات والإعلام الآلي والمعلومات والبرامج مما ساعد على تطوير الإندماج لأسواق المال الدولية وتسارع حركة العولمة، كما حدث إنخفاض كبير في تكلفة النقل والإتصالات، فإنخفضت تكلفة المكالمات الهاتفية بحوالي 60 مرة منذ عام 1930، وكذلك إنخفضت تكلفة النقل بين الدول المختلفة نتيجة للتطور التكنولوجي، وكان لظهور الفاكس وشبكات الكمبيوتر المساهمة في تذليل عقبة الحدود الجغرافية، فأصبح بالإمكان لملايير الدولارات أو أي من العملات الأخرى أن تتجاوز الحدود في دقائق معدودة، وهذا فإن التطور التكنولوجي المذهل رفع من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة[2].

إضافة إلى تعدد الأنواع المنتجة من السلعة الواحدة تبعاً لتباينها في درجة الجودة، ونوعية المواد الخام المستخدمة ومستوى الإتقان، وتمت تجزئة إنتاج السلعة الواحدة بين عدد من الشركات، وبين عدد كبير من الدول، بحيث أصبحت كل شركة أو دولة تتخصص في إنتاج جزء أو مكون من مكونات السلعة الواحدة، مما أدى إلى زيادة درجة الإعتماد الإقتصادي المتبادل في مجال الإنتاج خاصة في الصناعات ذات التكنولوجيا العالية.

4.2.3. الإتجاه نحو التكتل الدولي

منذ أواخر الخمسينيات من القرن العشرين بدأت بوادر التكتل الإقليمي بظهور السوق الأوربية المشتركة في عام 1959، ثم تكتل جنوب شرق أسيا "ASEAN" في سنة 1967، ثم منتدى التعاون الأسيوي الباسيفيكي

[1] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجيات مواجهتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52.

[2] صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد2، جوان2002، ص222.

"APEC" فالسوق الأمريكية الشمالية"NAFTA" في 1994، فسوق "مير كوسور" الأمريكية الجنوبية سنة1995م [1]. وعلى الرغم من وجود عدد كبير من التكتلات الإقتصادية الدولية، إلا أن هناك ثلاث تكتلات رئيسية تتميز بالفعالية وقوة التأثير، وذلك بسبب القوة الإقتصادية للبلدان المشاركة فيها، ولوجود الإرادة الداعمة لها، وهذه التكتلات هي[2]:

أ. الإتحاد الأوربي (EU).

ب. منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (النافتا) "NAFTA".

ج. رابطة جنوب شرق أسيا (آسيان) " ASEAN ".

ويترتب على وجود التكتلات الإقتصادية الدولية أثار كثيرة شملت الدول المنظمة لها كما طال تأثيرها إلى دول العالم الأخرى، ومن أهم الآثار الإقتصادية لهذه التكتلات، عولمة الأسواق المالية الوطنية من خلال عولمة التداول بالأوراق المالية الحكومية وخاصة الأمريكية واليابانية، وعولمة الإقراض المتبادل بين المصارف الدولية وتجارة العملات والأسهم بكميات كبيرة، إضافة إلى قيام الشركات متعددة الجنسيات بتقديم خدمات مالية شاملة على نطاق الإقتصاد العالمي.

المطلب الثالث: مؤسسات العولمة الإقتصادية

هناك ثلاثة مؤسسات للعولمة الإقتصادية هي كما يلي:

1.صندوق النقد الدولي

يعتبر صندوق النقد الدولي أحد المنضمات الإقتصادية المكونة للعولمة الإقتصادية، ويمكن التعرف على صندوق النقد الدولي ومهامه على النحو الأتي:

1.1.التعريف والنشأة[3]:

يمكن تعريف صندوق النقد الدولي بأنه "المنظمة العالمية النقدية التي تقوم على إدارة النظام النقدي الدولي وتطبيق السياسات النقدية الكفيلة بتحقيق الإستقرار النقدي وعلاج العجز المؤقت في موازين المدفوعات للدول الأعضاء".

وقد أنشئ صندوق النقد الدولي في 25ديسمبر عام 1945، بموجب إتفاقية "بريتون وودز "الموقعة في صيف عام 1944 من حوالي 44 دولة، إلا أن عدد الدول الأعضاء بلغ عام1995 بعد حوالي خمسين عاما من إنشائه إلى 179 دولة، وبلغ عدد موظفيه2150 شخصا ليصبح بذلك المؤسسة الإقتصادية العالمية التي تمثل أحد الأركان الرئيسية الفاعلة في النظام الإقتصادي العالمي الجديد والتي تعمل على تحقيق الإستقرار النقدي العالمي.

[1] أحمد سيد مصطفى، تحديات العولمة والتخطيط الإستراتيجي، بدون دار النشر، الطبعة الرابعة،2004/2003، ص 17.

[2] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل ،تحديات العولمة، إستراتجيات مواجهتها، مرجع سبق ذكره، ص 54.

[3] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2.1.مهام صندوق النقد الدولي

تتحدد مهام صندوق النقد الدولي في النقاط التالية[1]:

- تدعيم إستقرار أسعار الصرف ومنع لجوء الدول إلى التنافس على تخفيض قيم عملاتها.
- إقامة نظام متعدد الأطراف للمدفوعات والتخلص من قيود الصرف التي تحول دون نمو وتنشيط التجارة الدولية.
- تمويل العجز المؤقت في موازين المدفوعات دون اللجوء إلى إجراءات تقييدية ويمنح في ذلك قروضاً قصيرة ومتوسطة الأجل.
- توفير السيولة الدولية اللازمة لتسوية المدفوعات الدولية من خلال زيادة الإحتياطات الدولية، وقد أنشأ في ذلك ما يسمى "بحقوق السحب الخاصة"*.
- إقتراح السياسات التصحيحية التي يجوز للدولة العضو إتباعها وتطبيقها لتحقيق التوازن الخارجي والمرتبط بتحقيق التوازن الداخلي.
- تقديم المشورة للدول الأعضاء فيما يتعلق بالأمور النقدية والإقتصادية ذات العلاقة، وبالتالي يقوم بدور المستشار النقدي في مجال التشاور والتعاون المتعلق بمشاكل النقد الدولية.
- التعاون مع البنك الدولي فيما يتعلق بعلاج الإختلالات الهيكلية حيث أدخل صندوق النقد الدولي على عملياته في محيط السياسة الإقتصادية عمليات التكييف الهيكلي لتصحيح مسار السياسة الإقتصادية على مستوى الإقتصاد ككل، ولذلك زاد اهتمامه منذ الثمانينيات بعلاج الإختلال في التوازن الهيكلي وبالتالي بدأ يخصص مواردا وقروضاً، تسمى "تسهيلات التصحيح الهيكلي"، وقد خصصت تلك التسهيلات حديثا للبلاد المنخفضة الدخل ويمثل ذلك تداخلا كبيراً مع إختصاصات ووظائف البنك الدولي.
- يركز صندوق النقد الدولي في معالجته للسياسات الإقتصادية الكلية على الفترة القصيرة وأحيانا الفترة المتوسطة ويطلق عليها سياسات التثبيت.
- يقوم بمراقبة النظام النقدي الدولي عموما.

2.البنك الدولي

ينظر إلى البنك الدولي على أنه المؤسسة الإقتصادية العالمية التوأم لصندوق النقد الدولي، والذي أنشئ في إطار تكون النظام الإقتصادي العالمي بعد الحرب العالمية الثانية ونتيجة لإتفاقية "بريتون وودز"، من منظور الحاجة إلى مؤسسة إقتصادية تمنح قروضاً طويلة الأجل لتكمل عمل الصندوق، ويمكن التعرف على البنك الدولي من خلال النقاط الآتية.

1.2.التعريف والنشأة[1]:

[1] عبد الحميد عبد المطلب، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11 سبتمبر، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص ص 85-86.

*حقوق السحب الخاصة هي نوع من النقود (الأصول) الدولية التي يقوم بإصدارها صندوق النقد الدولي وتعرف أيضا بالذهب الورقي دلالة على قوة إبراءها، وقد انشات عام 1969، وتقوم بناء على أوزان معينة من العملات الرئيسية.

[1] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الإقتصادية، منظماتها،شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص ص80-81.

يمكن تعريف البنك الدولي على أنه "المؤسسة الإقتصادية العالمية المسؤولة عن إدارة النظام المالي الدولي والإهتمام بتطبيق السياسات الإقتصادية الكفيلة بتحقيق التنمية الإقتصادية للدول الأعضاء، ولذلك فإن مسؤوليته تنصب أساساً على سياسة التنمية والإستثمارات، وسياسات الإصلاح الهيكلي، وسياسات تخصيص الموارد في القطاعين العام والخاص، ويعتمد في تمويله على الإقتراض من أسواق المال".

وقد تم الإتفاق على مشروع إنشاءه في جويلية 1944، وعقد الإجتماع الإفتتاحي لمحا فضي البنك في الفترة من 8-14 مارس 1946 في مدينة "سافانا" بولاية جورجيا الأمريكية، وبدأ أعماله رسمياً في المركز الرئيسي في واشنطن في 25 جوان 1946، بإعتباره مؤسسة إقتصادية متخصصة من مؤسسات الأمم المتحدة والتي تعمل في مجال الإقراض طويل الأجل لأغراض إعادة التعمير والتنمية للدول المتقدمة وبعد ذلك للدول النامية، ليكون أول مؤسسة إقتصادية عالمية لتمويل التنمية الإقتصادية، حيث بلغ عدد أعضاءه حتى عام 1996 حوالي 172 دولة عضوا، ولكي تكون الدولة عضوا في البنك الدولي يشترط أن تكون عضوا في صندوق النقد الدولي قبل ذلك، بل أن إكتتاب الدول الأعضاء في رأس مال البنك يكون وفقاً لحصة كل دولة في صندوق النقد الدولي.

2.2.هيكل مجموعة البنك الدولي وأهدافها

إن الإقتراب أكثر من مفهوم البنك الدولي يشير إلى أنه ينطوي على ما يسمى بمجموعة البنك الدولي وهي أربعة مؤسسات تمويلية أولها البنك الدولي للتعمير والتنمية، وثانيها مؤسسة التمويل الدولية، وثالثها هيئة التنمية الدولية، ورابعتها الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الإستثمار، ويمكن الإشارة إلى كل واحدة على حدا وتحديد أهدافها على النحو الأتي[2]:

1.2.2.البنك الدولي للإنشاء و التعمير

والذي أنشئ عام 1946، ويقوم بمنح قروض طويلة الأجل لكن بشروط صعبة وبأسعار مرتفعة تقترب من أسعار الفائدة في أسواق رأس المال العالمية وتتلخص أهدافه فيما يلي:

- المساعدة في تعمير وتنمية أقاليم الدولة العضو وتحقيق معدل نمو إقتصادي أعلى.
- تشجيع الإستثمارات الأجنبية الخاصة عن طريق الضمان أو المساهمة في القروض.
- المساهمة في تحقيق النمو المتوازن في الأجل الطويل للتجارة الدولية.
- علاج الإختلالات الهيكلية في الدول النامية.

2.2.2.مؤسسة التمويل الدولية: وقد أنشئت عام 1956 لإقراض القطاع الخاص مباشرة دون حاجة إلى ضمان الحكومات، بل تقوم بإستثمارات مباشرة في القطاع الخاص وتتلخص أهدافها في:

- المساهمة في إيجاد فرص الإستثمار لرؤوس الأموال الخاصة المحلية والأجنبية.
- تشجيع الإستثمارات الخاصة بالإنتاجية.
- مشاركة القطاع الخاص في المشروعات الإستثمارية التي يقوم بها لزيادة معدلات نموها.

[2] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها ،تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص ص82-83 .

3.2.2.هيئة التنمية الدولية: وأنشئت عام 1960، لتقديم قروضها بشروط سهلة وميسرة وبفائدة بسيطة ولمدة أطول وتتلخص أهدافها فيما يلي:

– إعطاء دفعة للتنمية الإقتصادية في الدول النامية وبصفة خاصة في الدول الأكثر فقراً.

– إعطاء القروض لمشروعات البنية الأساسية والطاقة لتقوية البنية الأساسية وتحسين الأداء الإقتصادي.

4.2.2.الوكالة المتعددة الأطراف لضمان الإستثمار: وقد بدأ عملها عام 1988، وهدفها تشجيع الإستثمار الخاص في المجالات الإستثمارية المختلفة، وذلك عن طريق تقليل الحواجز غير التجارية التي تعوق الإستثمارات الدولية، وبالتالي تقدم الوكالة للمستثمرين ضمانات ضد المخاطر السياسية والتأمينات وغير ذلك، وكذلك تعمل على تشجيع الإستثمارات الأجنبية بصفة عامة.

3.مهام البنك الدولي

تتلخص أهم وظائف ومهام مجموعة البنك الدولي في وضعها الحالي في الجوانب الآتية[1]:

– العمل على تقديم التمويل الدولي طويل الأجل لمشاريع وبرامج التنمية وخاصة للدول النامية.

– تقديم المساعدات المالية للدول النامية الأكثر فقراً والتي يقل متوسط دخل الفرد فيها عن 1305دولار سنويا.

– القيام بتقديم المشورة والمعونة الفنية للدول الأعضاء لمساعدتها على تحقيق أفضل الحلول لمشاكلها المتعلقة بأهداف البنك، وإختيار المشروعات ذات الجدوى الإقتصادية، ويقوم بذلك الخبراء والمتخصصون في المجالات المختلفة للقيام بالدراسات اللازمة.

– العمل على تقوية البنية الأساسية للتنمية من خلال تمويل المشروعات الكبيرة، ومنها السدود، ومحطات توليد الكهرباء والسكك الحديدية والطرق.

– القيام بتطوير أدوات التحليل الخاصة بدراسة الجدوى الإقتصادية للمشروعات وإصلاح البيئة الإقتصادية التي تعمل فيها تلك المشاريع.

– بمرور الزمن زادت إهتمامات البنك الدولي بمشاكل التنمية عموما، وبمكافحة الفقر، وتحسين توزيع الدخل، وحماية البيئة.

3.المنظمة العالمية للتجارة

يأتي إنشاء منظمة التجارة العالمية في ضوء إستكمال النظام الإقتصادي العالمي الجديد لأركانه الرئيسية، حيث تمثل هذه المنظمة لتكون الركن الثالث من أركان هذا النظام إلى جانب صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، وبالتالي تعمل المنظمة العالمية للتجارة على إقرار وتوحيد معالم النظام الإقتصادي العالمي الجديد، الذي أصبح يتميز بوحدة السوق العالمية ويخضع لإدارة وإشراف مؤسسات إقتصادية عالمية تعمل بصورة متناسقة.

1.3.التعريف والنشأة[1]:

[1] عبد الحميد عبد المطلب، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد احداث11سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص 97.

يمكن تعريف منظمة التجارة العالمية بأنها "منظمة إقتصادية عالمية النشاط ذات شخصية قانونية مستقلة، وتعمل ضمن منظومة النظام الإقتصادي العالمي الجديد على إدارة وإقامة دعائم النظام التجاري الدولي وتقويته في مجال تحرير التجارة الدولية، وزيادة التبادل الدولي والنشاط الإقتصادي العالمي، وهي تتفق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في توجيه ورسم السياسات الإقتصادية الدولية المؤثرة على الأطراف المختلفة في العالم، للوصول إلى إدارة أكثر كفاءة للنظام الإقتصادي العالمي".

حيث بعد ثماني جولات من التفاوض في إطار مفاوضات ال "GATT*" بغرض التقليل من القيود المفروضة على حرية التجارة العالمية، والتي امتدت منذ عام 1947 إلى غاية أخر جولة لأورغواي التي تمت خلال الفترة (1986-1993) والتي تم إعتماد نتائجها في قمة مراكش بالمغرب في 15 أفريل عام 1994 بمشاركة 127 دولة وتمخض عنها تحول أليه المفاوضات المتعددة الأطراف من الجات "GATT" إلى إنشاء المنظمة العالمية للتجارة "OMC " ، بحيث أصبحت المنظمة العالمية للتجارة الإطار المشترك لتنظيم العلاقات التجارية الدولية[2].وأصبحت هذه المنظمة الجديدة من المنظمات المتخصصة للأمم المتحدة وتلعب دوراً هاماً في الإقتصاد العالمي[3].

2.3.مهام منظمة التجارة العالمية

نصت الوثيقة الختامية لمفوضات جولة الأورغواي على إنشاء المنظمة بإعتبارها مؤسسة تشرف على الإتفاقيات العامة والتعريفات"GATT" المعدلة من خلال المفاوضات وكذلك جميع الإتفاقيات والترتيبات التي أسفرت عنها الجولة، و بذلك تكون المنظمة هي الإطار المؤسسي لسير العلاقات التجارية فيما بين أعضائها في المسائل المتعلقة بالإتفاقيات والأدوات القانونية المقترنة بها، ويشتمل نشاط المنظمة على تسهيل تنفيذ وإدارة أعمال هذه الإتفاقيات (جولة الأورغواي) المتعددة الأطراف وتعمل على دفع أهدافها وهي تعمل في ذات الوقت على توفير أليه لمراجعة السياسة التجارية بغية تحقيق أكبر قدر من التناسق في وضع السياسة الإقتصادية العالمية على النحو المناسب مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وقد حددت المادة الثالثة من إتفاقية الأورغواي الوظائف والمهام التي يمكن أن تقوم بها المنظمة كما يلي[1]:

- تيسير ومتابعة تنفيذ وإدارة أعمال الإتفاقية الخاصة بجولة الأورغواي والموقعة في مراكش، والعمل على تحقيق أهدافها كما توفر الإطار اللازم لإدارة وتنفيذ الإتفاقيات الجارية متعددة الأطراف.
- تقوم المنظمة بإدارة آلية مراجعة السياسات التجارية للدول الأعضاء .

---

[1] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص93.

* **GATT**: General Agreement Trade and Tarifs.

[2]Fereydou.M & Khawand.A, Le nouvel ordre commercial mondial du GATT ou l'OMC, édition Nathan, paris, 1995, p p25-26.

[3] قادري عبد العزيز، صندوق النقد الدولي ال"صند" الآليات والسياسات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2002، ص 11.

[1] عبد الحميد عبد المطلب، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد أحداث 11سبتمبر، مرجع سبق ذكره، ص ص 106-107.

– تهيئة الأطراف الدولية للتفاوض بما يتضمنه ذلك من إدارة القواعد والقوانين والإجراءات التي تحكم وتنظم تسوية المنازعات.

– وضع أسس ومحاور التعاون المختلفة بينها وبين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للتوصل إلى أعلى درجة من درجات التناسق والترابط في مجال رسم السياسات الإقتصادية العالمية، وإدارة الإقتصاد العالمي على أسس أكثر كفاءة.

3.3.اهداف المنظمة العالمية للتجارة

تهدف منظمة التجارة العالمية إلى تحقيق ما يلي[2]:

– إيجاد منتدى للتشاور بين الدول الأعضاء حول المشكلات التي تواجه التجارة العالمية، وآليات لفض المنازعات التي تنشا بينهم.

– تقديم بعض المساعدات الفنية والمالية للدول الأعضاء فيها.

– تسعى منظمة التجارة العالمية إلى رفع مستوى المعيشة للدول الأعضاء والمساهمة في تحقيق التنمية الإقتصادية لجميع الدول وخاصة النامية التي يزيد عدد أعضائها عن 75% من إجمالي الدول الأعضاء، والتي تمر بمرحلة الإنتقال إلى إقتصاد السوق.

– تمنح المنظمة الدول النامية معاملة تفضيلية خاصة فتعطيها فترات سماح أطول من تلك التي تمنحها للدول المتقدمة، وتمنحها مساعدات تقنية وإلتزامات أقل تشدداً من غيرها.

مما سبق نستنتج أن الإقتصاد العالمي يرتكز على ثلاثة أعمدة رئيسية تمثلها ثلاثة مؤسسات دولية هي صندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية، والبنك الدولي، فالأولى مالية، والثانية تنموية، والثالثة تجارية، وهي المؤسسات الرئيسية والفعالة في عولمة الإقتصاد العالمي، وخاصة بالنسبة للدول النامية والإقتصاديات المتقدمة الصغيرة الحجم، وتمثل هذه المؤسسات أهم الدافعين بإتجاه العولمة وأقوى أدواتها وأكثرها تأثيراً.

المبحث الثاني: ماهية العولمة العولمة المالية

أحدثت ثورة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات تغيرات كبيرة، إذ أفضت هذه التغيرات إلى شيوع مصطلح جديد وهو العولمة المالية، والذي يصعب تحديد مفهومها والأسباب التي أدت إلى ظهورها والنتائج السلبية والإيجابية لها.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة العولمة المالية

[2] محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص 43.

يعتبر الجانب المالي العنصر الأهم في ظاهرة العولمة، حيث شارك فيها بدرجة تفوق بكثير الجوانب الأخرى وبالتالي شهدت السوق المالية عولمة فعلية على نطاق مرونة وحركية هذه السوق، وهذه العولمة تعرف بالعولمة المالية.

1.تعريف العولمة المالية

التعريف الأول: تعرف العولمة المالية بصورة عامة بأنها الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالإنفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطاً وتكاملاً[1].

التعريف الثاني: العولمة المالية هي ذلك التشابك والترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول، والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا مابين 1979و1982 ثم في باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى بعد ذلك، وتطبيق أسعار الصرف المرنة وتحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية[2].

وللتحرير المالي معنيان رئيسيان هما[3]:

–المعنى الضيق: يقصد به عملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

–المعنى الواسع: ويراد به مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً.

وعليه يمكن تعريف العولمة المالية بأنها إنعكاس لإقتصاد يتعولم في جميع الميادين بما فيها المالية، وهي تعتبر الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى الإندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الخارجية من خلال عدة عمليات منها إلغاء القيود على حركة وتدفق رؤوس الأموال من وإلى الدول مما يسهل عمليات إنتقالها وتحركها نحو أسواق المال الدولية.

2.نشأة ومراحل تطور العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً، حيث تعود البذور الأولى لظاهرة العولمة المالية إلى فترة الستينيات والسبعينيات ثم تلاحقت تطوراتها بسرعة في الثمانينات إلى أن أصبح العالم في فترة التسعينيات يوصف بأنه دولة واحدة يتأثر بأي قرار يصدر من أي جزء منه، وهكذا إندمج النشاط المالي للدول النامية في الإقتصاد العالمي، وتداخل نشاط الأسواق المالية وأصبح يتمتع بصفة عولمة النشاط المالي وإندمجت الأسواق المالية، كما أن حركة الأموال أصبحت لا تعرف حدوداً لها وتجوب العالم بحرية كبيرة دون قيود، وإن كانت الأنشطة قد بدأت بصفتها

[1] عبد الحميد عبد المطلب، العولمة وإقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 33.

[2] محفوظ جبار، العولمة المالية وانعكساتها على العولمة المالية، مجلة العلوم الإجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد07، ديسمبر2002، ص 185.

[3] عماد محمد علي، عبد اللطيف العاني، إندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه، وإنعكاساته على الإقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد ،الطبعة الأولى، 2002، ص 148.

تابعة لعولمة النشاط الإنتاجي ولكنها إكتسبت بعد ذلك إستقلالية خاصة وأصبحت لا تتعدى المعاملات والتسويات التي تتم في أسواق الصرف العالمية لإحتياجات التبادل السلعي سوى10 % من حجم الصفقات اليومية في هذه السوق[1].

إذا كانت للعولمة الإقتصادية جذور تمتد إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات ومنها نموذج"رونالد روبرتسون" مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فإن العولمة المالية حديثة النشأة نسبياً مقارنة بالعولمة الإقتصادية، فعمرها لا يتجاوز الأربعين سنة على أكثر تقدير، ومهما يكن فقد مرت العولمة المالية بالمراحل التالية[2]:

-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر(1960-1979):

وتميزت هذه المرحلة بعدة خصائص نوجزها كما يلي:

أ.تعايش الأنظمة النقدية و المالية الوطنية المغلقة، بصورة مستقلة.

ب.ظهور توسع أسواق "الأورو دولار"، بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.

ج.سيطرت البنوك على تمويل الإقتصاديات الوطنية، أي التمويل بواسطة البنوك أو التمويل غير المباشر.

د.إنهيار نظام الصرف الثابت، مع نهاية عشرية الستينيات بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنيه الإسترليني و الدولار).

هـ.إنهيار نظام "بريتون وودز" في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف العائمة أو المرنة، وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم.

و.إدماج "البترو دولارات" في الإقتصاد العالمي بعد إرتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت إحتياجاتها من التمويل.

ز. إنتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية.

ح. بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.

ط.ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والإختيارات على العملات وأسعار الفائدة.

ي.ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لا سيما الولايات المتحدة.

- مرحلة التحرير المالي (1980-1985):

تزامنت هذه المرحلة مع وصول"مارقريت تاتشر" إلى الحكم في بريطانيا وتولي"بول فولكر" رئاسة الإحتياطي الفدرالي الأمريكي، وهما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الإقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي وتميزت هذه المرحلة بما يلي:

[1] صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 217.

[2] محمد العربي ساكر، غالم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالية مع إشارة خاصة لحالة الجزائر، "الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22نوفمبر2006، ص ص 5-7.

أ.المرور إلى إقتصاد السوق المالية وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.

ب.رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وبذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولاً وخروجاً، واعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية إنتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.

ج.التوسع الكبير في أسواق السندات (30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالميا) وإرتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية لاسيما سندات الخزينة، وسميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية.

د.توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة، والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي وإجراء عمليات المراجحة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.

هـ.توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الإدخار وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

– مرحلة تعميم المراجحة وضم الأسواق المالية الناشئة(1986–حتى الآن):

وتميزت هذه المرحلة بما يلي:

أ.تحرير أسواق الأسهم، فقد كانت الإنطلاقة من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم "big Bang" وتبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها مما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.

ب.ضم العديد من الأسواق الناشئة إبتداء من أوائل التسعينيات وربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية.

ج. الإنهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الإقتصاد العالمي ألاف الملايين من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية لاسيما في الولايات المتحدة.

د.زيادة الإرتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك بإستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشبكة التعامل العالمية، بحيث أصبح بإمكان المستثمر الياباني شراء الأدوات المالية التي يرغب بالإستثمار فيها من الولايات المتحدة الأمريكية بإستعمال أطراف الحاسوب الموجودة في اليابان بكل سهولة، أكثر من هذا قد تكون تلك الأدوات مدرجة في البورصات اليابانية وهكذا بالنسبة للمستثمر الأمريكي أو البريطاني أو الألماني.

هـ.زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.

و.تحرير أسواق المواد الأولية و زيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة.

ز.توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية الإقتصادية "OCDE".

كما ميز هذه المرحلة حدوث الأزمات المالية التي عرفتها البورصات العالمية والتي كلفت دول العالم خسارة بملايير الدولارات وإفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية، ومهما تكن المراحل التي مرت بها العولمة المالية فإن هذه الظاهرة إنتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول من بعيد ومن قريب، وكان لإرتباط الأسواق المالية العالمية الأثر الكبير سواء من حيث التدفقات المالية من وإلى الدول أو فيما يتلق بالأزمات وإنتقال أثارها.

3.خصائص العولمة المالية

شاع إستخدام مصطلح العولمة المالية وإتسع نطاق تداوله مع بداية العقد الأخير من القرن العشرين لإرتباط هذا المصطلح بالمتغيرات الإقتصادية والمالية التي يشهدها عالمنا المعاصر، وقد ثار كثير من الجدل حول مفهومه، وقد إختلف المفكرون في تحديد معنى جامع للمصطلح ومفهومه، أما خصائصها فإنها تختلف حسب اختلاف التعريفات، والمتتبع للمفاهيم والتعريفات المختلفة للعولمة المالية يستنتج أن لها جملة من الخصائص تميزها عن غيرها من المفاهيم أهمها[1]:

– تلعب العولمة المالية دوراً أساسياً في درجة تبعية الدول المتخلفة للدول المتقدمة من خلال المديونية الخارجية، إذ أصبحت تلك الديون أدوات مالية تتداولها البنوك والمؤسسات المالية العالمية.

– في ظل العولمة المالية ظهرت التكتلات المالية العالمية لتسيطر على مصادر التمويل وتوجيهها الوجهة التي تخدم مصالح الدول الكبرى، أي أن العولمة المالية تؤثر على توزيع الإدخار العالمي وتوظيفه في عالم وحيد القطب.

– تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح سريعة وكبيرة عبر المضاربة.

– إستخدام عقود الخيارات والمشتقات المالية على العملات وأسعار الفائدة من أجل التغطية والحماية من الأزمات.

– ظهور وتوسع أسواق" الأورو– دولار"، الذي بدأ من لندن ثم إلى بقية الدول الأوروبية.

– إدماج "البترو دولارات " في الإقتصاد العالمي بعد إرتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت إحتياجاتها من التمويل مما زاد في نسبة الإدخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة.

– حرية تحرك رؤوس الأموال مهما كان شكلها بين دول العالم دون قيد والتي تهدف إلى تحقيق أرباح بإستثماراتها في الدول التي هي في حاجة إلى موارد مالية.

– تسمح للدول النامية بالحصول على مصادر تمويل من الأسواق المالية الدولية لتغطية العجز الحاصل في المدخرات المحلية، وهذا ما يسمح لها بزيادة إستثماراتها المحلية (إضافة إلى إنفتاح هذه الدول).

[1] محمد العربي ساكر، غالم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالية مع إشارة خاصة لحالة الجزائر، مرجع سبق ذكره ، ص 11.

-يمكن الإعتماد على طرق الإستثمار الأخرى كالإستثمارات الأجنبية المباشرة والإستثمارات في المحافظ المالية لتفادي المخاطر الناجمة عن التمويل بواسطة القروض.

- الحصول على الأموال بتكاليف منخفضة لوجود المنافسة بين الممولين.

- تمكن من الحد من هروب الأموال إلى الخارج بتحديث النظام المصرفي والمالي وتوفير المناخ المناسب للقطاع الخاص الوطني.

- تساعد الإستثمارات الأجنبية على نقل التكنولوجيا والخبرة في مجالي الإدارة والتسيير.

المطلب الثاني: مؤشرات وأسس العولمة المالية

أصبحت العولمة المالية من أكثر الظواهر إلتصاقاً بالنشاط الإقتصادي، وقد إتخذت العولمة المالية أبعاداً جديدة، جعلت البنوك تتجه إلى ميادين وأنشطة غير مسبوقة، وأدت إلى إنتقالها من مواقف وتصورات نشاطية ضيقة إلى أنشطة وتصورات واسعة من أجل تعظيم الفرص وزيادة المكاسب المحققة، والتطلع إلى المستقبل.

1.مؤشرات العولمة المالية

يمكن الإستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين أساسيين هما[1]:

– المؤشر الأول: هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10 % من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول في عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100 % في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وإلى ما يزيد عن 200 % في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس الفترة.

– المؤشر الثاني: هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أميركي في منتصف الثمانينيات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار عام1995 وهو ما يزيد عن 84% لجميع بلدان العالم في نفس الفترة.

2.أسس العولمة المالية (قاعدة " 3D ")

ترتكز العولمة المالية على ثلاثة أسس رئيسية هي[1]:

1.2.عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال (Le Décloisonnement)

إن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في إنفتاح أسواق المال الوطنية أمام تدفق رؤوس الأموال وإنما أيضا في إنفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين:

[1] رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999، ص ص 80-81 .

[1] ساعد مرابط، بلميهوب لمياء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، "الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات–دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، أيام21-22نوفمبر2006، ص ص4-5.

– **المستوى الداخلي**: ويعني إمكانية الإنتقال من السوق المالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية...إلخ، وتجدر الإشارة إلى أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض المميزات التقليدية التي كانت تفضل البنوك التجارية وبنوك الأعمال في بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين والسماسرة، كما سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية.

– **المستوى الخارجي**: ويعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

2.2.تقلص دور الوساطة في التمويل (La Désintermédiation)

وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف والإقتراض، ونقصد بالتمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية (أسهم، سندات...الخ) في الأسواق المالية دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الإقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك والوسطاء الماليين الآخرين.

3.2.إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينيات، والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل (comptes à terme) بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري (comptes à vue) إلى الحساب للأجل(comptes à terme)، ومن جهة أخرى إعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب وعدم الإستقرار في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

المطلب الثالث: العوامل المساعدة على ظهور العولمة المالية

يعود ظهور العولمة المالية إلى عدة أسباب تمثلت فيما يلي[1]:

1.تفاقم خلل الموازين الجارية لميزان المدفوعات، حيث عانت الولايات المتحدة الأمريكية من عجز ميزان مدفوعاتها، وإزدادت معه حاجتها إلى مصادر تمويل خارجية، وفي مقابل ذلك صاحب هذا العجز إرتفاع محسوس للحساب الجاري لميزان المدفوعات في اليابان والإتحاد الأوربي، ونفس الشيء بالنسبة لمعدل الإدخار.

2.رغبة السلطات العمومية في تحرير نظامها المالي، حيث تم رفع الرقابة على سعر الصرف في بريطانيا منذ سنة 1979، ومابين 1980-1985 في اليابان، ومنذ بداية التسعينيات في فرنسا.

[1] علي بوعمامة، إندماج وخصخصة البنوك، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2006، ص ص21-22.

3.إنشاء السوق الأوربية الموحدة، مما ساعد على تحرير المؤسسات المالية والمصرفية وتحرير الخدمات، وكذلك تحرير رؤوس الأموال.

4.التطورات التكنولوجية الحاصلة خاصة في مجال الحاسب الآلي والإتصالات مما ساهم في تخفيض تكاليف المعاملات وتحسين نوعية الخدمات المقدمة وسرعة تداول المعلومات والبيانات.

5.توسع الادخار المحلي عن طريق المستثمرين الأساسيين، مثل شركات التأمين.

6.التحديث المالي، حيث هناك تطور على المستوى الدولي للوساطة المالية المتداولة.

7.تحرير القطاع المالي والمصرفي، فقد تم إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال وتوسيع مدى تحول أسعار الفائدة بإزالة السقوف المفروضة وخفض نسبة الإحتياطي القانوني،كما توجهت العديد من الدول نحو خصخصة المصارف وشركات التأمين، وتحرير إستخدام وتداول الأدوات المالية المتعددة والمقومة بالعملات الأجنبية لصالح غير المقيمين أو لصالح الشركات المتعددة الجنسيات.

8.تطور سوق السندات الأوربية، حيث تعتبر من أكثر أسواق رأس المال تحرراً وسهولة في الوصول إليها من أجل الحصول على قروض طويلة الأجل من طرف المقترضين الدوليين.

المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية

أصبح من المعلوم لدى الكثيرين أن العولمة المالية أدت إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم، وهذا ناتج عن عولمة الأسواق المالية، حيث يتم من خلالها تبادل وتداول وتصفية الديون والأصول النقدية والمالية خارج حدود السيادة الوطنية ،كما أصبحت الأسواق المالية هي الأداة الأكثر ربطاً للعديد من دول العالم بما تشمله من عمليات في سوق العملات والأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى.

المطلب الأول: مفهوم عولمة الأسواق المالية ومظاهرها

تزايدت عولمة الأسواق المالية مؤخرا بشكل شديد مما دفع البعض لإستخدام مصطلح "القرية المالية الكونية" أو " السوق النقدي الكوني "،كما أن هناك من يرى بأن عولمة الأسواق المالية عكست ثورة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق وتأثيرها وعلاقتها وأدواتها المالية الجديدة، وأحدثت ترابطاً بين هذه الأسواق.

1.تعريف عولمة الأسواق المالية

يقصد بعولمة الأسواق المالية تحقيق التكامل فيما بينها على مستوى العالم لكي تصبح سوقاً عالمياً واحدة[1].

وعليه فإن جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال، ويرتبط تحرير رأس المال بإلغاء القيود على المفروضة على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بالمعاملات، وبصورة أدق تتضمن العولمة المالية تحرير المعاملات التالية[2]:

- المعاملات المتعلقة بالإستثمار في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والأوراق الإستثمارية والمشتقات المالية.
- العمليات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محلياً بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.
- المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل أو على التدفقات إلى الخارج.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية، وهي تشمل الودائع المقيمة على إقتراض البنوك من الخارج التي تمثل تدفقات إلى الداخل وعلى القروض والودائع الأجنبية التي تمثل تدفقات إلى الخارج.
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية، وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع والقروض، الهدايا والمنح، الميراث، التركات وتسوية الديون.
- المعاملات المتعلقة بالإستثمار الأجنبي المباشر، وتشمل رفع القيود المفروضة على الإستثمارات الأجنبية الواردة إلى الداخل، وكذلك الإستثمارات المتجهة نحو الخارج، وعلى تصفية الإستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود.

2.عولمة أسواق الأوراق المالية

لقد أصبح تحرير أسواق الأوراق المالية خياراً مهماً في السياسات الإقتصادية، وذلك لإرتباطها بحركة رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية، وكان لظهور وتسارع وتيرة نمو العولمة المالية والتحرير المالي عاملاً مهماً على تسريع تلك الحركة، وتزايد نمو حجم الأوراق المالية المتداولة بين الأسواق العالمية.

1.2.مفهوم تحرير أسواق الأوراق المالية

قامت أسواق الأوراق المالية الدولية نتيجة تحريرها في المساهمة على ترابط دول العالم مع بعضها البعض سواء عن طريق سوق العملات أو عن طريق أسواق الأسهم والسندات والقروض وباقي الأدوات المالية الأخرى، فأصبحت بذلك أسواق رأس المال أكثر تكاملاً وترابطاً وعليه يمكن تعريف عملية تحرير أسواق الأوراق المالية بأنها تتضمن حذف كل القيود ضد حيازة المستثمرين الأجانب للأوراق المالية للشركات المحلية المتداولة والمسعرة في بورصة القيم

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص146.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة وإقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص35.

المنقولة وإلى الحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد، مع توفير حرية الدخول والخروج في عمليات الوساطة المالية[1].

2.2.أهداف تحرير أسواق الأسهم المالية

هناك عدة أهداف تستهدفها سياسات تحرير أسواق الأوراق المالية عبر العالم من أبرزها[2] :

– تحقيق فعالية أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والمساعدة في تمويل إقتصادياتها وزيادة معدلات الإستثمار فيها وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقترضين المحليين إلى مجالات الإستثمار ومصادر التمويل الدولية الأمر الذي يعمل على زيادة إرتباط المستثمرين والمقترضين المحليين والشركات المالية المحلية والأجنبية، مما يسهل دخول الشركات والمستثمرين الأجانب في الأسواق المالية المحلية.

– تتزامن سياسات تحرير الأسواق المالية مع النزعة الشديدة نحو تحرير التجارة الخارجية وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية،كما في المعاملات التجارية ولاسيما مع إدخال تجارة الخدمات العامة، وتجارة الخدمات المالية والمصرفية خاصة ضمن المفاوضات التجارية متعددة الأطراف في إطار المنظمة العالمية للتجارة، وإخضاعها لوصايتها، وذلك من خلال إبرام الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATS).

– تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية عبر العالم للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية، لذا كثرت التغيرات التي إجتاحت الإقتصاديات الرأسمالية والتي من أبرزها تغيرات أسعار صرف العملات الدولية خاصة الأورو والدولار في السنوات الأخيرة من القرن الواحد والعشرين تغيرات في أسعار الفائدة الدولية، والتي عملت على تغيير النظام النقدي والمالي الدولي، ودفعت العديد من إقتصاديات العالم إلى إعطاء حرية أكبر للتحويلات الخارجية مع تحرير تحويل العملات وهذه التغيرات أضعفت من فعالية سيطرة الدولة على حركة رؤوس الأموال.

بناء على ما سبق يمكن القول بأن عملية تحرير الأسواق المالية يهدف إلى جعل هذه الأسواق تعمل بكفاءة أعلى وفعالية أكبر، وهو ما يمنحها القدرة على المنافسة مع بقية الأسواق المالية الدولية لتوفير فرص أكبر للإستثمار ومصادر الإقراض.

3.مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية

يمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي[1]:

1.3.الترابط بين البورصات

[1] حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية ، جامعة الشلف، 2006-2007، ص 51.

[2] حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية، دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 51.

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة) ، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص ص 102 -103.

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال.

– **الربط الحاسوبي للبورصات:** ويقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الأنترنيت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرانكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.

– **الربط بالوسطاء الماليين:** وذلك يتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

– **الربط بين الشركات المالية العالمية:** ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

– **الربط بمحفظة الاستثمار الدولية** : من خلال بناء محفظة الإستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.

– **الربط بالسياسات المالية:** بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والإقتراض والإستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية فيها.

– **الربط التنظيمي:** تقوم بعض البورصات بإستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات نكون موحدة مما يسهل الإتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

– **الربط المتكامل** : تحقق الدول في الإتحاد الأوربي ربط للبورصات بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...الخ.

وتستخدم الأقمار الصناعية في الإتصالات وإستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

2.3.عولمة الأسهم والسندات

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرق المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة فإختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدار سنداتها على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني، فعلى سبيل المثال إرتفع مجموع العمليات على سندات الأمريكية في الخارج من أقل من 50 مليار دولار في 1983 إلى أكثر 500 مليار دولار في 1993، إشتدت وطأة المنافسة الدولية فيما يخص ترويج سنداتها، وإشتهرت السندات الأمريكية بعائدها المرتفع، حيث قارب معدل فائدة أذونات الخزينة الأمريكية 6% إلى 8% مقارنة بمثيله في اليابان بـ 4% إلى 5%، الأمر الذي يفسر رواج السندات الأمريكية وحصولها على

مصداقية كبيرة، وتحتل دول "OCDE" الصدارة في إصدار السنوات العالمية حيث تمثل النسب الأكبر بنسبة 86.5%، 85.2 %، 83.4% من مجموع الصادرات في سنوات 1991،1990، 1992 على التوالي وهذا إذا أضفنا حصة المؤسسات العالمية المقدرة بـ 10.3%، 10.9%، 11.5% لنفس السنوات، ولم يبقى لدول الأخرى إلا نسبة ضئيلة من تلك التوظيفات، ولقد أدى ميل المستثمرين للأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين المصارف الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم إجتيازها بتدشين سوق "الأورو– أسهم"، ويتم إصدار هذه الأسهم في سوق الدولية، إما بشكل مترافق مع الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية ويمكن القول أن ميلاد سوق "الأورو–أسهم" تعود إلى سنة 1983 وهو تاريخ متأخر مقارنة بالسندات وسوق الصرف.

وعلى هذا الأساس فعولمة أسواق الأسهم عرفت تباطؤا كبيراً، وهذا يعود إلى ضعف العلاقة بين أسعار مختلف الأسواق المالية أنذاك وإلى اختلاف طرق تقييم الأسهم من سوق إلى آخر حتى مع مؤسسات نفس القطاع فقد قدر حجم التداول اليومي آنذاك في سوق الصرف 100 مليار دولار و200 مليار دولار لسوق السندات في حين لم تحظى سوق الأسهم سوى على 25 مليار دولار لكن بدخول مرحلة جديدة من العولمة تعتمد على تكنولوجيا المعلومات شهدت هذه الأسواق مرحلة جديدة في تاريخ عولمتها.

3.3.تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية

إن التقدم العلمي في عالم الإتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذا أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل ساعد في تقدم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الإتصالات والمعلومات متعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية.

ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية: النظام الإلكتروني لتحويلات المالية بين البنوك، النظام الأوتوماتيكي للمقاصة، ونظام الإتصالات عبر البنوك والبورصات العالمية ونظام التيلكس.

المطلب الثاني: العوامل المساعدة على تسارع نمو وتيرة عولمة الأسواق المالية

من العوامل التي ساعدت على تسارع النشاط المالي واندماج الأسواق المالية نذكر ما يلي:

1.التقدم التقني:

مما ساعد على ظهور العولمة المالية وظهور الإبتكارات المالية الحديثة وسرعة إنتشارها هو التقدم التقني خاصة في مجال المعلومات والإتصالات، حيث تم تجاوز عقبة حواجز الزمان والمكان بين الأسواق الوطنية والدولية المختلفة، وإنخفضت تكلفة الاتصالات بأنواعها مما كان له إنعكاساً إيجابياً على زيادة سرعة تدفق حركة رؤوس

الأموال من سوق لأخرى، فمن خلال شبكة الإتصالات الحديثة أصبح من اليسر معرفة أخبار حركة الأسعار في مختلف الأسواق المالية الدولية والمقارنة بينها من أجل إتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة في أقل وقت ممكن[1].

وهناك عدة أسباب أدت إلى ظهور الإبتكارات المالية أهمها[2]:

– تزايد تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، وأسعار الصرف، وتزايد معدلات التضخم.

– التقدم في تكنولوجيا الإتصالات والكمبيوتر، وتزايد خبرات وقدرات الأطراف المشاركة في السوق بسبب تقدم أساليب التدريب.

– المنافسة القوية بين مؤسسات الوساطة المالية، وتزايد الحوافز للإلتفاف حول اللوائح وقوانين الضرائب.

2.عجز الأسواق الوطنية عن إستيعاب الفوائض المالية:

حيث أصبحت هناك أحجام متزايدة من المدخرات والفوائض المالية على مستوى الأسواق المحلية في الكثير من الدول، حيث عجزت تلك الأسواق عن إستيعابها، وهذا ما جعلها تتجه للبحث عن فرص أفضل للإستثمار في الأسواق المالية الخارجية نظرا لزيادة العائد، وهو ما أدى إلى تزايد الإتجاه نحو العولمة المالية، ومن ناحية أخرى أدى الإنخفاض الذي طرأ على أسعار الفائدة وتباطؤ النمو في بعض الدول المتقدمة إلى خروج رأس المال منها إلى الدول ذات معدل العائد الأكبر[3].

3. إنتشار التحرير المالي الوطني والدولي:

إن حدوث عمليات تحرير مالي متزايدة على المستوى الوطني والدولي وفي نفس الوقت تقريباً أدى إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، ومع زيادة حرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة ومع تسارع عمليات التحرير المالي تسارعت عملية عولمة الأسواق المالية والعولمة المالية وخاصة مع ربط ذلك بتحسين مناخ الإستثمار في الكثير من الدول والسعي إلى جذب المزيد من الإستثمارات من خلال الأسواق المالية[1].

4.اتساع سوق السندات:

تعتبر السندات أحد أهم الأدوات المالية المتداولة، كما يعود تسارع عولمة الأسواق المالية إلى النمو الكبير في إصدار السندات وتداولها في تلك الأسواق، وخاصة السندات الحكومية التي تعتبر أساس سوق السندات عموما، ويعود النمو الكبير في سوق السندات العالمية إلى مجموعة من العوامل نذكر منها[2]:

– مكافحة التضخم وتحقيق الإستقرار الإقتصادي في كثير من الدول مما جعل سعر الفائدة الحقيقي موجباً.

– السماح لغير المقيمين بالتعامل بالأوراق المالية المحلية.

– إستمرارية عجز الموازنات العامة وتمويل هذا العجز من خلال إصدار السندات الحكومية.

---

[1] فرانسوا لرو، ترجمة حسن الضيقة الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1999، ص 198.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص 146.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص63.

[1] BRIEN ,R.O Global Financial Integration , The End of Geography ,The Royal Institute of International Afairs,London,1999, p105.

[2] فرانسوا لرو، ترجمة حسن الضيقة، الأسواق الدولية للرساميل، مرجع سبق ذكره، ص 199.

– تفضيل المؤسسات التمويل عن طريق إصدار السندات بدلاً من الأسهم لأسباب ضريبية من جهة، ولإمكانية السيطرة على الإدارة من جهة أخرى.

– إلتزام البنوك بمقررات "بازل" مما حد من قدرتها على تمويل الإستثمارات الثابعة للقطاع الخاص مما دفعها إلى اللجوء إلى سوق السندات.

– تنوع السندات، وبالتالي تلبيتها لمختلف حاجات المقترضين والمستثمرين.

– لجوء حكومات الدول النامية للسندات بعد إنخفاض حجم القروض الحكومية والمصرفية والمعونات والمساعدات الرسمية.

5.الخصخصة:

يتضح ذلك من خلال الدور الذي لعبته في توسيع نطاق العولمة المالية وخاصة في ضوء تزايد عمليات التحرير المالي الوطني والدولي، فهناك علاقة وطيدة بين تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى الأسواق المالية وبرامج الخصخصة في هذه الأسواق[3].كما تساعد الخصخصة تدريجياً على تطوير الأسواق المالية، حيث أن وجود قطاع مالي تنافسي فعال يمكن أن يدفع بعجلة التنمية الإقتصادية والإجتماعية على نحو أسرع[4].

6.صعود الرأسمالية المالية

لم يكن للعولمة المالية أن تنمو وتتسارع دون أن تتزامن مع تنامي الرأسمالية، فقد نمت هذه الأخيرة من خلال نمو وتطوير صناعة الخدمات المالية بتركيبتها الهيكلية والمصرفية وغير المصرفية، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق الإستثمار،...إلخ، كما أصبحت الرأسمالية ذات طابع ريعي صرف، ويتجلى ذلك من خلال توظيفها لرؤوس الأموال لا إستثمارها،كما أنها تحقق ربحاً في الأوراق المالية أكثر من أن تحقق الأرباح في المشاريع الإنتاجية، وهو ما يعكس أن حركة رأس المال في الأسواق العالمية لم تعد مرتبطة بحركة التجارة العالمية، بل أصبح لها كيانها وألياتها ودورتها الخاصة بها، ويكمن ربط الرأسمالية المالية بما تم تسميته ب"الإقتصاد الرمزي" الذي تحكمه مؤشرات البورصات العالمية ويتأثر بالتغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وموازين المدفوعات، والتغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار، ومعدلات البطالة، وتغيرات المستوى العام للأسعار، إضافة إلى أنه إقتصاد يتأثر كثيراً بالشائعات والعوامل النفسية الناتجة عن بيانات وزارات المالية أو محافضي البنوك المركزية أو المسؤولين في الدولة[1].

7.وجود الابتكارات المالية الحديثة

[3] سعيدي فاطمة الزهراء، أليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة، مرجع سبق ذكره، ص 127.

[4] عبد الحسين وادي عطية، الإقتصاديات النامية أزمات وحلول، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 104.

[1] حازم الببلاوي، دور الدولة في الإقتصاد، دار الشروق، القاهرة، 1998، ص ص122-123.

إرتبط نمو العولمة المالية بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجذب إليها العديد من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية كالأسهم والسندات، فقد ظهرت العديد من الأدوات الإستثمارية الأخرى منها المشتقات ومن أدواتها (المبادلات) و(المستقبليات) و (الخيارات)..الخ، والمتتبع لهذه الأدوات يجد بوضوح تطورها عبر الزمن وبشكل سريع وملفت للنظر،كما أن قسماً من هذه الأدوات الإستثمارية الجديدة ظهر تحت ضغوط المنافسة بين المؤسسات المالية، وأدت إلى تسهيل وصول المستثمرين إلى الأسواق المالية المختلفة وبسرعة فائقة، وتنويع محافظهم المالية كما أن لهذه الأدوات أهمية بالغة من خلال الدور الذي لعبته في إيجاد التقارب والتكامل بين مختلف الأسواق المالية[2].

8.التوسع في تطبيق الاتفاق العام في تجارة الخدمات المالية GATSفي إتفاقيات منظمة التجارة العالمية

إن أهم ما أسفر عنه تكون النظام العالمي للتجارة الدولية هو اتفاقية خاصة حول تحرير تجارة الخدمات في الدورة الأخيرة لتحرير التجارة (الأورغواي1994)، حيث كان من أهم السمات المميزة لجولة الأورغواي، أن دخلت الخدمات إلى جانب السلع في عملية تحرير التبادل الدولي لأول مرة في تاريخ أل"GATT"، ومن ثم أضيف إلى الإتفاقية الأصلية بالسلع التي تحمل إسم ألGATT* "الإتفاقية العامة للتعريفات والتجارة" إتفاقية جديدة هي " الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات"[1].وقد سعت الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى إزالة كافة القيود أو تخفيضها، من أجل الوصول إلى نظام للتبادل الحر في الخدمات ومن ضمنها الخدمات المالية[2].

وفي نطاق التحرير المالي، شملت الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات (GATS) في ملحقها المتعلق بالخدمات المالية عدة أنواع من الخدمات المالية تشمل كافة الأنشطة العاملة في الأسواق المالية ذات الطابع التجاري والقابلة للتداول والتي لا تدخل ضمن وظائف الدولة، لأن الإتفاق يستبعد أنشطة المصارف المركزية والسلطات النقدية، ونشاطات صناديق الضمان الإجتماعي والتقاعد، وأية نشاطات تقوم بها المؤسسات العامة لحساب الحكومة أو بكفالتها أو بإستخدام المال العام، ومن الخدمات التي يتضمنها الإتفاق ما يلي[3]:

- الخدمات المصرفية وتشمل الإقراض بمختلف أنواعه مثل الإقراض الإستهلاكي والإقراض مقابل الرهون.
- الخدمات المدفوعة والتمويل النقدي بما فيها بطاقات الائتمان والشيكات والأوامر المصرفية.
- المتاجرة في البورصة، وأدوات سوق الصرف وسعر الفائدة.
- الأوراق القابلة للتداول والأصول بما فيها السبائك،
- المشاركة في إصدار مختلف أنواع السندات، وإدارة الأصول كالنقد ومحافظ الأوراق المالية وصناديق الضمان الاجتماعي.

---

[2] أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، "المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، استراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، ايام15-16مارس2005، ص 12.

* GATT :General Agreement on Tariffs and Trade.

[1] جلال أمين، العولمة والتنمية العربية من حملة نابليون إلى جولة الأورغواي (1798-1998)، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 2001، ص 196.

[2] إبراهيم العيسوي، ألغات وأخواتها، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1995، ص 73.

[3] أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، استراتجيات مواجهتها، مرجع سبق ذكره، ص 42.

– التأمين المباشر بمختلف أنواعه، وإعادة التأمين والوساطة في التأمين كالسمسرة والرقابة.

– خدمات البحوث والإستشارات المتعلقة بالإستثمار.

– تقديم المشورة بخصوص عمليات الشركات.

المطلب الثالث: أثار العولمة المالية على الأسواق المالية وسياسات مواجهتها

تشير الكثير من التغيرات والتطورات والدراسات والظواهر والإنعكاسات الخاصة بالعولمة أن لها تأثيرا واسع النطاق على الأسواق المالية لكل دولة من دول العالم، وبالتالي يمكن الإشارة في تركيز شديد على عدد من انعكاسات العولمة المالية على الأسواق المالية وذلك خلال الآثار التي تتركها بين أثار ايجابية وأخرى سلبية (مخاطر)، وبالتالي ضرورة البحث عن السياسات التي تمكن من تجنب سلبيات العولمة المالية أو التقليص منها، حيث أن العولمة المالية كظاهرة جذبت إهتمام الكثير من الباحثين والمسؤولين الذين حاولو تناولها بهدف ضبط مفهومها والتعرف على أليالتها، والمنافع والمشاكل التي تنجم عنها، فكان المجتمع مابين معارض لفكرة العولمة المالية ويستند في ذلك على أثارها السلبية، ومؤيد لهذه الفكرة مؤكدا على إيجابياتها، وقسم أخر يقرر التفاعل مع العولمة المالية وذلك بأخذ ماهو نافع وتجنب ماهو سيئ.

1.أثار العولمة المالية على الأسواق المالية

هناك أثار ايجابية وأخرى سلبية نتناولها كما يلي:

1.1.الأثار الايجابية

تتمثل الأثار الإيجابية للعولمة المالية على الأسواق المالية في العناصر التالية:

– توفر العولمة المالية تعبئة عالية للإدخارات التي تؤثر في عملية النمو الإقتصادي لأن حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها إلى الإستثمارات من شأنه أن يؤدي دورًا كبيرًا في التخصيص الجيد للموارد وزيادة النمو الإقتصادي ،كما أثبتت الدراسات الحديثة أهمية سوق المال كأداة لتمويل المؤسسات بالمساهمة برؤوس الأموال في دول شرقي أسيا وأمريكا اللاتينية، فهي توفر فرصة للمؤسسات والدول لإستبدال الديون بمساهمات رؤوس الأموال فيتم تعويض التمويل بالقروض بالتمويل بمساهمات في رأس مال المؤسسات، وهو ما يجعلها تبتعد عن مخاطر تقلبات الإيرادات أو زيادة أسعار الفائدة والإستفادة من تلك الموارد التي كانت ستوجه لتسديد القروض [1].

– إن إنفتاح الأسواق المالية والمصرفية أدى إلى دخول البنوك العالمية الكبرى وإنتشار فروعها في دول العالم مما أوجد منافسة بينها وبين البنوك المحلية في إستقطاب الأموال والودائع ومنح القروض بتسهيلات لم تكن متوقعة في ظل الوضع مثل العولمة[2].

[1] صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 223.

[2] صلاح عباس، العولمة وأثارها في الفكر المالي والنقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 131.

– تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، حيث تسمح العولمة المالية بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية، وتنقسم التدفقات الرأسمالية وفقًا للتقسيم الدولي إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي[3]:

أ.الإستثمار الأجنبي المباشر: وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك مالا يقل عن10% من رأس مال شركة محلية في دولة ما.

ب.إستثمارات الحافظة: وتتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة والتبادل ويمثل هذا النوع (الأموال الساخنة) في البورصات.

ج.تدفقات أخرى: وهي تتضمن التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير القابلة للتجارة مثل القروض والودائع.

حيث أدى الربط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة إلى زيادة التدفقات المالية نحو الدول النامية، فبينما كانت تلك التدفقات تتراوح مابين 10و20 مليار دولار سنويا في عقدي السبعينيات والثمانينيات (أو مايعادل1% من الناتج المحلي الإجمالي)، حيث إرتفعت إلى 63 مليار دولار سنة 1990، ووصلت إلى 120 مليار دولار سنة 1991، لتصل إلى 280 مليار دولار، (أو ما يعادل 4% من الناتج المحلي الإجمالي) سنة 1997، لتنخفض إلى 234 مليار دولار سنة 1998بسبب الأزمة المالية للأسواق المحلية الناشئة، هذا في إطار الإستثمار بالأدوات المتاحة في تلك الأسواق، أما من ناحية الإستثمارات المباشرة في الدول النامية مقيمة بالدولارات الجارية (خلاف أوربا الشرقية)، فقد إرتفعت ب30% سنويا خلال الفترة (1992،1987) وقد إرتفعت حسب إحصائيات البنك العالمي من 10 مليار دولار سنة 1985إلى 36 مليار دولار عام 1994.

ولقد عرف العالم خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين تدفقات معتبرة من رأس المال خاصة مع موجة التحرير المالي التي شهدتها العديد من دول العالم بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال حيث بلغ نصيب الدول النامية من هذه التدفقات حوالي 125.1 مليار دولار عام 2001 وكان هذا بعد فترات التقهقر التي أعقبت أزمة المديونية العالمية عام 1982 و1989 ما يقارب 8.8 مليار دولار بعدما كانت تفوق 34.5 مليار دولا مابين 1977 و1982م[1].وهو مايوضحه الجدول رقم (02).

الجدول رقم(02): التدفقات المالية الخاصة *إلى الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة(2005/2009)

(مليار دولار)

	2005	2006	2007	2008	2009
الدول النامية واقتصاديات السوق الناشئة	682.2	1003.6	1724	806.7	479.2
إفريقيا جنوب الصحراء	36.6	43.8	54.4	31.2	27.2

[3] شذا جما ل خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002، ص ص 29-30.

[1] L' onagde Jacques,les movment internationaux de capiteaux, Edition ,Economica, paris,1997, p1.

وسط وشرق أوربا	120.1	173.6	231.6	182.4	28.2
رابطة الدول المستقلة	109.8	152.5	290.3	165.9	25.3
الدول النامية الأسيوية	229.3	291.6	522.4	304.3	265.3
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	93.6	218.3	405.9	14.6	3.1
نصف الكرة الغربي	92.7	123.9	219.2	137.5	130.2

المصدر: صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، أفريل 2010.

*تشمل تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وإستثمارات المحافظ وتدفقات إستثمارية أخرى للأجلين القصير والطويل.

ومن الجدول نلاحظ تزايد حجم التدفقات المالية من خلال الفترة (2005-2007) على مختلف الدول، أما إبتداء من سنة 2008 فقد شهدت هذه التدفقات إنخفاضاً، حيث بلغت سنة 2007 نحو 1724 مليار دولار في الدول النامية وإقتصاديات السوق الناشئة التي تمثل أكبر الفئات إستقطاباً للإستثمارات وتدفقات رؤوس الأموال بعدما كانت 682.2 مليار دولار سنة 2005،كما يلاحظ إنخفاض حجم التدفقات المالية إبتداء من سنة 2008 و2009 لتسجل أدنى مستوياتها حيث وصلت في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا 3.1 مليار دولار سنة 2009 بعدما كانت تمثل 93.6 مليار دولار سنة 2005، وهذا راجع إلى الأزمة المالية العالمية التي نتج عليها العديد من الآثار من بينها تراجع معدلات النمو الإقتصادي وتراجع حجم الإستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات رؤوس الأموال، وتراجع في الايرادات بالنسبة للدول البترولية والدول التي تعتمد على صادراتها في المواد الخام بسبب نقص الطلب عليها وتراجع معدلات النمو في الدول الصناعية الكبرى، ويعاب على تلك الإستثمارات والتدفقات المالية أنها تركزت في عدد محدود من الدول النامية، حيث إستحوذت 5 أو 6 دول من مجموع الدول النامية على معظم الإستثمارات، وهي الصين، المكسيك، الأرجنتين، تايلاند، ماليزيا.

– بالنسبة للدول المتقدمة تسمح العولمة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال (وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى) بخلق فرص إستثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائضها المتراكمة، وتوفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال وتنويعها ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين الأسواق المالية المختلفة[1].

– إن تحرير التجارة العالمية من مختلف العراقيل، وزيادة الإستثمارات الأجنبية وتدفق رؤوس الأموال نحو الدول النامية، قد يسهم بشكل فعال في تحقيق النمو الإقتصادي لهذه الدول،كما يعتبر بمثابة فرصة لعلاج المشاكل

[1] محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، مرجع سبق ذكره، ص147.

والصعوبات الإقتصادية التي تعاني منها، من خلال نقل التكنولوجيا وزيادة الإنتاج، وتحسين نوعيته، ورفع المستوى المعيشي للأفراد، لكن هذا بشرط أن يتم توجيه هذه المشاريع والإستثمارات، بالشكل المناسب لظروف الدول النامية[2].

– ساهمت العولمة المالية في نشأة أسواق مالية جديدة ليس لها مكان جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة يبعضها البعض والتي توفر المعلومات عن الأدوات المالية الجديدة التي تتعامل فيها تلك الأسواق ،كما أدى إنخفاض تكاليف المعاملات وإبتكار أدوات مالية جديدة إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية، ويمكن أن يترتب على تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى التخفيف من مشكلة التمويل الخارجي للدولة، وإن تكامل الأسواق المالية في الدول النامية مع الأسواق المالية في العالمية يترتب عليه إتجاه أسعار الفائدة إلى الإنخفاض، الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الإستثمار[3].

2.الآثار السلبية للعولمة المالية على الأسواق المالية

أكد خبراء صندوق النقد الدولي أن هناك مخاطر تصاحب العولمة المالية، ولكن يمكن تجنبها أو التعامل معها بقدر من قواعد التنظيم، وتعزيز سلامة المؤسسات المالية، وبصفة عامة فإنه يمكن رصد أهم مخاطر العولمة المالية فيما يلي:

1.2.مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية:

مع التطبيق التام للعولمة المالية، وتزايد إندماج وتكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية فإنه من المتوقع أن تفقد الدول سيطرتها وسيادتها الوطنية في مجالي السياسة النقدية والسياسة المالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال التحليل الأتي[1]:

تأثير العولمة المالية على السياسة النقدية يتجلى في فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية، مما قد يؤدي إلى حدوث التضخم، وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لذلك، ومع تزايد مستوى العولمة المالية فإن تحديد أسعار الفائدة ستخرج عن سيطرة البنك المركزي، حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية، لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار فائدة وأسعار صرف لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن يؤدي إلى تدفقات كبيرة إلى داخل الدولة أو إلى خارجها من رؤوس الأموال قصيرة الأجل وكل هذا سوف يؤدي إلى الحد من قدرة الدولة على إستخدام السياسة النقدية وسعر الصرف لتحقيق أهداف

[2] ناصر دادي عدون، شعيب شنوف،الحركية الإقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي والعولمة الغربية، مرجع سبق ذكره، ص 100.

[3] عمر صقر،العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة،الدار الجامعية ،الإسكندرية،2003 -2004، ص ص 25-26.

[1] أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي،"المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، استراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، مرجع سبق ذكره، ص ص29-30.

الإقتصاد الكلي وذلك من خلال تأثرها بحركة رأس المال، ففي ظل العولمة المالية وتكامل الأسواق المالية فإنه لا يمكن لصانعي السياسة النقدية الجمع بين ثلاثة سياسات نقدية بأن واحد وهي:

- أسعار الصرف الثابتة.
- حرية حركة رأس المال.
- زيادة سعر الفائدة المحلي قصير الأجل بفارق كبير نسبيا عن المستوى العالمي.

أما تأثير العولمة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر أكثر كلما تزايدت درجة العولمة المالية، ففي الحالات التي يتأثر فيها الإستثمار بالإعتبارات الضريبية تلجأ الشركات وكبار المستثمرين في الدول الصناعية إلى الخروج بإستثماراتهم إلى دول تكون فيها معدلات الضرائب على الدخل وعلى الأرباح منخفضة مما يؤدي ليس فقط إلى إنخفاض حصيلة موارد الدولة السيادية من الضرائب، بل لإضعاف فعالية السياسة المالية في تحقيق أهدافها،كما أنه مع تزايد خروج رؤوس الأموال خارج الحدود الوطنية بسبب الضرائب ستزداد معدلات البطالة في دول نزوح رأس المال ولمقابلة ذلك تضطر الحكومات إلى خفض معدلات الضرائب على الشركات مما سيؤدي إلى إنخفاض الإيرادات الضريبية وزيادة عجز الموازنات العامة، وقد تكون الدولة في هذه الحالة مجبرة عن التخلي عن بعض البرامج الإجتماعية.

2.2.مخاطر غسيل الأموال وهروب الأموال الوطنية إلى الخارج:

تعرف عمليات غسيل الأموال بأنها "العمليات التي يسعى من خلالها مرتكبو الجرائم المختلفة إلى إخفاء حقيقة مصادر هذه الأموال الناتجة عن أعمال غير مشروعة، وطمس هويتها بحيث يصعب التعرف على ما إذا كانت هذه الأموال ناتجة عن أعمال غير مشروعة أم لا"[1].حيث أن عمليات التحرير المالي التي أقدمت عليها الدول النامية خلال التسعينيات من القرن الماضي أدت إلى تدفق رؤوس الأموال من هذه الدول إلى الخارج، وهذا يعني خروج المدخرات المحلية للإستثمار في الخارج، وهذا يؤدي إلى إتساع الفجوة بين الإدخار والإستثمار في هذه البلدان، ومن جهة أخرى ساعدت عملية التحرير المالي وحرية دخول وخروج الأموال في تفاقم ظاهرة غسيل الأموال، بحيث أصبح من السهل إستثمار الأموال الضخمة المكتسبة من الأنشطة غير المشروعة (تجارة المخدرات، السرقة، أعمال المافيا... إلخ) في الخارج، وهذا على شكل أسهم و سندات، أو فتح حسابات في البنوك الأجنبية[2].

ولقد كانت عملية تبيض الأموال تتم بصورة تقليدية وفي أماكن محددة معروفة في العالم، إلا أنه مع سرعة إندماج الأسواق المالية للدول النامية في الأسواق العالمية أصبحت هذه الدول ملاذا لكميات كبيرة من الأموال القذرة وقد سهلت إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف الأجنبي، وقوانين تشجيع جذب رؤوس الأموال لتلك الدول، كما أن ضغوط الحاجة إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الإحتياطات الدولية ولرفع أعباء الديون الخارجية وتمويل إحتياجات

[1] ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

[2] ساعد مرابط، بلميهوب لمياء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، "الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

التجارة الخارجية فإن كثيراً من حكومات هذه الدول أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال القذرة، وسمحت بإندماجها في السوق المحلي[3].

3.2.مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة:

جاءت سياسة التحرير المالي العالمي لتسهل المضاربات، حيث تم إلغاء القيود على تداولات العملات الأجنبية بهدف رفع كفاءة إستخدامها، ولكن الذي حدث هو أن هذه العملات أصبحت تتحرك بسرعة من خلال شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص المضاربات لإقتناص الأرباح الضخمة، وقد أدى ذلك إلى دخول الشركات الصناعية الكبرى في هذا المجال نظرا لأن أرباحها من المضاربات تفوق أرباح إنتاجها الحقيقي، وقد أدت هذه المضاربات إلى خسائر على العملة يتحملها في النهاية البنوك المركزية المصدرة لهذه العملات، وتشير دراسة أعدها العاملون في صندوق النقد الدولي إلى أن الإندماج السريع والمستمر لبلدان الأسواق الصاعدة في أسواق المال العالمية في التسعينيات من القرن الماضي كان مصحوباً بالعديد من أزمات العملة، وقد أكدت الأزمات المعاصرة الصلة الوثيقة بينها وبين العولمة المالية، ولعل أوضح نموذجين يوضحان التأثير الضار لهجمات المضاربين هما المكسيك عام1994، وتايلاند عام1997م[1].

4.2.مخاطر التقلبات الفجائية لرأس المال:

لقد قدر حجم إنسياب رؤوس الأموال سنة 1997 إلى الدول النامية بحوالي 280 مليار دولار، كان أغلبها من جهات خاصة، حيث شكلت الإستثمارات في المحافظ المالية ثلث (3/1) هذا الإنسياب والباقي مقسم بين إستثمارات مباشرة وقروض، ويمس خطر التقلبات الفجائية لرأس المال الإستثمارات في المحافظ المالية* إذ تحكم التقلبات عوامل قصيرة الأجل والسعي الدءوب نحو الأرباح السريعة، كما يتأثر بالتوقعات والمعلومات التي تتوفر للمتعاملين، وتكمن خطورة هذه التقلبات الفجائية في أثار سلبية على الإقتصاد الوطني حيث[2]:

-في حالة الدخول بكميات كبيرة:

في هذه الحالة غالباً ما يحدث مايلي:

أ.إرتفاع أسعار العملة الوطنية الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض الصادرات وإرتفاع الواردات، وبالتالي ينجر عنه عجز في الميزان التجاري.

ب.إرتفاع أسعار الأصول، وخاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية (الأسهم، السندات...إلخ).

ج.زيادة الإستهلاك المحلي.

-في حالة الخروج بكميات كبيرة:

في هذه الحالة غالباً ماتظهر الأمورالتالية:

[3] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وتبيض الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008 ، ص10.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص240.

*محفظة الأوراق المالية: هي التشكيلة التي يحتفظ بها الشخص من الأوراق المالية وقد تحتوي على أسهم وسندات ووثائق الإستثمار.

[2] قادة عبد القادر، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الشلف، 2008-2009، ص ص 12-13.

ا. إنخفاض سعر صرف العملة المحلية.

ب.تدهور الأصول العقارية والمالية.

ج.هبوط الأسعار.

د.حدوث تدهور في معدلات الربح.

هـ.تزايد العجز في ميزان المدفوعات.

و.فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.

ز. إستنزاف الإحتياطات الوطنية من العملات الأجنبية للبلد.

5.2.مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج:

حيث أسفرت العولمة المالية فيما يتعلق بالدول النامية أن من أهم مخاطرها تكمن في تدويل مدخراتها الوطنية مما يؤدي إلى خروج هذه المدخرات للإستثمار بالخارج في الوقت الذي تحتاج فيه الدولة إلى هذه المدخرات للإستثمار بالداخل، وتكشف البيانات التاريخية المتاحة إلا أن هناك دولاً تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة إلى الخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن10% مثل حالات فنزويلا في أوائل الثمانينيات، ورغم أن ظاهرة هروب الأموال الوطنية إلى الخارج قديمة في البلدان النامية إلا أن إجراءات التحرير المالي والدولي أعطى نوعاً من المشروعية على خروج هذه الأموال وما ينجم عنها من أثار سلبية على ميزان المدفوعات[1].

6.2.مخاطر تعرض البنوك للأزمات:

لقد لوحظ أن من أهم مخاطر العولمة المالية هي تلك الأزمات التي يتعرض لها الجهاز المصرفي سواء من خلال عمليات التحرير المالي أو بعد إتمام هذه العملية ذلك لأنه في ظل العولمة المالية تزداد درجة إندماج وتكامل الجهاز المصرفي للدول مع الأسواق المالية العالمية، وهذا يؤدي إلى أن أي مصاعب تواجه الجهاز مصرفي في أي دولة ما سوف يؤثر على كافة القطاعات المصرفية في الدول الأخرى، ولعل أزمة البنوك في المكسيك عام 1994 تعد مثالاً نموذجياً عن هذا النوع من الأزمات، فخلال عام 1994 إرتفع الدولار الأمريكي داخل سوق الصرف بالمكسيك وهو الأمر الذي رفع قيمة إلتزامات البنوك المكسيكية بالعملات الأجنبية وحدثت الأزمة بسبب عدم سداد هذه الإلتزامات [2].

ومما سبق يمكن القول بأن عولمة الأسواق المالية تنطوي على العديد من الميزات والمنافع الإيجابية كما يترتب عليها العديد من المخاطر، فالعولمة المالية التي تهدف إلى إزالة القيود والحواجز أمام حركة رؤوس الأموال وتدفقات رؤوس الأموال بأشكالها المختلفة وتحرير الخدمات المالية من خلال الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات"GATS" وملاحقها المالية فقد تبين بوضوح من جراء الأزمات* المالية التي شهدتها دول العالم، والتي شكل تكرار حدوثها

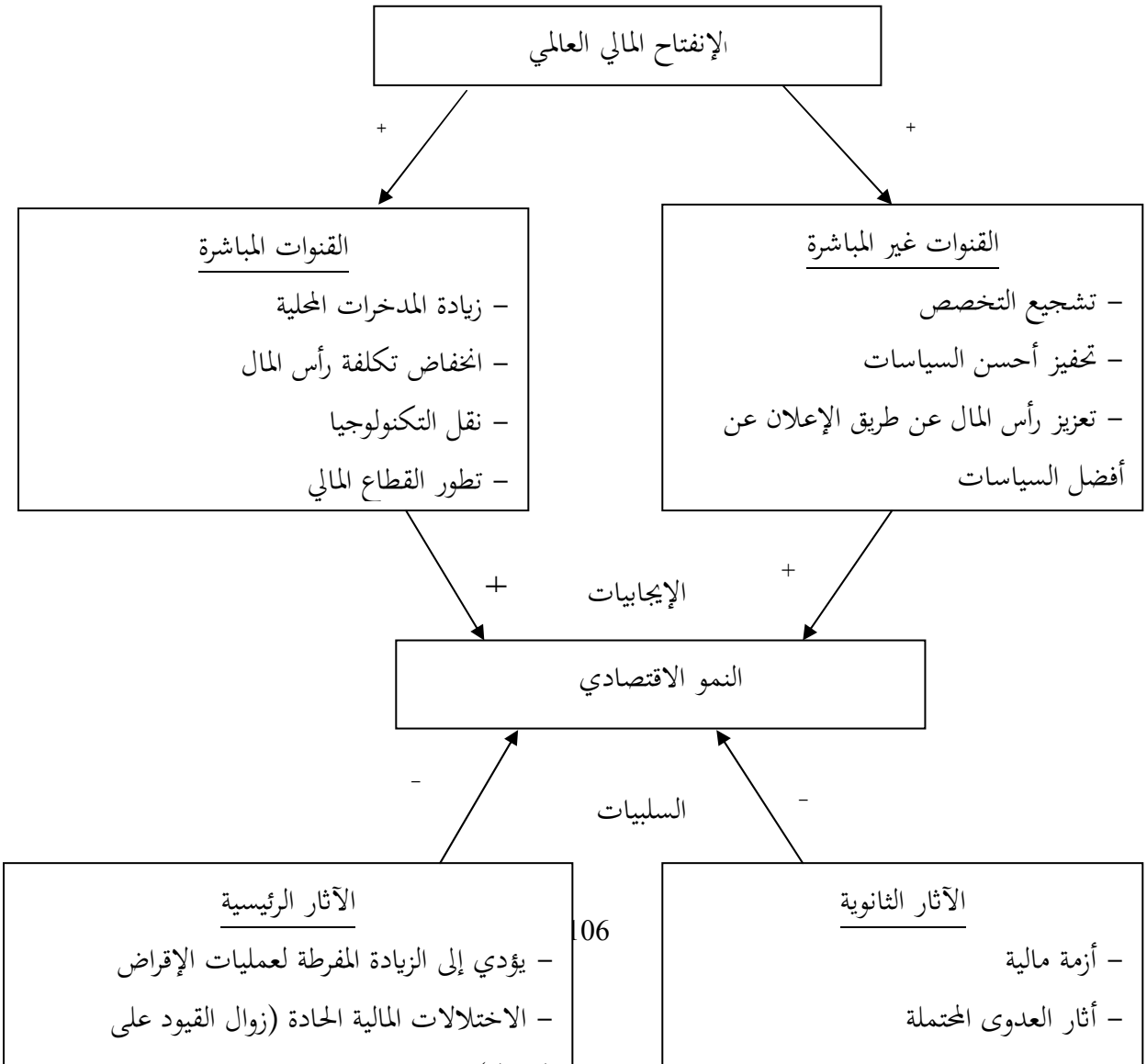
[1] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 241.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص ص240-241.

*لمعلومات أكثر حول الأزمات المالية وأسباب حدوثها وأثارها، سيأتي شرحه تفصيليا في المبحث الرابع الخاص بالأزمات المالية.

ظاهرة مقلقة وخلقت نوعاً من عدم الإستقرار والثقة، بالإضافة إلى الإضطرابات التي عصفت بأسواق الأسهم والعملات في العديد من دول العالم ودول جنوب شرق آسيا عام 1997 وأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي تحولت فيما بعد إلى أزمة مالية عالمية، والشكل رقم (5) يوضح أهم الآثار الإيجابية والسلبية للعولمة المالية.

الشكل(05): أهم الآثار الإيجابية والسلبية للعولمة المالية



المصدر: أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية،"الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر2009، ص 5.

حيث أنه من الشكل يتضح بأن من أهم الأثار الإيجابية للعولمة المالية هو نشأة أسواق مالية جديدة ليس لها مكان جغرافي، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الإتصالات والكمبيوتر عبر العالم، كما أنها تؤثر بشكل مباشر على تطوير الأسواق المالية وتجعلها القائد والموجه للإستثارات الأجنبية عن طريق تعبئة المدخرات المحلية وزيادة الإستثمارات المالية والزيادة في معدلات النمو الاقتصادي، لأن حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية من شأنه أن يؤدي إلى التخصيص الجيد للموارد وزيادة النمو الإقتصادي، وتوفر موارد مالية كبيرة بالعملات الأجنبية وهي بذلك تحد من درجة الإعتماد على الإقتراض الخارجي وخفض تكلفة التمويل، كما أنها تساعد على خلق نوع من المنافسة وهو مايؤدي إلى تحديث النظم المصرفية وخلق بيئة مشجعة للقطاع الخاص ونقل التكنولوجيا للدولة المضيفة للإستثمارات.

أما في الجانب السلبي للعولمة المالية فإنها تؤدي إلى حدوث أزمات مالية وإقتصادية كبيرة نتيجة لإرتباط الأسواق ببعضها البعض ونتيجة لعمليات التحرير المالي التي إتبعتها معظم الدول وإلغاء القيود على حركة رؤوس الاموال، وهو مايؤدي إلى إحتمال انتقال عدوى الأزمات المالية وحدوث أضرار كبيرة وإضطرابات في إقتصاديات الدول خاصة تلك التي لاتمتلك وسائل الحماية والتحوط ضد الأزمات، كما أنها تؤدي إلى حالة من عدم الإستقرار في السياسات النقدية والمالية للدول والتذبذب في مصادر التمويل نتيجة التقلبات الفجائية لرأس المال ومخاطر التعرض لهجمات المضاربة، ومخاطر تبيض الأموال ومخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية نحو الخارج.

3.سياسات مواجهة مخاطر العولمة المالية على الأسواق المالية

لمواجهة مخاطر العولمة المالية هناك عدة أساليب يمكن إعتمادها نذكر منها[1]:

[1] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص ص 244-245.

– رقابة الدولة على الأموال الساخنة التي تدخل للمضاربة في الأسواق المالية بسرعة ووضع الضوابط اللازمة لمنع أثارها السلبية على الإقتصاد الوطني.

– وضع نظام متكامل للرقابة على البنوك المركزية وذلك لمنع فرض التلاعب ومنح الائتمان بدون ضوابط أو إنتشار الفساد وغيرها، وذلك لأن البنوك تعد محرك الاقتصاد الوطني.

– وضع الضوابط اللازمة داخل الأسواق المالية لمنع عمليات المضاربة وتحجيمها لأثارها المدمرة على الإقتصاد ككل.

– تشجيع إستثمار رؤوس الأموال الوطنية داخل حدود الوطن سواء من خلال تحفيزها بحوافز معينة مثل الإعفاء الضريبي أو منح تسهيلات معينة في الإجراءات أو دعمها وتسويق منتجاتها وغيرها.

– إصدار التشريعات اللازمة لمحاربة ظاهرة غسيل الأموال لمنع دخول الأموال القذرة إلى الأسواق المالية والاقتصاد ككل.

– دمج البنوك المحلية والمتوسطة من أجل توافر كيانات مصرفية قوية تكون قادرة على مواجهة التحديات مع البنوك الأجنبية سواء في السوق المحلي أو العالمي.

– دعم الدولة لقطاع البحث والتطوير وتخصيص المزيد من الأموال للإنفاق على هذا القطاع الهام حيث يتحدد مستقبل الدول بمقدار إنفاقها على البحوث والتطوير وخاصة في ظل العولمة وسهولة إنتقال الإختراعات والأفكار والإبتكارات وتداولها، فإذا لم تطور الدول من إنتاجها لن تستطيع تصريفه وبالتالي تفقد الميزة التنافسية لها.

بهذه الأساليب وغيرها يمكن التعامل مع مخاطر العولمة المالية لأن المطلوب هو المواجهة والتعامل مع العولمة قصد الإنتفاع بالمزايا التي تمنحها والتخفيف من المخاطر والسلبيات التي يمكن أن تنجم عنها ولا مجال لتجاهلها أو الهروب منها.

المبحث الرابع: أزمات الأسواق المالية

إن للأسواق المالية دوراً مهماً في إقتصاديات الدول، وذلك نظراً لما تقدمه من خدمات مالية وتمويلية ، لذلك فسلامة وحسن أداء الأسواق المالية ينعكس على سلامة وحسن الأداء الإقتصادي للدول بوجه عام كما أن تدهور وإنخفاض كفاءة الأسواق المالية لا يقتصر تأثيره عليها فحسب بل يمتد ليشمل باقي القطاعات الاقتصادية ولعل أبرز مثال على أهمية وتأثير دور القطاع المالي على الأداء الإقتصادي للدول هو ما حدث في أسواق الدول الناشئة في الآونة الخيرة حيث تعرضت هذه الدول إلى أزمات مالية حادة نتيجة التدهور الحاد في أداء ومؤسسات الأسواق المالية لهذه الدول، وتعد الأزمات المالية من أكثر المواضيع الإقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها وتكرار حدوثها وإرتباطها بدورات الأعمال، لهذا سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الأزمات وأسبابها، ونقدم بعض الأزمات المالية التي شهدتها الاسواق المالية وكذا سياسات مواجهتها.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

تعد الأزمات المالية سمة ملازمة لإقتصاديات السوق، وهي تحتل بذلك (الأزمات) بإختلاف مصادرها مركزاً هاماً في دراسات وأبحاث الإقتصاديين وهذا نظرا للآثار السلبية التي تخلفها في الإقتصاد، حيث أن توجه معظم الدول نحو التحرير المالي، وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال في ظل النظام العالمي الجديد الذي يعطي دينامكية أكبر لعمل الأسواق المالية، وهو ما يجعل أسواق هذه الدول أمام إمكانية تعرضها لأزمات مالية كبيرة نظراً لإرتباط الأسواق المالية الدولية ببعضها البعض بسبب العولمة المالية.

1.تعريف الأزمة

تختلف التعريفات من إقتصادي إلى أخر ومن بيئة إلى أخرى، ويمكن إعطاء التعريفات الآتية:

- **المفهوم العلمي للأزمة:** تعبر الأزمة عن موقف وحالة يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية (دولة، مؤسسة، مشروع، أسرة) تتلاحق فيها الأحداث وتتشابك معها الأسباب بالنتائج، ويفقد معها متخذ القرار السيطرة عليها، أو على إتجاهاتها المستقبلية[1].

- **المفهوم الإقتصادي:** عرف الإقتصاديون الأزمة الإقتصادية بأنها " فترة انقطاع في مسار النمو الإقتصادي تؤدي إلى عدم إنتظام الإقتصاد وتتخذ أشكالاً متعددة منها إنهيار الأسواق المالية وزيادة المضاربات وزيادة البطالة[2].

وعليه يمكن تعريف الأزمة على أنها حدث أو موقف مفاجئ يؤدي إلى تغير مفاجئ وحاد في البيئة الداخلية أو الخارجية للدولة، وينشأ عنه تهديدا لقيم أو أهداف أو مصالح أو أمن الدولة الخارجي أو الشرعية الدستورية، ويتطلب سرعة التدخل والمواجهة للتحكم في تأثيراتها المختلفة المنتظرة المتوقعة.

2.الخصائص الأساسية للأزمة

للأزمة مجموعة خصائص يتعين توافرها في حدوث الأزمة أو الحالة التي يواجهها متخذ القرار ومن بين أهم الخصائص التي تتميز بها الأزمة ما يلي[1]:

– إن مصدر الأزمة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متتابعة ومتسارعة تزداد فيها الحاجة إلى الفعل المتزايد لمواجهة الظروف الطارئة.

– تعدد وتشابك الأبعاد بحيث يتأثر الإقتصاد بمتغيرات عديدة أثناء موقف الأزمة ومن أطراف مختلفة قانونية، إقتصادية، إعلامية، حكومية.

– تسبب الأزمة في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر والقلق قد تصل إلى حد الرعب، وتقييد التفكير، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.

– نقص المعلومات بحيث لا تتوفر معلومات كاملة عن الموقف عند حدوث الأزمة، مما يزيد من صعوبة إدارة الموقف بشكل سليم في ظل معلومات منقوصة، ودرجة عالية من الشك في القرارات المطروحة، مما يصعب التحكم في أحكامها وصعوبة إتخاذ القرار.

– التداخل والتعدد في الأسباب والعوامل والعناصر والقوى المؤيدة والمعارضة وإتساع جبهة المواجهة.

3.تعريف الأزمة المالية

التعريف الأول: الأزمة المالية هي تدهور أو إنخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الإقتصاد الوطني[2].

[1] محسن أحمد الخضري، إدارة الأزمات، منهج إقتصادي وإداري لحل الأزمات على المستوى القومي والوحدة الإقتصادية، مكتبة مدبولي، القاهرة، بدون سنة نشر، ص 53.

[2] محمد إبراهيم عبد الرحيم، المتغيرات العالمية للمنظمات، الخصخصة، العولمة، الإقتصاد المعرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2007، ص 111.

[1] السيد رجب عبد الحميد، دور القيادة في إتخاذ القرار خلال الأزمات، مطبعة الإيمان، القاهرة، 2000، ص28.

[2] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص32.

التعريف الثاني: تعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها إنهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع إنكماش حاد في النشاط الإقتصادي[3].

كما تعتبر الأزمة المالية أحد مسببات الأزمة الإقتصادية التي يختلف البعض في علاقتها بالقطاع الصناعي فمنهم من يرى بأن تداعيات الأزمة المالية وشح مصادر تمويل التكنولوجيا التي سيتبعها بالضرورة إلى إنخفاض تراكم رأس المال الصناعي يؤدي إلى إنخفاض القطاع الصناعي الذي ينسحب بدوره على كافة القطاعات الإنتاجية مما يؤدي إلى الأزمة الإقتصادية، ومنهم من يرى أن تباطؤ نمو القطاع الصناعي هو سبب الأزمات المالية بسبب عدم قدرة هذا القطاع على توليد موارد مالية وتوظيف حقيقي يستوعب قدرات المجتمع البشرية والمادية مما جر القطاعات الأخرى والإقتصاد إلى الوراء.

فالأزمة المالية بالتعريف هي الإنخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول تكون إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو المخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الإدخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للنفط أو للعملات الأجنبية مثلاً).

وعموما يقصد بأزمة الأسواق المالية التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية.

1.3.أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع سبب الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في أن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب والعوامل الهيكلية التي تسهم في حدوث الأزمات المالية تشمل ما يلي[1]:

- مشاكل ديون القطاع الخاص وضعف جودة القروض.
- إرتفاع الإلتزامات الخارجية في الدول المقترضة.
- الإرتباط الوثيق بين العملة المحلية والدولار الأمريكي.
- ضعف الأداء الإقتصادي ومشاكل ميزان المدفوعات.
- التغيرات في التكنولوجيا في أسواق رأس المال.
- نقص الثقة في قدرات الحكومة على حل مشاكلها بنجاح.

[3] السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.

[1] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.

ويمكن أن تحدث أزمات في البورصة لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها والبعض الأخر يصعب قياسه بدقة، وترجع أهم أسباب حدوث الأزمات في البورصة إلى العناصر الآتية[2]:

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الإقتصادية والحروب التجارية.
- المتغيرات المحلية في معدلات التضخم (أسواق السندات) وأسعار الصرف (أسواق العملات) وأسعار الأسهم وتغير أسعار الفائدة.
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والإختراعات، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الإستثمار.
- الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية والمضاربات غير المحسوبة.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة وسريعة نتيجة لأزمة ثقة في النظام الرأسمالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل يرافقها توسع مفرط في عمليات الإقراض دون التأكد من الملاءة الإئتمانية للمقترضين، وهو ما يؤدي إلى إنخفاض العملة المحلية، مؤدياً إلى حدوث تدفقات رأسمالية إلى الخارج، ولقد عرف العالم عدة أزمات مالية.

وقد تأخذ الأزمة المالية شكل إنهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

هناك عدة أنواع من الأزمات المالية التي يمكن تقسيمها إلى مايلي[1]:

1.الأزمات المصرفية

تحدث هذه الأزمة عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع التي لديه أو تشغيلها بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، ومن ثم فإنه لن يستطيع بطبيعة الحال الإستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت هذه النسبة، وبذلك يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وإمتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في هذه الحالة أزمة مصرفية، وعندما يحدث العكس، أي أن تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح قروضاً خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الإئتمان.

2.أزمات العملة وأسعار الصرف

تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر في قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو كمخزن للقيمة ، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى إتخاذ

[2] فريد النجار، البورصات والهندسية المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998-1999، ص207.

[1] نزهان محمّد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الإقتصادية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد26، العدد2،2010 ، ص ص 659-660.

السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، ومن ثم تحدث أزمة قد تؤدي إلى إنهيار سعر تلك العملة ، وهو شبيه بما حدث في تايلاند، وكان السبب المباشر في إندلاع الأزمة المالية في شرق أسيا عام1997، وفي هذا الصدد فإن بعض تلك الأزمات لها أثر محدود في القطاع غير المالي، أما بعضها الأخر فيؤدي دورا أساسياً في تباطؤ النمو الإقتصادي وحدوث إنكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد.

3.أزمات أسواق المال"حالة الفقاعات"

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف إقتصادياً بظاهرة "الفقاعة"، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة ، على نحو إرتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل-كالأسهم مثلا-هو الربح الناتج عن إرتفاع سعره وليس نتيجة قدرة هذا الأصل على توليد الدخل.

المطلب الثالث: حالات من أزمات البورصة

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات، أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الإقتصاديات الدولية، مما يتطلب إعادة هيكلة جذرية للسياسات الاقتصادية المنتهجة، وضياع أصول هائلة من المستثمرين في الأسواق المالية لهذه الدول، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه خلال الفترة 1980-1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية وإضطرابات مصرفية حادة،كما أن وتيرة تلك الأزمات تكررت وتلاحقت عالمياً فشملت دول شرق أسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية وازدادت حدة الأضرار الناجمة عنها، حيث قدرت خسائر اليابان من مثلاً من الأزمة الأسيوية بحوالي10% من ناتجها المحلي الإجمالي، في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي3%، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة[1].

و بهدف التعرف على أهم أزمات الأسواق المالية وأثارها على إقتصاديات هذه الدول، إرتأينا دراسة بعضها كما يلي:

1.أزمة الإثنين (أكتوبر 1987)

حدثت أزمة كبيرة في أسواق البورصات العالمية، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب في الأسواق الحاضرة و العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من خلال وجود أوامر كبيرة للبيع، حيث عندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة بتوقيت نيويورك تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد

[1] ناجي التوني، الأزمات المالية ، سلسلة"جسر التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، السنة الثالثة ، العدد التاسع والعشرون، ماي2004 ، ص 3.

كبيرة من الأوراق المالية التي يمتلكونها، مما سبب هذا الاندفاع في البيع للأوراق المالية في حدوث انخفاض سريع وحاد في أسعار الأوراق المالية في ذلك اليوم.

حيث أنه في يوم الإثنين 19أكتوبر من عام 1987 عانت أسواق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية المتحدة أسوء هبوط لها في تاريخها، حيث خسر DJIA (المتوسط الصناعي لمؤشر Dow Jones) أكثر من 500 نقطة في ذلك اليوم أي نحو 23% من قيمته، وقد كان هذا الهبوط من أشد مما حدث في 29 أكتوبر من عام 1929والذي كان بواقع 12%، كما هبط مؤشر S&p بحوالي20%، ومؤشر S&P للمرافق العامة بأكثر من 18%، وقد هبطت قيمة أسهم شركة مثل IBM ب31.25 نقطة، وشركة Westinghou Electric ب26 نقطة فخسرت الشركات المتعاملة لقيم أسهمها أكثر من 500 مليار دولار في الولايات المتحدة الأمريكية في يوم واحد وقد إمتدت الخسارة إلى الأسواق الأخرى لتصل قيمتها على المستوى العالمي إلى أكثر من ترليون دولار، ولقد أرجع السبب في هذا الهبوط الحاد في الأسواق المالية إلى حدوث مضاربة واسعة في الأسهم غير القابلة للسيطرة، والتي غذاها فزع المستثمرين العاديين وتعطل برامج التبادل في الأسواق المعنية، وما يستحق الإشارة إليه هو أن تدخل البنك الفدرالي في يوم الثلاثاء (الموالي) 20 أكتوبر قد أدى إلى إستعادة الأسواق أوضاعها الإعتيادية، وبذلك وضع حدا للإنهيار فلم تتكرر تجربة أزمة عام 1929، فقد أسهم في فتح المزيد من عمليات الإئتمان للمستثمرين في الأوراق المالية مما أدى إلى إتجاه أسعار الأسهم إلى الإرتفاع[1].

2.الأزمة المالية الأسيوية[2]

تعتبر انطلاقة الدول الأسيوية في النصف الثاني من القرن العشرين إحدى الظواهر التي أسهمت في تغيير خريطة العالم الإنتاجية، ولاسيما بعد سقوط الإتحاد السوفياتي، إذ بلغت حصته التصنيعية عالميا أواسط التسعينيات ما يقارب 25% في الوقت الذي شهدت تراجعاً في حصة ثلاثة مناطق أخرى هي أمريكا اللاتينية، إفريقيا والعالم العربي، وحسب الإحصائيات الرسمية فقد شكلت صادرات دول جنوب شرق أسيا من المنتجات الصناعية عام 1995نسبة95% من صادراتها السلعية، كما حازت على ربع التجارة العالمية البالغة نحو عشرة ألاف مليار دولار عام1996.

وبدأت الأزمة المالية الأسيوية بجولتين من جولات نفاذ وإستهلاك العملة والذي بدأ منذ أوائل صيف1998، وكانت الجولة الأولى تتمثل في إنخفاض قيمة الباهت التايلندي والرنجينت الماليزي والبيزو الفلبيني، والروبية الأندونيسية، وعندما استقرت عملات هذه البلدان عند قيم منخفضة بدأت الجولة الثانية بضغوط ضربت الدولار التايواني والوون الكوري والدولار السنغافوري والصيني، وفي مواجهة الضغوط على العملات قامت الحكومات ببيع الدولار من إحتياطي التبادل الأجنبي واشترت عملاتها ورفعت معدلات الفائدة لإحباط محاولات المضاربين وجذب رأس المال الأجنبي، وقد أدت معدلات الفائدة المرتفعة إلى إبطاء النمو الإقتصادي وجعلت السندات

[1] معروف هوشيار، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص ص267 -268.

[2] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-80.

كأوراق مالية أكثر جاذبية من الأسهم فإنخفضت أسعار الأسهم، وبدأت المؤسسات المالية تصاب بالذعر من الشائعات حول المضاربات المحتملة مما دفعها إلى: إما شراء الدولار الأمريكي، أو سحب عملاتها إلى خارج دول المنطقة.

ولقد لعب الذعر الذي سيطر على لب الأزمة الأسيوية، والذي غذته الأكاذيب والشائعات دوراً في عدم وقف الإنهيار، والتي بدأ فيها الخوف والفزع ينتشران وبدأت نيران الكارثة تأكل ما حولها، وفي نوفمبر 1997إنتقل التدهور من قيم الأسهم إلى أسواق الأسهم الأخرى في العالم على الرغم من أن أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الأوربية قد إستعادت مكانتها فيما بعد.

1.2.أسباب الأزمة المالية الآسيوية

إجتمعت مختلف الآراء على أن العامل الرئيسي الذي أدى إلى بداية الأزمة الآسيوية تمثل في الضعف المالي الذي شمل أربعة جوانب مترابطة، هي كما يلي[1]:

– أن الكثير من المؤسسات المالية والشركات بالدول المتأثرة بالأزمة، كان يقترض بالعملات الأجنبية بدون تحوط كاف الأمر الذي جعلها تتعرض إلى أخطار انخفاض قيمة عملاتها.

– مثلت الديون القصيرة الأجل حجماً كبيراً في إجمالي الديون، في حين كانت الأصول المالية طويلة الأجل، وكانت النتيجة أن تدافع المودعين على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية.

–كانت أسعار الأسهم والعقارات قد إرتفعت بشكل كبير قبل الأزمة، الأمر الذي أدى إلى حدوث إنكماش شديد في أسعار الأصول.

–سوء تخصيص الإئتمان، حيث أثبتت المشاكل المتزايدة في المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى، قبل إندلا ع الأزمة.

– ضعف النظم المصرفية وسوء إدارة وتوجيه الشركات والإفتقار إلى الشفافية في القطاع المالي.

2.2.أثار الأزمة الأسيوية

إمتدت أثار الأزمة الأسيوية لتشمل معظم دول العالم وبدرجات متفاوتة كما يلي[2]:

1.2.2.أثر الأزمة على الدول المعنية بها

[1] علة محمّد، الدولرة وعدم إستقرار النقد وأثر الدولار على الإقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، فرع التحليل الإقتصادي، جامعة الجزائر،2002 -2003، ص 13.

[2] حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية، دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 89-90.

أدت الأزمة المالية لجنوب شرق أسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على إقتصادياتها وعلى مناخها الإجتماعي والسياسي، ولعل من أهمها:

– الإنسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال في الوقت الذي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو في هذه الدول خلال السنوات السابقة لحدوث الازمة وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير.

–تضاؤل الثقة بالانظمة الإقتصادية والسياسية القائمة، وهو ماجعل هناك صعوبة كبيرة في إعادة الثقة وعودة رؤوس الأموال الهاربة.

–جعلت الأزمة الملايين من الآسيويين يواجهون فقرا مفاجئا، وخاصة بعد تزايد معدلات البطالة نتيجة إنهيار الشركات والبنوك.

–خسارة ملاك الأموال الآسيويين وعددهم57 من بين أغنى 200 رجل في العالم مبلغ21 مليار دولار مقابل إرتفاع ثروة أغنياء أوربا وأمريكا.

2.2.2.أثر الأزمة على الصعيد العالمي

يمكن القول أن أثار الأزمة الآسيوية عل الصعيد العالمي إتخذت البعدين التاليين:

– أدت الأزمة الآسيوية إلى تدهور مؤشرات البورصات الأوربية والأمريكية، فقد إنخفض مؤشر داو جونز يوم1997/10/27 ب554 نقطة أي مايعادل 11% ، كما هبط مؤشر داكس الألماني بمقدار319.94نقطة أي مايعادل نسبة 25، كما هبط مؤشر الأسهم الفرنسية كاك40 ب مقدار 236.35 نقطة أي مايعادل نسبته8.53 %.

– إن حدوث الأزمة الآسيوية كان له تأثيره الواسع في إنخفاض الطلب الأسيوي على السلع العالمية وهو ما أدى إلى إنخفاض أسعارها، ومنها إنخفاض أسعار البترول، ومن ثم فكان للأزمة تأثيرًا واسعا على عدة دول ومنها إفريقيا جنوب الصحراء، بالاضافة الى الدول العربية، كما كان لها تأثيرًا على الإقتصاد الياباني نظرًا للارتباط الواسع بين إقتصاد اليابان وإقتصاديات الدول التي ضربت فيها الأزمة لكن أثار الأزمة كانت على أوربا كانت أقل حدة، وهو مايعكس تجارتها المحدودة نسبيا مع البلدان التي ضربت فيها الأزمة، والواقع أن دول أوربا إستفادت من معدلات التبادل التجاري التي إنخفضت نتيجة إنخفاض أسعار النفط والمواد الخام وتدني الإيرادات في أسواق رؤوس الاموال.

وكان لإنهيار أسعار الأسهم في الأسواق العالمية ودول جنوب شرق أسيا منذ جويلية 1998 أثارًا سلبية على الاسواق المالية العربية والخليجية نوجزها فيما يلي:

– فقد تأثرت أسواق الأسهم العربية والإستثمارات العربية في الخارج بشكل محدود وظهرت عودة جزئية للإستثمارات العربية من الخارج، وكانت تلك الأسواق المستفيدة هي تلك تتميز بسهولة حركة الدخول والخروج، ويتاح فيها الإستثمار الأجنبي مثل مصر، لبنان، المغرب، الأردن، بالإضافة إلى بعض الشركات في بورصتي البحرين وعمان، وأغلب الإستثمارات العربية بالأسهم العالمية موزعة ومنوعة في محافظ مختلفة وفي سلات إستثمارية عديدة،

وبالتالي فإن إنخفاض الأسهم كان له أثر طفيف على إجمالي الإستثمارات، ومن إكتتب حديثا في الأسهم الأسيوية والأمريكية والأوربية خسر بشكل كبير، بينما من إكتتب منذ بداية العام خلاله فكان رابحا لأن الإنخفاض كان تصحيحا لأسعار كانت عالية جدًا، وسوف تعود الأسواق إلى إستقرارها عند توازن العرض والطلب وتصحيح الأسعار المتضخمة، وقد تجذب بعض الأسواق المالية العربية المنفتحة بعض الإستثمارات العربية والعالمية في الخارج مستفيدة بذلك من الهزات والإنهيارات الراهنة، وأن إجراءات التصحيح الدورية في الأسواق المختلفة، الأسهم، الأوراق المالية، السلع دائما تكون مفيدة وصحية، فالأسعار لا تستمر في الصعود دائما وإنما أحيانا تتراجع ،كذلك فإن هذه الأزمات التي تواجهها أسواق الأسهم العالمية حاليا، وتعتبر أوقاتا مناسبة للمستثمرين لتدوين ملاحظاتهم، والأفضل دائما الإنتفاع بخدمات مصارف معتمدة وإدارات وصناديق إستثمارية والتي من مسؤوليتها إختيار الإستثمارات المجدية[1].

– **مصر**: إن ما حدث من إنهيارات وإضطرابات في بورصات دول جنوب شرق أسيا والعالم منذ شهر جويلية 1997دفع مديري محافظ الأوراق المالية في مصر إلى دراسة وتقييم الموقف بهدف الإتجاه إلى بورصات وأسواق المال في شمال إفريقيا حيث ستصدر بورصة الأوراق المالية المصرية هذه البورصات، ذلك أن ما حدث في البورصات العالمية من إنهيارات لأسواق الأسهم العالمية يشكل عنصر جذب للبورصة المصرية التي لم تتأثر بما حدث في بورصات العالم، بل كان التأثير إيجابياً، ذلك أن سوق الصرف النقد الأجنبي مستقرة، والجنيه المصري أمام العملات الحرة يعمل ضمن آليات العرض والطلب، وهو أيضا مستقر على مدار السنوات الخمس الماضية، ولدى البنك المركزي المصري إحتياطي ضخم من النقد الأجنبي يزيد عن 20 مليار دولار، تغطي واردات مصر لمدة 18 شهراً، وكذلك قوى البنك المركزي المصري رقابته على المصارف المختلفة، ولا توجد لدى الجهاز المصرفي المصري قروض قصيرة الأجل ممنوحة لتمويل شراء أوراق مالية أو للتمويل العقاري، وتلك كانت ضمن الأسباب التي عانت منها الأسواق المالية في دول جنوب شرق أسيا.

–**بالنسبة للدول الخليجية**: فقد تأثر أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي بمناخ الإضطرابات في أسواق المال العالمية خصوصاً: السعودية، الكويت، الإمارات حيث شهدت تراجعات كبيرة في المستويات السعرية وذلك لأسباب نفسية أكثر منها حقيقية نظراً لعدم وجود إرتباط مباشر بين هذه الأسواق وأسواق المال العالمية، وقد إستطاعت معظم أسواق الأسهم الخليجية إستعادة جميع خسائرها، وإستمرت التداولات عند مستويات مرتفعة في محاولات للاستفادة من التراجعات السعرية المؤقتة، وهكذا لم توجد إنعكاسات مباشرة لأزمة الأسواق المالية العالمية على دول الخليج، فأسعار أسواق الأسهم الخليجية واصلت إرتفاعها خلال الربع الثالث من عام 1997وحافظت دول المنطقة على ثبات أسعار صرف عملاتها مقابل الدولار الأمريكي، وكان أداء كافة أسواق الأسهم الخليجية

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية،دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، لبنان ،الطبعة الأولى، 1997، ص ص 126-128.

جيداً مع تحسن الأوضاع الإقتصادية في دول الخليج خلال السنتين الماضيتين، وتراجع العجز في الموازين الخارجية والداخلية وإستقرار أسعار النفط عند معدلات مرتفعة، ورغم أن دول مجلس التعاون الخليجي تعاني من عجوزات تميزها عن غيرها من الدول التي تعاني من إختلالات في موازينها الخارجية، فمعظم رؤوس الأموال اللازمة لهذا الغرض يتم توفيرها من التدفقات المالية المستثمرة في الخارج والتي تعود ملكيتها إلى أفراد ومؤسسات من القطاع الخاص الخليجي بما فيها المصارف المحلية، وأيضا من مستثمرين أجانب يرغبون في الدخول في مشاريع مشتركة، وتميزت هذه التدفقات بأنها جاءت تبحث عن مجالات استثمارية طويلة الأجل وليس عن فرص تحقيق عائد سريع.

–دولة المارات العربية المتحدة: لم تتعرض أو تتأثر سوق الأسهم المحلية الإماراتية بهذه الإنهيارات وذلك بسبب الثقة الكبيرة للمستثمرين المحليين في اقتصادهم الداخلي وشركاتهم المساهمة وهم الحريصون على تملك أسهم هذه الشركات لثقتهم في أداءها ومستقبلها الواعد،كما لا توجد أسهم شركات إمارتية تتداول في الخارج، ولذلك أيضا يجب عدم مقارنة مؤشرات سوق الأسهم المحلية بمؤشرات سوق الأسهم العالمية، فالسوق المحلية لها خصوصياتها وأهمها إرتباطها بقطاعات إقتصادية محدودة، وإقتصار التملك على مواطني الدولة ومحدودية عدد اللاعبين الرئيسيين في السوق، وأن التعامل المشترك بين الأسهم المحلية وبعض أسواق الأسهم العلمية هو سعر الفائدة على الدولار الأمريكي والمرتبط بسعر الفائدة على الدرهم، وبالتالي فإن أي إرتفاع في سعر الفائدة يؤثر سلبا في سوق الأسهم المحلية هو مما يلزم التنويه إليه هو خطورة الإستثمار الفردي في أسواق الأسهم العالمية نظرا لحساسية هذه الأسواق والمتابعة المستمرة التي يحتاجها المستثمر فيها، إضافة إلى عولمة هذه الأسواق، ولذلك فيما يتعلق بتعرض مستثمرين إماراتين للخسائر بالخارج فإن ذلك بسبب المشاركة على المستوى الشخصي في البورصات العالمية، ومع غياب معلومات دقيقة عن إستثمارات الإمارات في هذه الأسواق سواء على مستوى الأفراد أو شركات التامين أو غيرها.

3. أزمة الرهن العقاري

الأزمة المالية هي نتاج تداعيات أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في العام 2007، بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزه قوية للإقتصاد الأمريكي ووصلت تداعياتها إلى إقتصاديات أوربا وأسيا مما أدى إلى إفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية، ولم تفلح مئات المليارات من الدولارات التي ضخت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية في سبتمبر2008.

1.3.نشأة وطبيعة أزمة الرهن العقاري

كانت بداية شرارة الأزمة في إنهيار أسعار المساكن في الولايات المتحدة [1].وكانت مع إنهيار بنك " ليمان براذرز "، الذي إنعكست أثاره سلبيًا على أسواق المال الأمريكي بشكل عام، وتطورت الأزمة لتطال ما يسمى

[1] أوليفيه بلا نشار، العاصفة التامة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، جوان 2009، ص37.

بالرهونات العقارية التي تمثلت بموجة ترويج شراء المنازل بين أوساط الدخول الثابتة والمحدودة عبر إقناعهم بإمكانية الحصول على قروض مصرفية يمكن تغطيتها وسداد أقساطها من مرتباتهم، وقد غالى أطراف هذه البيوع الوهمية في قيم القروض المطلوبة علاوة على تقديمهم بيانات غير حقيقية عن دخولهم لإقناع المقرضين بإمكانية الوفاء بتلك القروض بدفعات شهرية منتظمة، وكانت معدلات فوائد الإقراض المحتسبة عليها بسيطة لا تتجاوز2%، الأمر الذي ساهم في زيادة حدة الأزمة، وقد ترتب على هذه الخطوة إرتفاع قيمة الأقساط المترتبة على المقترض، مما أدى إلى إحجام الأغلبية المطلقة عن سداد إلتزاماتهم المالية للمصارف العقارية وشركات التأمين، ومن ثم قيام البنوك بالحجز على المنازل المرهونة ومصادرتها وعرضها للبيع للحصول على السيولة اللازمة، ونتيجة للعرض الكبير للشقق السكنية تراجعت أسعار العقارات، مما شكل ضغطاً مادياً على إدارة البنوك جعلها تبيع القروض على شكل سندات للشركات المالية الكبرى التي أعادت هيكلتها وأصدرتها على شكل سندات رهن عقاري تم عرضها في الأسواق العقارية بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي فقدت أسواق العقارات التوازن بين منابع ومصبات رأس المال السائل، واللجوء إلى هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة تقترض البنوك المقترضة بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة أو ما

يطلق عليه "بالتوريق" دفع هذه البنوك إلى إصدار موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، فالبنك يقدم محفظته من الرهونات العقارية كضمان للإقتراض من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهذا فإن العقار الواحد يعطي مالكه الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد إستخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للإقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهو في حقيقته ما يسمى "بالمشتقات المالية" كما ساهم في استفحال الأزمة إرتفاع عدد المتخلفين عن السداد (الدفع)، حيث أن سداد الديون وتوسيع دائرة الديون الخطرة أدى إلى إرتفاع تكلفة الإقراض لتصل إلى 20% من قيمة القرض، وقد أدى تركز الإقراض في قطاع واحد (العقارات) على زيادة المخاطر وساعدت الأدوات المالية الجديدة (المشتقات المالية)على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض، ولا تقتصر المشتقات المالية هذه على التوريق بإصدار عدد من الأصول المالية بناء على أصل عيني واحد، بل أنها تأخذ أشكالا أخرى فيما يتعلق بالمستقبل، فالتعامل المالي لا يقتصر على التعامل في أصول عينية موجود بالفعل في الحاضر، بل قد ينصرف إلى التعامل إلى أصول محتملة سوف توجد في المستقبل، فهناك التصرفات الآجلة وقد لا يقتصر الأمر على التعامل "بالمستقبليات" على مجرد شراء وبيع حقوق مستقبلية بل أيضا تشمل على "الخيارات" تنفذ أو لا تنفذ وفقا لرغبة احد الطرفين، ويأتي العنصر الأهم هو نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، وتخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من قبل البنوك المركزية ومؤسسات الرقابة، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الإستثمار وسماسرة الرهون العقارية فضلا عن نقص الرقابة على

المنتجات المالية الجدية مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات التي تصدر شهادات الجدارة الإئتمانية والتي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية[1].

2.3.أسباب أزمة الرهن العقاري

يمكن إرجاع أهم أسباب هذه الأزمة المالية إلى الأسباب التالية[2]:

1.2.3.الأسباب المتعلقة بالقطاع المالي

– التضخم الشديد في القطاع المالي: بظهور نظام أسعار الصرف المعومة وبروز فلسفة اللبرالية الإقتصادية الجديدة، وإنشاء المنظمة العالمية للتجارة، فتحت الأبواب أمام تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود، وكان لذلك تداعيات خطيرة أهمها فتح الباب لعمليات مستحدثة والتي أطلقت العنان لنمو قطاع مالي ضخم.

– المتاجرة في المخاطر: مع تعويم العملات ظهرت الحاجة إلى التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف، وقد ظهر إبتكار مالي جديد هو العقود المستقبلية في العملات، وما المشتقات المالية إلا صورة أحدث للعقود المستقبلية، ومضمون هذه العقود الإتجار في المخاطر والتحوط والتأمين ضد ما يترتب عليها من خسائر.

– المتاجرة في الديون: مما يستدعي الإشارة إليه هو أن المشتقات المالية لم تعد تنصب على مخاطر الإتجار في الأوراق المالية بل إمتدت إلى المخاطر المتعلقة بالديون العقارية وأنواع كثيرة من الديون، والقيام على بالمراهنات على تقلبات أسعار الصرف والفائدة ،وتقلبات مؤشرات البورصة.

– إزدياد التعمق والتشابك بين مكونات القطاع المالي، حيث إزدادت التشابكات وتعمقت بين الفروع المختلفة للقطاع المالي، البورصات، البنوك التجارية، بنوك الإستثمار أو الأعمال، صناديق الإستثمار، صناديق المعاش، صناديق التحوط وشركات التأمين ...إلخ، وترتب عن ذلك نشوء شبكة معقدة من المعاملات المالية بين كيانات مالية عملاقة من حيث الحجم ومركبة من حيث النشاط.

– إشتداد التناقض بين القطاع المالي والحقيقي، لقد فاق التوسع في القطاع المالي كل الحدود، بمعنى أنه تجاوز الإحتياجات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد، وذلك بعد ما اكتسب رأس المال المالي (التمويلي)حرية كبيرة في الحركة مع تنامي ظاهرة العولمة المالية وما صاحبها من تفكيك للقيود على إنتقال الأموال، حيث أن حركة الأموال في القطاع المالي لا تخدم القطاع الإنتاجي بل تخدم أغراض المضاربين والمقامرين سعيا لتحقيق الأرباح دون جهد.

– ضعف أو تراخي إجراءات الرقابة والضبط في القطاع المالي، حيث قد شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان والتقاعس عن تطبيق الضوابط القويمة على ملاءة المؤسسات

[1] أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية،" الملتقى العلمي الدولي الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 8-9.

[2] أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، "الملتقى العلمي الدولي الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 10.

الإئتمانية وأليات عملها، حتى وصلت إلى حد التسيب والإنفلات، ولم يكن ذلك محض صدفة بل إنه جزء من مناخ الحرية الإقتصادية والعولمة.

2.2.3.الأسباب المتعلقة باللبيرالية الاقتصادية الجديدة

يمكن حصر اهم الاسباب المتعلقة باللبيرالية الاقتصادية الجديدة فيمايلي[1]:

– الليبرالية الإقتصادية الجديدة، حيث شجعت اللبرالية الجديدة على الإفراط في الثقة في الأسواق وفي قدرتها على التصحيح الذاتي لإنحرافاتها، كما أنها روجت لتصغير حجم الحكومة وتقليص وظائفها الإقتصادية والإجتماعية وروجت للخصخصة وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال بين الدول وغيرها من الإجراءات التي تنامي تطبيقها في إطار التحرير المالي بوجه خاص والعولمة الإقتصادية بوجه عام.

– إختلالات العولمة، وتتمثل أهمها في النمو غير المتكافئ والتركيز على توزيع الدخل والثروة، وتزايد إحتمالات حدوث الصدمات الخارجية والتعرض لها، وحيازة رأس المال على حساب العمل بدعوى ضغوط التنافسية والتسابق على الفوز بالأسواق وإغتنام فرص نقل الصناعات إلى المناطق ذات الدخل الكبير والتكاليف المنخفضة.

3.2.3.الأسباب المتعلقة بالقطاع الحقيقي

تعتبر من الأسباب العميقة للأزمة المالية الحالية، إذ أن تنامي الطلب على الإئتمان كان بسبب السيولة التي وفرتها المدخرات الأجنبية التي تدفقت إلى الولايات المتحدة الأمريكية مع مستويات منخفضة من الدخول، ويرجع إنخفاض الدخول لعدة أسباب هي[1]:

– الضغط على الأجور بدعوى الإرتقاء إلى تنافسية المنتجات الأمريكية وتحت تأثير تنامي الإتجاه لنقل الصناعات إلى دول أسيا وأمريكا اللاتينية.

– التزايد المتواصل في عدم المساواة فيما يتعلق بتوزيع الدخل بين الأغنياء والطبقة العاملة، ومنه فتركز الدخل الوطني في يد فئة قليلة ذات ميل منخفض للإستهلاك يعني إنخفاض القدرة الشرائية المتدفقة إلى الأسواق من الشرائح ذات الميل المرتفع للإستهلاك، وهو ما يحد من قدرة الإقتصاد على إستيعاب الإنتاج المتاح.

– نقل عبء الخدمات الاجتماعية من على عاتق الحكومات إلى عاتق الأفراد.

تعد تلك الأسباب عوامل ساعدت على زيادة عمليات الإقراض، وفي مرحلة مقبلة على المضاربات التي قادت إلى تضخم حاد زاد من حالات الإعسار والإفلاس للبنوك، وتحولت وفرة السيولة إلى عجز هائل، ومع تدهور الثقة وازدياد التشاؤم من جانب القطاع العائلي وقطاع الأعمال بشأن تطورات الأزمة المالية، تراجعت معدلات الإستهلاك والإستثمار وإرتفعت معدلات البطالة، مما أدى إلى ظهور ملامح الكساد.

[1] أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، "الملتقى العلمي الدولي الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 10.

[1] أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، "الملتقى العلمي الدولي الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 11.

4. إنعكاسات أزمة الرهن العقاري

من أهم مميزات العولمة المالية هو إنفتاح الأسواق العالمية على بعضها البعض بسب عمليات التحرير المالي وإلغاء القيود على حركة وإنتقال رؤوس الأموال، وهو ما يسرع في إنتقال عدوى الأزمات المالية بين الدول، ولهذا فإن تطور إنعكاسات أزمة الرهن العقاري مست جميع الإقتصاديات العالمية على النحو الأتي:

1.4.أثر الأزمة العالمية على الإقتصاد الأمريكي

يمكن تلخيص أهم الإنعكاسات التي مست الإقتصاد الأمريكي من جراء الأزمة المالية العالمية في النقاط التالية[2]:

- إفلاس العديد من البنوك الأمريكية، وأهمها بنك" ليمان براذرز" الذي كان يعد رابع أكبر مصرف إستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية، وتسبب إفلاس البنك بآثار كبيرة على الأسواق العالمية.
- إفلاس شركة التأمين *(AIG) التي عجز زبائنها عن سداد القروض المستحقة وكذلك أقساط التأمين.
- إمتناع البنوك عن إعطاء قروض جديدة ووضع شروط تعجيزية لا تسمح بمنح قروض بسهولة .
- إنتقال عدوى الأزمة إلى قطاعات أخرى تجارية وصناعية مما أدى إلى تسريح ألاف العمال، وهذا ما أثر سلبا على المؤسسات الأخرى الخدماتية وتجارة السيارات وغيرها.
- ظهور بوادر الكساد الإقتصادي وتراجع معدلات النمو الإقتصادي.
- تراجع فائض الموازنة العامة للولايات المتحدة الأمريكية من 92 مليار دولار سنة 2001 إلى حوالي 230 مليار دولار سنة 2002 وأخذ هذا العجز في التزايد حتى وصل إلى 455 مليار دولار في سنة 2007-2008.
- عجز في الحساب الجاري ليبلغ 700 مليار دولار سنة 2008، وكذلك عجز في الميزان التجاري بلغ حوالي 850 مليار دولار سنة 2008.
- إرتفاع معدل التضخم ليصل إلى 5% بعدما كان يتراوح بين3% و 2% سنويا، بالإضافة إلى مشكل البطالة التي بلغت 5%، والصناعة التي تراجعت أهميتها، بالإضافة إلى إنتشار الفقر وسوء الخدمات التعليمية.

3.4.أثر الأزمة المالية العالمية على الإقتصاديات العالمية

لقد إمتدت أثار الأزمة المالية بسرعة نتيجة لترابط الأسواق المالية العالمية ببعضها، من مركزها في الإقتصاد الأمريكي إلى بقية إقصاديات العالم لتشمل جميع الدول ولكن بنسب مختلفة وتمثلت أهم أثارها فيما يلي[1]:

- أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الإستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الإقتصاد والإستثمار، الأمر الذي دفع بالكثير منه إلى عدم

[2] بدروني هدى، آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية، دراسة حالة الدول العربية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2010، ص ص 49-50.

* AIG :American International Groupe

[1] بدروني هدى، آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية، دراسة حالة الدول العربية، مرجع سبق ذكره، ص ص 50-51.

الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن إستثمارات أمنة في قطاعات أخرى، ودفعت البعض منهم بالمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الإندماج والإستحواذ من شك وغموض إتجاه الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.

– تراجع التوقعات بشأن النمو في الإقتصاد العالمي خلال عام 2008، فطبقا لتقديرات صندوق النقد والبنك الدوليين، ثمة إنخفاض في التوقعات فيما يتعلق بمعدلات النمو الإقتصادي العالمي خلال العام 2008 بمعدل 24.2% بالنسبة للعالم ككل، وبمعدل45.5 % بالنسبة للدول مرتفعة الدخل، وبمعدل 57.5% بالنسبة لدول منطقة اليورو، وبمعدل5.6% بالنسبة للدول النامية، وبمعدل 13.1% بالنسبة لدول شرق أوربا ووسط أسيا، وبمعدل12.4% بالنسبة لدول شرق أسيا والمحيط الهادي، بمعدل 2.2% بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، وبمعدل 6.9% بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وبمعدل 15.6% بالنسبة لدول إفريقيا جنوب الصحراء.

– تعرض العديد من المؤسسات المالية حول العالم وخاصة في أسيا وأوربا لخسائر كبيرة من جراء هذه الأزمة، حيث تقدر خسائر المؤسسات المالية (المصارف الإستثمارية بشكل خاص) بمبلغ 2000 مليار دولار، الأمر الذي أدى إلى إنتشار المخاوف بين المصارف فيما يتعلق بالإقراض حيث إرتفع معدل الفائدة على القروض بين المصارف ليلة واحدة إبان إعلان مصرف" ليمان براذرز" بمعدل160% من 2.5%إلى 6.5%،كما تراجعت معدلات الإئتمان في العديد من دول العالم الأمر الذي دفع البنوك المركزية إلى ضح الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة الأزمة، حيث قام البنك المركزي الأوربي وبنك إنجلترا وبنك اليابان ومجلس الإحتياطي الفدرالي الأمريكي معاً في نفس الوقت بضخ ماقيمته 144 مليار دولار في البنوك لتمكينها من مواجهة طلبات السيولة، ثم قام مجلس الإحتياطي الفدرالي الأمريكي بعد ذلك وكخطوة إضافية بضخ 180مليار دولار في الأسواق المالية عبر إتفاقيات تبديل نقدي أجراها مع البنك المركزي الأوربي والبنك السويسري وبنك اليابان وبنك كندا، وتسمح هذه الإتفاقيات للبنوك المركزية بإقراض السيولة لبعضها البعض على المدى القصير قي حالة أن إحداها في حاجة للسيولة لضمان الإستقرار المالي في بلاده، وجاءت هذه المبادرة بعدما ضربت الأزمة المالية كل البورصات التي شهدت انخفاضا كبيرا في مؤشراتها.

– أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى (حوالي 25بنك) لأكثر من 500 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة لإنخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ منتصف عام 2007، وهذا إلى جانب ظهور خسائر ائتمانية جديدة زادت من مخاوف المستثمرين مجدداً كخسائر الديون على بطاقات الإئتمان والتي تقدر بنحو 940 مليار دولار، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين.

– شهدت أسعار النفط تذبذباً حاداً، حيث إرتفعت أسعار النفط الخام ولمستويات قياسية بلغت في متوسطها إلى 131.78 دولار لكل برميل خلال شهر جويلية من عام 2008 لتشهد إنخفاضا وصل إلى 39.19 دولار لكل برميل شهر ديسمبر 2008.

4.3.أثار الأزمة المالية العالمية على الدول النامية والدول العربية

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية في الدول النامية والعربية خصوصاً في عدة جوانب نجملها فيما يلي[1]:

– التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة.

– إرتفاع معدل معدل المسحوبات من البنوك العربية بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، وسبب لها ذلك خللا في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما إضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية إحتياجات الطلب على النقد، وهذا ما أحدث إرتباكا في اسواق المال والنقد وأثر على الإحتياطات النقدية في البنوك المركزية العربية.

– قيام العديد من المصارف العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقاً للخطط والإتفاقيات والعقود، وهذا سبب إنكماشاً في مجال الأعمال مما قاد في النهاية إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحقاتها للبنوك، وهذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.

– زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من أثار سلبية سواء كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية.

– قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية، وهذا أحدث ارتباكا وخللا ملحوضا في إستقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.

– ضخامة الخسارة التي مني بها المستثمرون العرب وكذلك المصارف العربية في أسواق النقد والمال في أمريكا وأوروبا وغيرها بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثرواتهم وعلى معاملاتهم في الأسواق العربية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال العربية.

– إرتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في كل الدول العربية بالدولار وما يحدث في أسعاره من إنهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من آثار خطيرة على المعاملات المالية والإقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في الدول العربية.

– تأثر أسعار النفط بالإنخفاض بسبب الأزمة، وهذا له تأثير كبير على الدول النفطية العربية، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية بأن تساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في خطة الإنقاذ الأمريكية، كما فعلت من قبل في حرب الخليج وفى حرب الإرهاب وهذا سوف يسبب خللاً في الموازين المالية للدول العربية.

[1] عبد القادر لحول، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، "الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية"، جامعة بشار يومي 28-29 أفريل 2010، ص ص19-20.

– القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الأعوان الإقتصاديين ومنهم الأفراد خاصة، من هذه الأزمة وما سوف يترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم جديدة وما سوف يترتب على ذلك من إرتفاع في أسعار السلع والخدمات.
ولقد إمتدت الأزمة إلى الإقتصاديات العربية من خلال عدة عوامل محلية وخارجية، فقد كان لإنفتاح أسواق المال لدى دول مجلس التعاون الخليجي على أسواق المال العالمية وإعتماد العديد من الدول العربية على الإيرادات النفطية لتمويل النشاط الإقتصادي من العوامل الأكثر تأثيراً لإمتداد الأزمة بصورة مباشرة إلى تلك الإقتصاديات، وبالنسبة للدول عير النفطية مثل: الأردن وتونس وسوريا ولبنان ومصر والمغرب وموريتانيا، فإن إنكماش الطلب الداخلي لدى شركاءه التجاريين الرئيسيين لها، وخاصة دول الإتحاد الأوربي، بالإضافة إلى تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والإستثمارات الأجنبية المباشرة كانت العوامل الرئيسية التي إمتدت الأزمة من خلالها إلى تلك الدول[1].

المطلب الرابع: سياسات مواجهة الأزمات المالية

تكتسب نظم وآليات الوقاية من الأزمات المالية أهمية متزايدة لتعزيز قوة وسلامة النظام المالي خاصة في ظل إنفتاح الأسواق المالية، ومن أبرز الإجراءات الهادفة إلى تقليل إحتمال حدوث الأزمات المالية الممكن إعتمادها ما يلي[2]:

1.العمل على تقليل الإضطرابات والمخاطر التي يتعرض لها الجهاز المصرفي بخاصة تلك التي تكون تحت التحكم الداخلي للدولة ذلك عن طريق إستخدام أسلوب التنويع وشراء التأمين ضد تلك المخاطر والإحتفاظ بجزء أكبر من الإحتياطيات المالية لمواجهة مثل تلك التقلبات، وإستخدام سياسات مالية ونقدية متأنية وأكثر إلتزاماً بأهدافها.

2.الإستعداد والتحضير الكافي لحالات الإنتكاس في الأسواق المالية والرواج المتزايد في منح الإئتمان المصرفي وتوسع الدور المالي للقطاع الخاص، وذلك عن طريق إستخدام السياسات المالية والنقدية التي تستطيع أن تتعامل مع تلك المشاكل من جهة، وتصميم نظام رقابة مصرفية يقوم بتعديل وتقليل درجة التقلبات وتركيز المخاطرة في منح الإئتمان من جهة أخرى.

3.التقليل من حالات عدم التلاؤم والمطابقة في السيولة مع إلتزامات المصارف الحاضرة، والمطلوب هو آلية لتنظيم العمليات المصرفية في هذا المجال خصوصاً في الأسواق الناشئة، وقد يكون ذلك عن طريق فرض إحتياطي قانوني عالي خلال الفترات العادية (إستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة)، ويمكن تقليله في حالات إحتياج المصارف للسيولة في حالات الأزمات، والإستعداد أيضاً لمواجهة الأزمات من خلال الإحتفاظ بإحتياطات كافية

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2010، الفصل العاشر(المحور)، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على إقتصادات الدول العربية"، من الموقع التالي: http://www.arabmonetaryfund.org/ar/jerep/2010، اطلع عليه بتاريخ 2011/04/20.

[2] خليل حسن، سياسات مواجهة الأزمات المالية، من كتاب السياسات العامة، دار المنهل اللبناني 2006، من الموقع: http://drkhalilhussein.blogspot.com/2011/02/blog-post_9037.html ، اطلع عليه بتاريخ: 2011/05/17.

من النقد الأجنبي.

4.الإستعداد الجيد والتهيئة الكاملة قبل تحرير السوق المالي، (إستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تعميق السوق المالي، زيادة الرقابة المصرفية، وإتباع المعايير الدولية كمعيار لجنة بازل لكفاية رأس المال)، كما يفترض العمل على تطوير وتعديل الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية للقطاع المصرفي.

5.تقليص دور الدولة في القطاع المصرفي والتقليل من القروض الموجهة من الحكومة مع إعادة هيكلة القطاع، وقد يكون السبيل لذلك هو الحثّ والتحفيز على تقليص دور الدولة من خلال برامج لخصخصة القطاع المصرفي.

6.تقوية وتدعيم النظام المحاسبي والقانوني وزيادة الشفافية والإفصاح عن نسبة الديون المعدومة من جملة أصول المصرف والقطاع المصرفي والمالي.

7.تحسين نظام الحوافز لملاك المصارف وإداراتها العليا بما يخدم ويعزز نشاطات المصارف بحيث يتحمل كل طرف نتائج قراراته على سلامة أصول وأعمال المصرف.

8.منع وعزل أثار سياسة سعر الصرف المعمول بها من التأثير السلبي على أعمال المصارف أو التهديد بإحداث أزمة في القطاع المصرفي.

9.إعطاء إستقلالية أكبر للمصارف المركزية، بمعنى منع التدخل الحكومي عند قيام المصرف المركزي بأداء وظيفته الأساسية وهي تنفيذ السياسة النقدية بحيث تقوم تلك الأخيرة على أساس إقتصادي ولا تتدخل أغراض السياسة المالية فيها.

10.زيادة التنافس في السوق المالي وذلك عن طريق فتح المجال لمصارف جديدة سواء محلية أو أجنبية والحد من إنتشار إحتكار القلة.

11.رفع الحد الأقصى لرأس المال المدفوع والمصرح به حتى تستطيع المصارف تلبية إلتزاماتها الحاضرة والمستقبلية في عالم تتسم فيه عمليات إنتقال رؤوس الأموال بسرعة فائقة.

12.الرقابة الوقائية وإستخدام طرق أفضل لمراقبة وتتبع أعمال المصارف التجارية من منظور السلامة والأمن للأصول المصرفية وزيادة المقدرة على التنبؤ بالكوارث والأزمات المصرفية قبل حدوثها، وبالتالي الحد من أثارها السلبية على الجهاز المصرفي حتى تستطيع السلطات النقدية الوقاية منها ومنع إنتقالها إلى بنوك أخرى وهذه الطرق تتضمن:

- الكفاية الرأسمالية: تطبيق نسب الكفاية الرأسمالية بما يتفق مع إتفاقية لجنة بازل.
- نسبة السيولة: تطبيق نسبة السيولة الإجبارية (مثال ذلك 20 % في مصر والسعودية، 30 % في الأردن، 60 % في المغرب).
- التحفظ على القروض الرديئة: وذلك بتصنيف القروض حسب جودتها وفرض إحتياطي أكبر على القروض العالية المخاطر.
- سياسة توزيع الأرباح: تدخل السلطات النقدية في هذه العملية مما يضمن سلامة أصول المصرف وأعماله وفي

نفس الوقت يحفظ حقوق المساهمين.

– زيادة الشفافية والإفصاح عن كافة المعلومات وتعيين مدققي حسابات خارجيين.

–منع حدوث ظاهرة التركيز الإئتماني: وضع حد أعلى لمقدار القروض والتسهيلات الإئتمانية التي يمنحها المصرف لمقترض واحد.

– إنشاء مكتب مركزي للمخاطر.

– إستحداث نظام تأمين الودائع: على غرار النظام المتبع في الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وذلك بتأمين حد أعلى على الودائع (مثال في كندا 10 آلاف دولار كحد أعلى على حساب الوديعة).

بالإضافة إلى هناك بعض الوسائل والسبل التي يمكن إستخدامها في الدول النامية والدول العربية للحد من إنتشار وإنتقال عدوى الأزمات من الأسواق المالية الدولية إلى الدول أسواق الدول النامية هي:

– تنسيق مواقف البلدان النامية في الأسواق الدولية بهدف وقف تدهور الأسعار الحقيقية لصادراتها.

– إعتماد العملات الدولية الأكثر إستقراراً كوحدة حقوق السحب الخاصة مثلا في العلاقات النقدية والمالية مع البلدان الصناعية.

– إتخاذ سياسات موحدة ومواقف مشتركة في المؤسسات النقدية والمالية الدولية للحصول على مشاركة أكثر فاعلية لهذه المؤسسات في تأمين الدعم المالي المتوسط وطويل الأجل خاصة لتمويل خطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية، بشروط معقولة وميسرة.

– العمل على تطوير وتحديث الأنظمة النقدية والمالية للبلدان النامية بالشكل الذي يمكننا من تقديم أحدث وسائل الإدخار والإستثمار التي تتلاءم مع الظروف الإقتصادية والإجتماعية لكل بلد.

خلاصة الفصل الثاني

تعتبر العولمة ظاهرة متعددة الأبعاد والجوانب، تشمل تسارع معدل التجارة الدولية، وتدفق العمالة ورأس المال والتكنولوجيا، بالإضافة إلى تسارع معدل إنتقال الأفكار وأنماط الحياة.

فالعولمة في بعدها الإقتصادي تركز على الإتجاه الإقتصادي نحو المزيد من الإندماج بين الأسواق العالمية وتحرير التجارة في السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال، وضمن إطار قواعد اللبيرالية الجديدة والخضوع الكامل لقوى السوق العالمية وتشمل العولمة الإقتصادية على العولمة الإنتاجية والعولمة المالية، وتعمد على صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمنظمة العالمية لتجارة التي تعتبر المؤسسات المدافعة عن العولمة.

وتعتبر العولمة المالية أبرز تجليات ظاهرة العولمة، حيث زادت رؤوس الأموال الدولية وهذه الظاهرة بما تعكسه من زيادة حركية تنقل رؤوس الأموال قد تحمل معها مخاطر عديدة مدمرة، كما قد تجلب معها فوائد ومزايا إن أحسن التصرف فيها فإنها تعود بالمنافع على الإقتصاد العالمي بشكل عام والدول النامية بشكل خاص.

إن أثار العولمة المالية على المؤسسات المالية أو الأسواق المالية تختلف من دولة إلى أخرى ويرجع ذلك الإختلاف إلى مدى إستعداد كل منها لظاهرة العولمة وعملياتها، وإن للعولمة المالية آثار متعددة مست مجالات عديدة، منها الإيجابية كسهولة توفير السيولة اللازمة للإستثمار و منها السلبية كانتشار الأزمات بسرعة فائقة في دول العالم سواء الدول النامية أو المتقدمة النامية.

إن عولمة الأسواق المالية تعد نتاجاً أساسياً لتبني سياسات الإنفتاح والتحرير المالي، وما يترتب عليها من تكامل وترابط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال وإنتقالها عبر الحدود خاصة بعد التوقيع على إتفاقية تحرير الخدمات.

وتعد الأزمات المالية سمة ملازمة لإقتصاديات السوق وفي مختلف مراحل تطورها، وقد إزدادت هذه الأزمات تأثيراً منذ بداية نشوء الأسواق المالية في القرن السابع عشر، وقد شكل تكرار حدوثها ظاهرة مثيرة للقلق والإهتمام، وترجع أسباب ذلك أن آثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الإستقرار الإقتصادي والسياسي للدول المعنية وإنتشار هذه الآثار السلبية وإنتقال عدوى الأزمات المالية لتشمل دول أخرى و متقدمة كنتيجة للإنفتاح الإقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول وإندماجها في منظمة التجارة العالمية.

ونشير هنا إلى أن العولمة بصفة عامة والعولمة المالية بصفة خاصة ليست شأناً يؤخذ كله أو يترك كله، فهناك إمكانيات للتعامل معها، ويمكن لكل دولة أن تتحرك على طريق العولمة بالقدر الذي تمليه عليها ظروفها الخاصة والمشكلات التي تواجهها، والأهداف التي تتطلع إليها بحيث يمكن تعظيم منافع العولمة وتجنب مخاطرها، والدول العربية شأنها شأن دول العالم الأخرى فهي تتأثر بالعولمة المالية، وتمتلك مقومات الإستفادة من الفرص الجيدة التي توفرها، كما أنها معرضة لعدة مخاطر.

تمهيد:

بدأ عالمنا العربي في الآونة الأخيرة يتحول نحو إقتصاديات الأسواق المالية من خلال إستحداث العديد من التشريعات والأدوات والوسائل التي تكفل توفير الإستثمارات المالية العالمية، والتي يمكن توظيفها من أجل خدمة وتنمية وتطوير إقتصادي أفضل ولمساعدتها على الوقوف في مواجهة المنافسات وصراعات إثبات الوجود ولهذا لجأت معظم الحكومات العربية وبإختلاف أنظمتها الدستورية إلى إنشاء وتنشيط أسواق الأوراق المالية بها، وإستحداث وسائل حديثة لمسايرة التقنيات والتطورات التكنولوجية لكي تتلاءم مع طبيعة البيئة العربية ومراحل نموها الإقتصادي بشكل عام، ولإيجاد المكانة المناسبة لها في المؤتمرات العالمية والإقليمية والإستفادة من إيجابيات العولمة والخصخصة الإقتصادية وفتح أبواب الإستثمارات أمام رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتوفير أسهل السبل لها، ولذلك يأتي هذا الفصل لدراسة واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وتطورها وأدائها ومتطلبات تفعيلها.

وهو ما سنتطرق له من خلال هذا الفصل كما يلي:

المبحث الأول: تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

المبحث الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات نموها.

المبحث الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل برامج الإصلاح وأثار العولمة المالية عليها.

المبحث الرابع: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تفعيلها.

المبحث الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترة السبعينيات والثمانينيات بإستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشاءها إلى سنة 1883، وتلتها بورصة بيروت 1920 وبورصة الدار البيضاء (المغرب) 1929، وإن المتتبع لتاريخ هذه الأسواق يلاحظ أن بوادر نشوء* مثل هذه الأسواق كانت موجودة قبل تاريخ تأسيسها الرسمي حيث أن معظم الدول إن لم نقل كلها كانت لها شركات مساهمة يعود تاريخها إلى الثلاثينيات مثل عمان سنة 1930، والعربية السعودية سنة 1934 وتونس سنة 1937، وقد شهدت هذه الأسواق خلال هذه الفترات عدة قوانين تحاول كل مرة إعادة تنظيم الأسواق لتتدارك النقائص التي كثيراً ما كانت تظهر أثناء الممارسة ولتساير الأوضاع الاقتصادية المحلية والعالمية.

ويمكن تصنيف الدول العربية من حيث طبيعة أسواقها إلى أربعة مجموعات كالأتي:

- دول الفائض المالي: وتضم دول مجلس التعاون الخليجي
- دول العجز المالي: وتضم الأردن، لبنان، مصر، المغرب، تونس.
- دول التخطيط المركزي: تشمل كل من العراق، سوريا، الجزائر، ليبيا.
- دول فقيرة: تضم كل من الصومال، السودان، موريتانيا، اليمن.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في إقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي التي تتميز بفوائض مالية كبيرة، وتشمل هذه الأسواق ما يلي:

1.بورصة الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر والمنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول الشركات عن طريق المصارف التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاثة مراحل أساسية تمثلث كما يلي[1]:

-المرحلة الأولى (1954- أوائل الثمانينيات): حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره1.7مليون ريال، وكان يتم تداول الأسهم عن طريق الإتصال المباشر، وفي منتصف السبعينيات برزت الوساطة وإزدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى إرتفاع حجم التداول، ومع بداية الثمانينيات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

-المرحلة الثانية (أوائل الثمانينات-2003): تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على

* قد يظهر بعض الاختلاف في التواريخ باختلاف المراجع وهذا يعود لوجود فاصل زمني بين تاريخ التأسيس القانوني وتاريخ مباشرة التداول الفعلي.

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010، ص ص 187-188.

مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم إستحداثه عام2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي"تداول".

-المرحلة الثالثة (2003-2005): تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات إستقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوساطة، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة، وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودي للأوراق المالية في أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقا لنظام الشركات السعودي، ولا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين، ويجب تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية أسهمها.

2.سوق الكويت للأوراق المالية

بدأت معالم السوق المالي في الكويت بتأسيس أول شركة مساهمة كويتية عام 1952 في أعقاب الحرب العالمية الثانية عندما بدأت موارد البلد المالية تشهد إرتفاعاً متسارعاً نتيجة إزدياد الإنتاج في المحروقات وإرتفاع الأسعار، وهذه الموارد الضخمة نسبيا قد وضعت أساساً تحت تصرف الدولة ولم تكن للقطاع الخاص حصة مباشرة فيها إلا من خلال ما تمنحه وتسمح به الدولة[1]. ولقد عرف الكويتيون التعامل في الأسهم بإنشاء بنك الكويت الوطني كأول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهماً للإكتتاب العام، ثم أخذت الشركات بعد ذلك في التزايد حتى بلغت 21 شركة في أوائل عام 1971، وقد إكتسبت هذه المرحلة أهمية كبيرة نظراً لتأسيس الشركات المساهمة وظهور الأوراق المالية[2].

3.سوق البحرين للأوراق المالية

يرجع وضع البحرين كمركز مالي منذ إنشاء مؤسسة النقد لدولة البحرين عام 1973 حيث سمحت هذه المؤسسة للبنوك الأجنبية بفتح فروع لها وقد أدى كثرة عدد البنوك إلى خلق سوق مالية حقيقية، وبناء على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم (4) لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق مالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988 وبذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لإستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات، والتي في ضوءها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ جوان1989 م [3].

[1] جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 118.

[2] جاسم المنصف،"ندوة الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية وإتجاهاتها المستقبلية"، الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، 1986، ص ص76-77.

[3] رمضان على الشراح مجلة آفاق إقتصادية، بحث إستشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجية في ضوء نشأتها وتطورها (دراسة تحليلية)، المجلد 22، العدد 86، 2001، ص 21.

وإفتتحت سوق البحرين للأوراق المالية عام 1989، وأعلن في منتصف التسعينيات عن تحويلها إلى سوق دولية حيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الدولية والإقليمية والدولية، وصناديق الإستثمار، والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق[1].

4.سوق الدوحة للأوراق المالية

تم إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم (14) لسنة 1995، لتبدأ عملها في 1997/05/26، وقبل هذا التاريخ كان التعامل بأسهم شركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المتخصصة أو غير المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، الأمر الذي أدى إلى أن تحدد أسعار البيع والشراء بطريقة غير عادلة في ظل غياب المعلومات، كما أدى ذلك إلى صعوبة تسييل الأسهم عند عند حاجة المستثمر إلى النقود، ولقد روعي عند تأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية وإنتهاج الأنظمة الأكثر تطوراً وذلك تفادياً للأخطاء التي مرت بها الأسواق الأخرى، فتم إعداد اللوائح التي تحكم عمل السوق على النحو الذي يكفل نزاهة التداول ويحفظ حقوق المستثمرين، وتهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لإستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الإقتصاد الوطني، وضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة، وترشيد وتحديث أساليب واجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويوفر الحماية للمتعاملين، والعمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، كما تقوم بقيد الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض مع الطلب، وإصدار النشرات والتقارير التي تتصمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية، وجميع البيانات التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات، وفي سنة2002 تم تأسيس نظام تسجيل إلكتروني لتسجيل الأسهم والتحويلات، كما يستطيع مواطنو دول مجلس التعاون الخليجي تملك 25% من أسهم أي شركة تتاجر في البورصة، حيث يسمح القانون الذي صدر في 2005/01/14 للمستثمرين الأجانب بحصول المستثمرين الأجانب على جميع الحقوق الممنوحة للقطريين فيما يتعلق بعضوية مجالس إدارة الشركات[2].

5.سوق عمان المالي(مسقط)

صدر قانون مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 1988/06/21 والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه والتي تحكم عمل السوق، وبدأت السوق بمباشرة أعمالها في 1989/05/20، حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أسس تعتمد

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص62.

[2] بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية العربية، دراسة حالة البورصات العربية،مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف،2007، ص ص113-114.

على سلامة الإجراءات، وعدالة التعامل، وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية بشكل يعزز مصادر التمويل عن طريق نقل المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار خدمة للإقتصاد الوطني[1].

6.أسواق الأوراق المالية بدولة الإمارات العربية المتحدة

توجد بدولة الإمارات العربية المتحدة سوقان للأوراق المالية هما كما يلي:

1.6.سوق أبو ظبي

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الإعتبارية والإستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم إفتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15، ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لإستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنميه الوعي الإستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الإستقرار المالي والإقتصادي، وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000[2].

2.6.سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الإقتصاد رقم (14) لعام 2000، وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الإتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للإكتتاب العام، ولقد شهد الإكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للإكتتاب العام في

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص64.

[2] نشأة سوق أبو ظبي للأوراق المالية من الموقع: http://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx،اطلع عليه بتاريخ:2011/05/23.

الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة، كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم [1].

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في دول العجز المالي

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى بعض أسواق الأوراق المالية في الدول العربية التي تعاني من العجز المالي كما يلي:

1. بورصة عمان

أنشئ سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم(31) لسنة 1976 [2]. حيث أنه مع ازدياد عدد الشركات المساهمة العامة ليصل عددها إلى 66 شركة سنة 1978 دعت الضرورة إلى إنشاء سوق منظم للتداول، وتبع ذلك جهود ودراسات كثيرة نتج عنها تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976، وتم الإعلان عن إفتتاح "بورصة عمان"رسميا بتاريخ1978/04/01، وصدر قانون عمان المالي سنة 1990 ثم تبعته نصوص ومواد تحكم عمل السوق، وتشمل عضوية البورصة على مجموعة من الوسطاء الماليين والهيئة العامة المكونة من أعضاء منتسبين للبورصة بعد تسديد رسوم الإشتراك السنوية فيها، ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي يحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها، ويشترط الإدراج في بورصة عمان الشروط التالية [3]:

- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بنسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج.
- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها بشكل فعلي وبشكل مستمر.
- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج الأسهم في السوق.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن75% من رأس المال المدفوع.
- أن تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل.

2.سوق لبنان للأوراق المالية

تأسست بورصة بيروت بموجب القرار رقم (1509) الصادر عن سلطات الإنتداب الفرنسي في 1920/07/03[4]. ولم تهتم في بداية عهدها إلا بعمليات الذهب نظراً لقلة عدد شركات المساهمة المقبولة في السوق، ولم يتبلور دورها الحقيقي كسوق للأوراق المالية إلا في عام 1954 عندما صدر قانون جديد لسوق الأوراق المالية ألحق به نظام داخلي ينظم عملياتها، ورغم صدور عدة قوانين تالية خلال الأعوام 1959،1961، 1967 فإن سوق بيروت لازالت سوقاً نقدية، ولازالت تمثل سوقاً صغيراً من سوق المال في لبنان رغم توافر

[1] نبذة عن سوق دبي المالي من الموقع: http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801: أطلع عليه بتاريخ: 2011/05/23.

[2] خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان،2000 ، ص252.

[3] صالح مفتاح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص ص188-189.

[4] وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص19.

الإمكانيات الكبيرة والمتعددة، ورغم إعادة إفتتاح سوق بيروت للأوراق المالية خلال عام 1995 وفق أحدث الأسس والأساليب، ومما لاشك فيه أن السوق المالي في لبنان رغم ما يتمتع به من ظروف مساعدة بالنسبة لحرية دخول وتحويل رؤوس الأموال، وضعف معدلات الضرائب، ووجود قوانين تؤمن السرية المصرفية، رغم كل هذه العوامل التي تساعد على قيام ونمو السوق المالي مازالت بورصة بيروت سوقاً صغيراً، ولابد من الإنفتاح على الأسواق العربية والعالمية، وقبول الأسهم والسندات العربية والبحث عن مجالات التوظيف المحلي والعربي حتى تكون البورصة صلة للتنمية والتقدم، وبالتالي يبعد لبنان عن دور الوسيط السلبي في نقل الأموال ليقوم بدور المنسق لعملية التنمية والبناء والتعمير في لبنان والبلاد العربية، وقد خطت السلطات اللبنانية خطوات واسعة نحو إعادة تأسيس السوق المالية بشكلها النقدي والرأسمالي وفقا لأحدث الأسس العالمية المعروفة عالميا، وتم إنشاء (سوق دولار–بيروت) وسوق بيروت الثانوية، وسوق ثانوية لسندات الخزينة كما تم تأسيس شركة (ميد كلير) للقيام بوظائف المقاصة والتسوية للأوراق المالية، إضافة إلى الجهود المبذولة حالياً لإدخال أدوات مالية جديدة إلى السوق، وإنشاء مجلس أعلى للأسواق المالية[1].

3.سوق الأوراق المالية بمصر

تعتبر بورصات الأوراق المالية في مصر من أقدم البورصات على المستوى العالمي، فمنذ أن تكونت أولى الشركات المساهمة المصرية عام 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي أو في الطرق لشراء وبيع الأسهم، وإبتداء من عام 1883 إلى عام 1898 قامت عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع وشراء الأوراق المالية[2].فقد أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، وأنشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية، ثم أصدرت الحكومة أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909[3].وتتكون سوق مصر للأوراق المالية من سوقين: تقع إحداهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية، وتدار السوقين من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة[4].

ولقد مرت سوق تداول الأوراق المالية في مصر بثلاث مراحل على النحو الأتي[5]:

– المرحلة الأولى (مرحلة ما قبل التأميم) من نهاية الخمسينيات إلى بداية الستينيات: تميزت بإنخفاض نشاط سوق التداول في هذه المرحلة بسبب القانون الخاص بتحديد نسب توزيع الأرباح لحملة الأسهم، وقد أدى الهبوط المتتالي في القيمة السوقية إلى وضع حد أدنى للأسعار ودخول الحكومة في بعض الأحيان مشتريه بغرض حماية سوق الأوراق المالية من الإنهيار.

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص ص67-68.

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص.293

[3] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص43.

[4] معروف هوشيار، الإستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص 300.

[5] عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص195-196.

– **المرحلة الثانية (مرحلة التأميم)**: ترتب على قوانين التأميم إستبعاد أسهم الشركات التي شملها نطاق التداول في البورصة نظرا لتحويلها إلى سندات على الدولة، وقد أدى ذلك إلى إنكماش سوق تداول الأوراق المالية، وفقدت السوق أهميتها كمركز للتعامل في الأسهم بسبب ضعف عائد الأوراق المالية وخضوع الأرباح الموزعة على المساهمين على شكل نتاج الأسهم لضريبة القيمة المنقولة وكذلك الحال بالنسبة لتداول السندات.

– **المرحلة الثالثة (مرحلة سياسة الإنفتاح الاقتصادي)**: كان من أهم التطورات الإقتصادية خلال بداية هذه المرحلة من عام 1973وحتى عام 1982 صدرت مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر كالقانون رقم (43) لسنة 1973 والقانون رقم (175) لسنة 1981بإصدار قانون الضرائب على الدخل، والقانون رقم (121) لسنة 1981بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات، والقانون رقم (159) لسنة 1981بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة، وإبتداء من عام 1983 وحتى عام 1993 إرتفع عدد الشركات المقيد أسهمها وكذلك إرتفع حجم التعامل إرتفاعاً محسوساً.

وتم ربط بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية بشبكة الحاسب الآلي، وتم توجيه سوق التداول تحت إشراف هيئة سوق المال ورقابتها مع الإعداد لربطهما بالبورصات العربية والعالمية.[1]

4.بورصة الدار البيضاء (المغرب)

تأسست بورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولقد مرت هذه البورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء "مكتب التصفية للقيم المنقولة "حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصة الحرة بين البنوك لأسهم الشركات المغربية، وفي المرحلة الثانية في عام 1948 تم تغير إسم مكتب المقاصة ليصبح "مكتب تسعيرة القيم المنقولة"، أما المرحلة الثالثة فتبدأ من سنة 1967 حيث صدر المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء، وتنظم السوق الأولية بقانون الشركات الصادر في عام 1992 وكذلك قانون السندات لسنة 1941، حيث يسمح لرأس المال المغربي بالإكتتاب فيما تطرحه الشركات المساهمة من أسهم في مختلف القطاعات باستثناء بعض المجالات التي لا يجب أن لا تقل نسبة مساهمة المغاربة عن حدود دنيا معينة، ولا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بترخيص من مكتب الصرف، كما لا يسمح لشركات الوساطة العربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط محلي يكون مراسلا لها، أما السوق الثانوية فهي منظمة بموجب المرسوم الملكي الصادر في 1967/11/14 القاضي بإنشاء بورصة القيم بالدار البيضاء، وبالنسبة لإمكانية السماح بإدراج أوراق مالية غير مغربية في السوق الثانوية فإن ذلك يتوقف على موافقة مكتب الصرف، كما يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بأحد العملات المحددة من مكتب الصرف والمباعة إلى مكتب المغرب[1]. وإتخذت الحكومة المغربية عدة إجراءات وخطوات لتطوير سوق الأوراق المالية منها: إصدار ثلاثة قوانين بهدف تنشيط وزيادة فعالية السوق كالأتي[2]:

[1] مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2009، ص 61.

[1] خليل الهندي أنطوان الناشف، العمليات الصرفية والسوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص251.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح،مرجع سبق ذكره، ص65.

(الأول) ينص على إنشاء شركة مساهمة تعطي حق الإمتياز في إدارة البورصة، و(الثاني) ينص على إنشاء هيئة للرقابة على نشاط البورصة، و(الثالث) ينص على السماح بتأسيس صناديق الإستثمار وشركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير، كذلك صدرت قوانين أخرى بهدف تشجيع الشركات على التسجيل في سوق الأوراق المالية من خلال المساواة بين الضرائب المفروضة على السندات الحكومية.

5.بورصة تونس للأوراق المالية

تأسست سوق الأوراق المالية بتونس عام 1989، وتتولى مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق والتحقق من سلامة التعامل فيه، وتشمل مهامها الأساسية ما يلي[3]:

- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة.
- تسهيل تعبئة رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية من قبل الشركات لتمويل إستثماراتها.
- حماية الإدخار الموظف في الأسواق المالية وكل الأدوات المالية الأخرى القابلة للتداول بالبورصة.
- التحقق من صحة وصدق المعلومات الموضوعة من طرف المؤسسة المصدرة للأوراق المالية.
- يسمح الإطار التشريعي وقانون السوق المالية بفتح المجال أمام الإبتكارات المالية بما يمهد السبيل لتطوير الأدوات المالية التقليدية، وخلق أدوات جديدة مثل شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير، والصناديق المشتركة للتوظيف، والأسهم ذات الأولوية في الربح دون حق الإنتفاع، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويلزم التشريع التونسي الشركات التي تطرح أوراقها للإكتتاب العام بنشر المعلومات حسب المقاييس الدولية، وذلك بقصد ضمان إفصاح مستفيض ومتواصل وموثوق لفائدة المستثمر.

المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في دول التخطيط المركزي

يتناول هذه المطلب عينة من أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في إقتصاديات الدول التي يغلب عليها القطاع العام والتخطيط المركزي كما يلي:

1.سوق العراق

سوق العراق للأوراق المالية هي سوق إقتصادية ذات إستقلال مالي وإداري غير مرتبطة بجهة، يدار من قبل مجلس مكون من تسعة أعضاء يمثلون مختلف الشرائح الإقتصادية للقطاع الإستثماري يسمى"مجلس المحافظين"، وفي تاريخ 18 أفريل 2004 صدر القانون المؤقت رقم (74) ليؤسس مؤسستين مهمتين في قطاع رأس المال وهما: سوق العراق للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية العراقية، وتعمل السوق تحت إشراف هيئة الأوراق المالية العراقية، وصدرت موافقة هيئة الأوراق المالية العراقية على مزاولة سوق العراق للأوراق المالية لنشاطه بتاريخ 14 جوان 2004 وإتخذ مجلس المحافظين قراراً بتحديد الإفتتاح في يوم الخميس الموافق 28 جوان 2004، والذي شهد عقد أول جلسة تداول في سوق العراق للأوراق المالية وهي الجلسة الوحيدة في ذلك العام، وإعتباراً من عام

[3] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف،والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص ص68-69.

2005 أصبحت سوق العراق للأوراق المالية هي البورصة الوحيدة في العراق، وشهدت البورصة العراقية خلال عام 2011/2010 تطوراً كبيراً نحو المؤشرات التداولية للبورصات الأسيوية والأوربية ومن خلال زيادة الإستثمارات الأجنبية وفتح باب منح إجازات الإستثمار في السوق، وتم زيادة عدد الشركات الداخلة في المتداولات الإلكترونية، وتشمل الشركات المدرجة على سوق العراق للأوراق المالية على قطاعات المصارف والتأمين والإستثمار والخدمات والشركات الصناعية والفنادق والشركات السياحية والشركات الزراعية[1].

2.بورصة القيم المتداولة في الجزائر

تندرج فكرة إنشاء بورصة القيم المتداولة بالجزائر ضمن إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 والتي دخلت حيز التطبيق سنة 1988، حيث صدرت في هذه السنة عدة قوانين إقتصادية عن إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة، و التي لا يمكن تصورها دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها أسهم هذه الشركات والمتمثلة في البورصة، وتم تأسيس بورصة الجزائر في شهر09 ديسمبر سنة 1990 برأسمال إجمالي قدره 320000 دج تحت إسم شركة القيم المنقولة "SVM" وهذا إستناداً للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 01/02/ 1988 ، وسميت شركة القيم المنقولة تحاشياً لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال هذا، من جهة ومن جهة أخرى إنعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات[2].

1.2.مراحل إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة

بدأت نشاطها بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000، حيث تعرفها المادة رقم(01) منه كما يلي: " تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص للآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم، وقد كانت مراحلها كما يلي [3]:

-المرحلة الأولى (1990 -1992): إتخذت الحكومة في هذه المرحلة عدة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على إستقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة" S.V.M" مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب320000 دج، ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

[1] نشأة سوق العراق للأوراق المالية من الموقع التالي:http://al-iraqnews.info/new/mobile/specific-palaver/49385.html ،أطلع عليه بتاريخ 2011/05/30.

[2] شمعون شمعون، البورصة، " بورصة الجزائر"، الأطلس للنشر، الجزائر،1993، ص19 .

[3] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 189.

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 177- 91 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

- المرحلة الثانية (1992 -1999): لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الإجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992 ثم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير إسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة .B.V.M، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/04/25 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة، وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس إنطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

2.2.دوافع إنشاء بورصة الجزائر

لقد ظهرت الحاجة الماسة لإنشاء السوق المالية بالجزائر لكونها تشكل وسيلة لتكملة وتنويع مصادر التمويل، خاصة في المرحلة الإنتقالية التي كان يعيشها الإقتصاد الجزائري، ويرتكز قيام مثل هذه السوق على عدة دوافع نذكر منها ما يلي[1]:

- تمويل نمو المؤسسة: حيث تسمح البورصة للمؤسسات الخاصة والعمومية وكذلك الدولة بتوفير رأس المال الضروري لتمويل إستثماراتها من خلال النداء العام للإدخار، وهذا لتغطية قصور الجهاز المصرفي.

- تكريس مبدأ الإنتقال من إقتصاد المديونية إلى إقتصاد الأسواق المالية: وذلك بتنويع مصادر تمويل الإقتصاد، إذ أن عرض المنتجات المالية يخفف من الضغط الثقيل الذي يتحمله الجهاز المصرفي، والمتمثل في منح القروض بمختلف أنواعها، وبالتالي إتاحة فرصة لتطوير وتنمية نظام المالية في الجزائر يعتبر مصدراً دائماً للتمويل غير التضخمي من خلال تسهيل عملية إنتقال رؤوس الأموال بين المقرضين والمقترضين بصفة فعالة.

- ترقية الإدخار و الإستثمار: إذ أن الإستثمار في الأوراق المالية له مزايا كبيرة للمدخرين أهمها: إمكانية تحويل الورقة المالية إلى سيولة بشكل سريع وفي أي وقت، لذا فإن وجود سوق للأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلى ترقية الإدخار طويل الأجل وتوجيهه نحو الإستثمارات المنتجة، إذ تعتبر أفضل إختيار وبديل بالنسبة للمدخرين.

- تمويل عجز ميزانية الدولة: وهذا في الحالات التي تعرف فيها ميزانية الدولة عجزاً في ميزانيتها مما يدفعها إلى إصدار سندات يتم تداولها في الأسواق المالية.

- السماح للإقتصاد الوطني للإندماج في الإقتصاد العالمي في إطار العولمة.

[1] نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير(غير منشورة)،كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2007، ص129.

– السماح للخزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الإدخار من أجل إعادة التمويل.

كماتعتبر البورصة إطارا مناسبا لفتح رأس مال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أو أجانب.

3.2.تنظيم وسير العمل ببورصة الأوراق المالية بالجزائر

تتضمن البنية القاعدية لبورصة الجزائرعنصرين أساسيين أسندت لهما وظائف بالغة الأهمية ويتعلق الأمر بمايلي:

1.3.2.الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر والمتدخلون فيها

من أجل ضمان السير الحسن لبورصة الجزائر فقد تم تشكيل الهيئات المنظمة لها والتي تتضمن مايلي:

1.1.3.2.لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB[1]):

تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93/ 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة ونصبت في فيفري 1996، وتعتبر أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة وتشكل السلطة الإدارية والمالية، وتتكون اللجنة من رئيس دائم يعين بموجب مرسوم تنفيذي من وزير المالية وستة أعضاء غير دائمين يعينون لمدة نيابية تدوم 4 سنوات و بموجب قرار يصدره وزير المالية يتكون الأعضاء غير الدائمين من:

– قاضي مقترح من طرف وزير العدل.

– ممثل لأشخاص معنويين للقيم المنقولة.

– شخصان يتم إختيارهما بالنظر إلى رصيد خبرتهما في الشؤون المالية والبنكية والبورصية.

تمتلك اللجنة تحت تصرفها أمانة مجهزة بمصالح إدارية و تقنية تعمل تحت تصرف رئيس اللجنة كما أنها تمتاز بسلطات تسمح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه.

وتحافظ على الشفافية المالية وتنظم سوقها كما تعمل على التنظيم القانوني للبورصة كالقانون العام للبورصة و القانون الذي يحدد شروط إعتماد الوسطاء الماليين.

2.1.3.2.مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

من أهم الوظائف والمهام المخولة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هي[1]:

– الوظيفة التنظيمية: تعتبر من أهم الوظائف التي تقوم بها اللجنة، وتقوم بحماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو المنتجات المالية الأخرى في إطار اللجوء العلني للإدخار، وضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها وتقديم تقرير سنوي عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة وسن القوانين المتعلقة بإستثمار رؤوس الأموال التي يمكن إستثمارها في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم، وتقوم بتحديد الشروط والتي تحكم العلاقة بين المؤتمن المركزي للسندات والمستفيدين من خدماته وتحديد مهام الوسطاء في البورصة ونطاق

[1] Mansour mansouri, la bourse des valeurs mobiliers d'Alger, distraction houma, 2002, pp 13 -15.

[1] سناقجي عبد الله، سوق الاوراق المالية ودورها في تطوير الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص90-92.

مسؤولياتهم والضمانات الواجب الإيفاء بها إتجاه زبائنهم، كما تقوم أيضا على ضبط القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات وحفظ وإدارة السندات الجارية للسندات وضبط شروط التأهيل وممارسة نشاط وحفظ وإدارة السندات.

– **الوظيفة الرقابية:** تتجلى الوظيفة الرقابية من خلال الرقابة على تطبيق وإحترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء في في البورصة، وإلزام الشركات التي تلجأ إلى الإدخار العلني بالإعلام الواسع للجمهور حيث يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتوج مالي أخر باللجوء العلني للإدخار، إذ تنشر مسبقا مذكرة موجهة لإعلام الجمهور تتضمن الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها وهذه المذكرة تؤشر من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مسبقاً.

– **الوظيفة التأديبية:** وتتمثل هذه الوظيفة من خلال الغرفة التأديبية والتحكيمية، المشكلة من طرف رئيس اللجنة وأربعة أعظاء منهم يختاران من بين أعضاء اللجنة، والعضوان الأخران يعينهم وزير العدل وتتولى هذه اللجنة مهمة حل الخلافات فيما بين الوسطاء، أو بين الوسطاء وشركات البورصة نتيجة قيامها بعمليات الغش والتدليس أو نشر معلومات مزيفة، وبالتالي معاقبة كل من يتسبب في عرقلة سير عمليات البورصة وذلك بإجراءات تتراوح بين الإنذار والغرامات المالية وحتى الحبس.

3.1.3.2.شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV [2]: أنشأت بتاريخ 2ماي1997بعد إنعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21ماي1997، وتكتسي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والتي كانت تسمى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل صدور القانون رقم04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم93-10شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادة 544 من القانون التجاري الجزائري مكونة من وسطاء في عمليات البورصة والذين يتميزون بإحتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم ولحساب زبائنهم، أي أن رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة، ويحكم شركة تسيير بورصة القيم قانون أساسي يسنه الوزير المكلف بالمالية، ويتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويقدر رأسمال الشركة بمبلغ 24 مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين، ويتكون مجلس إدارة الشركة من طرف ممثلين عن الهيئات المالية الأتية: الصندوق الجهوري للتعاون الفلاحي(CNMA)، والبنك الوطني الجزائري (BNA)، القرض الشعبي الجزائري (CPA)، الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، وبنك التنمية المحلية (BDL)، والصندوق الوطني للتوفير والإحتياط (CNEP)، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT)، وشركة التأمين وإعادة التأمين (CCR).

وتبرز أهمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في نشر المعلومات الخاصة بها والتأكد من شرعية المعلومات التي يقوم بها الوسطاء، إضافة إلى التسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المتداولة، وكذلك دعم الإقتصاد.

2.3.2.المتدخلون في بورصة القيم المتداولة

[2] سناقجي عبد الله، سوق الاوراق المالية ودورها في تطوير الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص93-94.

يمكن حصر المتدخلون في بورصة الجزائر في الأطراف التالية:

1.2.3.2.الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)

لايمارس نشاط تداول القيم المنقولة في البورصة إلا الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدون من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويمكن أن يكون الوسطاء في عمليات البورصة إما شركات تجارية تؤسس بصفة رسمية لهذا الغرض، وإما بنوكاً ومؤسسات مالية، وعلى الوسطاء في عمليات البورصة لكي يعتمدوا أن يقدمو حداً أدنى من الضمانات (رأس مال أدنى)، وتنظيم ووسائل تقنية ملائمة، ومستخدمون مؤهلون، ويأخذون مشاركة في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المنقولة[1].

1.1.2.3.2.مهام الوسطاء في عمليات البورصة[2]

من المهام المخولة للوسطاء حسب المرسوم التشريعي رقم 96/ 03 المؤرخ في 3 جوان 1996 المتعلق بشروط إعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم وهي عملية شراء أو بيع القيم المنقولة لحساب الغير أو لحساب الوسيط نفسه، تسيير محفظة القيم المنقولة بموجب عقد توكيل، الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة، وحفظ القيم المنقولة وإدارتها.

2.1.2.3.2.أهم الوسطاء المعتمدين في بورصة الجزائر

لقد تحصلت خمس شركات على إعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لممارسة أنشطة الوسطاء في عمليات البورصة وتمثلت في[3]:

- شركة"الراشد المالي": شركة مساهمة مابين البنك الخارجي (BEA) والصندوق الجهوري للتعاون الفلاحي(CNMA)، وشركة التأمين وإعادة التأمين (CCR).

– الشركة المالية العامة ممثلة من طرف كل من القرض الشعبي الجزائري (CPA)، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)، والشركة الجزائرية للتأمين الشامل (CAAT).

- المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف "SOFICOP" والمشكلة من طرف البنك الوطني الجزائري (BNA) وبنك التنمية المحلية (BDL) والشركة للتأمين (SAA).

- مؤسسة توظيف الأموال المنقولة "SPDM" والتي يشارك فيها كل من بن الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) والشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التامين (CAAR).

- يونين بنك وهو يعتبر الوسيط الوحيد ذو رأس المال الخاص ويقدر بحوالي مليون دينار جزائري.

3.3.2.المتعاملون في البورصة

ينقسم المتعاملون في بورصة الجزائر إلى ما يلي:

[1] ناصر سناقجي، سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2007-2008، ص 148.

[2] COSOB, guide de bourse et des opérations boursiers, la bourse d'Alger, collection guide plus 1996, pp 29-30.

[3] بداوي مصطفى، المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2004، ص 100.

1.3.3.2.هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة: هي عبارة عن مؤسسة تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة لجمع الإدخار مهما كان حجمه لإستثماره في سوق الأوراق المالية حسب سياسة توظيف محددة:

ويمكن التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي، وهما شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف[1]:

– شركة الإستثمارات ذات رأس مال متغير (SICAV): هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الإكتتاب ويصبح كل مستثمر يشتري أسهمًا مساهمًا وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة.

– الصندوق المشترك للتوظيف (FCP): هو عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير ويصدر حصصًا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم.

2.3.3.2.المؤتمن المركزي على السندات: وهو عبارة عن الهيئة الجديدة التي أنشأت بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 2003/02/17 المتعلق ببورصة الجزائر في شكل شركة ذات أسهم تحمل إسم ALGERIE CLEARING ، ومن أهم وظائفه[2]:

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق والترقيم القانوني للسندات.
- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات، وتحصيل الأرباح والفوائد.

4.2.شروط الإدراج والقيد في بورصة الجزائر

هناك العديد من الشروط للإدراج في البورصة سواء تعلق الأمر بالشركات أو بالأوراق المالية سنتطرق إليها كمايلي[1]:

- أن يكون للشركة رأس مال لايقل عن مائة مليون دينار.
- يجب أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المصادق عليها للسنوات الثلاثة الأخيرة.
- يجب أن تكون الشركة قد حققت ربحا خلال السنة السابقة لتاريخ الطلب.
- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية.
- يجب أن توزع على الجمهور عددًا من القيم تمثل على الأقل 20% من رأسمال الشركة.

[1] Le dépositaire central des titres, bulletin de COSOB , N°4 juillet, 2003 p , 06.

[2] نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص140.

[1] ناصر سناقجي، سمات الاسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص ص 150-151.

– يجب أن يكون لها (الشركة) 300 مساهم على الأقل يوم إدخالها إلى البورصة.

أما عن الشروط المتعلقة بالأوراق المالية فهي تختلف بإختلاف القيم المتداولة كمايلي:

– القيم المرتبطة بحق الملكية وتتمثل في الأسهم العادية وأسهم التمتع والأسهم ذات الأولوية في التوزيعات والأرباح وأسهم ذات الأذون للإكتتاب في الأسهم، ينبغي أن يتم إصدار هذه الأسهم من طرف شركة ذات أسهم ومتوفرة على رأس مال لايقل عن 100 مليون دينار جزائري، ويجب توزيع مانسبته من 20% من رأس المال الكلي للشركة على الأقل على الجمهور على أن توزع الأسهم على عدد لايقل عن 300 مساهم في أجل لايتعدى يوم الإصدار.

– القيم المرتبطة بالدين وهي السندات ذات المعدل الثابت والسندات ذات المعدل المتغير وأنواع أخرى نصت عليها التشريعات الصادرة بهذا الشأن، وينبغي أن تعادل قيمة القرض على الأقل 100مليون دينار جزائري مع توزيع السندات على عدد لايقل عن 100شخص، أما القروض المصدرة من طرف الدولة فهي غير ملزمة بالحد الأدنى ولا الإصدار ولا بعدد الحاملين.

– القيم المهجنة، وتتمثل في شهادات الإستثمار، والسند ذو قيمة إكتتاب في الأسهم وأنواع أخرى نص عليها المشرع.

المطلب الرابع: أسواق الأوراق المالية في الدول الفقيرة

يتناول هذه المطلب عينة من أسواق الأوراق المالية العربية الموجودة في إقتصاديات الدول الفقيرة، والتي تظم أسواق الدول التالية:

1.سوق السودان للأوراق المالية

تأسست سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994 بهدف نشر الوعي الإدخاري بين الجمهور وإستقطاب المدخرات الوطنية للإستثمار في الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها أسهم الشركات المساهمة العامة، والصكوك التي يمكن أن تصدرها الدولة ومؤسساتها والشركات المساهمة العامة، ويلزم القانون شركات المساهمة العامة بتقديم بيانات وإحصائيات وافية وصادقة كما ينص على السماح لغير السودانيين الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من السوق الأولية وكذلك التعامل بها في السوق الثانوية، وقد أعدت السلطات السودانية المختصة مشروع قانون هيئة الأسواق المالية السودانية الذي إشتمل على أحكام عديدة في مجال أهداف الهيئة وغاياتها، وعضويتها، ومجلس إدارتها وجمعياتها العمومية، وماليتها العامة، وكذلك أحكام تتعلق بإدراج الأوراق المالية في السوق، وأعمال الوكلاء والصرافين، وأسس الإفصاح والإشهار المالي وغيرها من الأمور الأخرى[1].

2.سوق فلسطين للأوراق المالية

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في العام 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 جويلية 1997، وفي مطلع مارس من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة

[1] صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، مرجع سبق ذكره، ص69.

السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية، وفي أوت 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسساتية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها، وتعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004، وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في للأوراق المالية من خلال منظومة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن، وفي العام 2009 وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية، بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 45 شركة حتى تاريخ 2011/05/04 بقيمة سوقية مبلغها 2.8 مليار دولار، موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والإستثمار، والصناعة، والخدمات، في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 10 شركات[2].

المبحث الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقات نموها

تعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق الناشئة في إقتصاديات دول نامية والتي تمر بمرحلة تحول إقتصادي، وتحضى أسواقها بمؤشرات إيجابية للأداء الإقتصادي ولنمو رأس المال في الدول القائمة فيها.

المطلب الأول: أهمية وجود أسواق للأوراق المالية في الدول العربية

يكتسي وجود أسواق للأوراق المالية المالية بالدول العربية أهمية بالغة حيث أصبحت مؤشراً من مؤشرات التقدم الإقتصادي الذي يعتمد في قدراته على دعم النمو الإقتصادي، وذلك راجع إلى إعتماد الدول المتقدمة على هذه الأسواق في تمويل المشاريع الإستثمارية طويلة الأجل، وذلك رغم المخاطر التي يتوقع حدوثها من خلال هذا التمويل، ولذلك إختلفت المستويات الإقتصادية للدول فيما يخص أساليب تمويل إقتصادياتها ومدى كفاءة هذه الأسواق يعتمد على معايير مختلفة تخص الحالة الإقتصادية والسياسية والإجتماعية لكل بلد، وتبرز الحاجة إلى

[2] نشأة بورصة فلسطين من الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/AboutPSE.aspx?TabIndex=0، أطلع عليه بتاريخ 2011/05/12.

الأسواق المالية بدرجة كبيرة في إقتصاديات الدول العربية من خلال أهمية عمل هذه الأسواق، والتي يمكن أن نوجزها فيما يلي[1]:

1.الحاجة إلى تطوير الإقتصاديات العربية، ذلك أن معظم الدول العربية إن لم تكن جميعها تقريباً تعاني من ضعف درجة التطور، ومن إختلال هيكلها الإنتاجي والذي يرتبط به ضعف قدرتها على توليد الدخل والناتج الوطني وضعف قدرتها على توفير فرص العمل، وانخفاض صادراتها، وضعف درجة تنوع هذه الصادرات بسبب إختلال هيكل الإنتاج فيها، وضعف البنية التحتية فيها والمتمثلة بمرافق رأس المال الإجتماعي كالطرق والجسور ومشاريع الماء والكهرباء والتعليم والصحة وما إلى ذلك، وهو الأمر الذي يستدعي حاجة ماسة وواسعة إلى توفير التمويل اللازم للقيام بكافة هذه المجالات والجوانب من أجل تطوير إقتصاديات الدول العربية.

2.وجود تباين واضح في المدى الذي تتوفر فيه الأموال بين الدول العربية، حيث تتوفر بدرجة أكبر الموارد المالية لدى بعض الدول العربية وبالذات الدول النفطية، في حين تشح فيه الموارد المالية وبدرجة كبيرة لدى البعض الأخر من الدول العربية غير النفطية، وهو الأمر الذي يمكن أن يتحقق معه إستخدام لبعض الموارد المالية من الدول النفطية في الدول التي تحتاج لهذه الموارد المالية عن طريق الأسواق المالية.

وبهذا فإن هذه الأسواق يمكن أن تسهم في حالة تطورها في تحقيق تعاون عربي أوسع مدى وأكثر وقوة وبالشكل الذي يمكن أن يقود إلى تكامل الإقتصاديات العربية ويسهم بالتالي في تحقيق تطورها من خلال تعاونها وتكاملها بالذات في المجالات التي تعجز هذه الأقطار منفردة أي كل على حدة في القيام بها كمجالات الصناعة الإنتاجية (صناعة الآلات) وتطوير القدرة التكنولوجية العربية، والصناعة العسكرية، وما إلى ذلك، والتي يمكن إقامتها من خلال الجهد العربي المشترك بالإعتماد على الموارد المالية من بعض الدول العربية.

3.توجه العديد من الدول العربية، إن لم يكن معظمها تقريباً نحو الخصخصة سواء من خلال تحويل مشروعات القطاع العام إلى مشروعات خاصة أو من خلال توسيع دور القطاع الخاص وزيادة درجة الإعتماد عليه في القيام بالنشاطات الإقتصادية وهذا يقتضي الحاجة إلى توفير التمويل للقطاع الخاص حتى يؤدي دوره في الإقتصاد، وهو الأمر الذي يمكن أن تسهم به الأسواق المالية.

4.الإصلاحات الإقتصادية التي تجري في الدول العربية وما يرافقها من تغيرات تتمثل بتخفيف القيود التي تفرضها الحكومات على عمل النشاطات الإقتصادية ومنحها بذلك حرية أكبر في قيامها بهذه النشاطات وبالشكل الذي يترافق مع تغيرات هيكلية في الإقتصاد نتيجة التوجه نحو الإعتماد على آلية السوق بدلاً من الإعتماد على التدخل الحكومي وهو ما يمكن أن يسهم في توفير البيئة المناسبة لعمل الأسواق المالية والنقدية العربية حتى تؤدي دورها في الإسهام في إجراء الإصلاحات الإقتصادية والتغيرات الهيكلية هذه.

[1] فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص ص344-347.

5.التطورات المتزايدة والمتسارعة في العالم وبالذات ما يتصل منها بعمل الأسواق المالية والنقدية سواء من خلال تنوع الأدوات المستخدمة في تعاملاتها أومن خلال توفير الإمكانيات للحصول على المعلومات بقدر أوسع، وبشكل أسهل، وبسرعة أكبر، وبتكلفة أقل، وكذلك إجراء التعاملات بإستخدام المستجدات التي تتطور بإستمرار، وكل هذا يستدعي تطويراً مماثلاً للأسواق المالية والنقدية العربية إعتماداً على الإمكانات التي تتيح إحداث مثل هذا التطور فيها.

المطلب الثاني: الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال العقد الماضي إصلاحات هدفت في مجملها إلى تطوير أداء هذه الأسواق من النواحي التشريعية والمؤسسية وترسيخ وتدعيم قواعد ونظم العمل بها، وعلى الرغم من الجهود المضنية التي بذلت في هذا الخصوص إلا أن تلك الأسواق لازلت تعاني من أوجه قصور يمكن إجمالها فيما يلي:

1.**صغر حجم السوق وضيق نطاقه:** تتميز أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، وكذلك تتصف بورصات الأوراق المالية العربية بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي، وانخفاض نسبة رأس المال السوقي إلى نسبة الناتج المحلي الإجمالي وهو ما يعبر عنها بالرسملة[1].

2. **من حيث نشاط السوق الأولي:** لازالت أحجام الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات للشركات الحديثة القائمة في الدول العربية تتسم بالضالة، ويتضح ذلك من خلال نسبة تلك الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى القروض والتسهيلات المصرفية التي بلغت 4% وأقل من 10% على التوالي، ويمكن أن نرجع سبب ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للإكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم، وعدم إخضاعها لرقابة السلطات وبالتالي إلتزامها بقواعد الشفافية والإفصاح وكذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون بتوفير إحتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، وكذلك غياب شركات الترويج وضمان الإكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها من خلال الإكتتابات العامة والخاصة، بالإضافة إلى إفتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الإئتمانية للإصدارات الجديدة، وهو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظراً لعدم تمكنهم من إتخاذ القرار الإستثماري السليم.[1]

3.**الفرصة المتاحة للتنويع:** تتسم جميع البورصات العربية شأنها شأن البورصات الصغيرة بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتجيات الإستثمار سواء للمستثمر

[1] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص59.

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2000، ص184.

الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والإتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول[2].

4.درجة سيولة السوق: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، والعكس بالنسبة للشركات غير الناجحة حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها السوقية، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفئة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة المستثمر المحلي والأجنبي، حيث يأتي هذا المؤشر في مقدمة أولويات المستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء في تحديد رغبته في الإستثمار، إلا أن رصدنا لواقع البورصات العربية يوضح أنها تعاني من إنخفاض في درجة السيولة، ويبرر ذلك بإنخفاض قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم [3].

5.التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق إعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يسبب زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية، وهناك في معظم البورصات هامش ربح مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5 و 10% علما أن التغير الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم إلى البورصات وخروجهم منها.[4]

6.درجة تركز التداول: ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وهي تعكس جودة الأوراق المالية، ويلاحظ أن كافة الأسواق العربية لرأس المال تعاني من إرتفاع درجة تركز التداول، وهو ما يعني إنخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية فبعد أن كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول أصبح سهم المحمول والاتصالات يستحوذان على نسبة عالية من حجم التداول، رغم وجود العديد من القطاعات ذات الربحية العالية [1].

7.القصور التشريعي والمؤسسي للأسواق المالية العربية: فمن حيث القصور التشريعي فلا زالت عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فيتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي وقد إنعكس هذا القصور على كفاءة أسواق الأوراق المالية وأداءها، حيث لازالت تقتصر على الأسهم

[2] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص60.

[3] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص88.

[4] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003، ص61.

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص86.

والسندات التقليدية، ولازال هناك افتقار في إستخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال[2].

المطلب الثالث: معوقات نمو أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من النشاط الملحوظ للبورصات العربية إلا أن أداءها محدود ومتذبذب للأسباب التالية[3]:

1.وجود رقابة على النقد الأجنبي وعلى تحويل العملات الأجنبية والتأخير في تحويل قيمة الأوراق المالية، وضعف البورصات من حيث حجم التداول، بالإضافة الى غياب السماسرة المتخصصين وعدم وجود كوادر مالية قادرة على التحليل المالي وتحديد التوقعات المستقبلية في إتجاه السوق المالي والشركات المسجلة فيه.

2.غياب بنوك الإستثمار في بعض البلدان، والإعتماد على القطاع المصرفي للقيام بدور بنوك الإستثمار مع محدودية عمل البنوك التجارية بتنمية البورصات ، وهو ما أدى إلى محدودية دور البورصات وحتى في الدول التي تم إنشاء بنوك الإستثمار فيها لم تقم هذه البنوك بالدور المنشود منها.

3.عدم قدرة شركات السمسرة على تقديم خدمات متنوعة ومتقدمة للمستثمرين والمساهمين، وإنخفاض مستوى الخبرة والمشورة التي تقدمها بشأن أنسب الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها داخل هذه الأسواق.

4.ضعف الدور الذي تلعبه الإستثمارات الأجنبية في هذه البورصات، حيث تتميز الإستثمارات الأجنبية في البورصات العربية بضالة حجم إستثماراتهم مع إرتفاع حجم تعاملاتهم مما يعني معدل مرتفع لدوران رأس المال، وبالرغم من تخوف الكثير من الإقتصاديين من أن نمو أو تدفق الإستثمارات الأجنبية يشكل مخاطر كبيرة للبورصات الناشئة من خلال الخروج المفاجئ لهذه الإستثمارات مما يعني بيع الأوراق المالية وإنخفاض المؤشر العام للبورصة وهذا يفسر الإنهيار المفاجئ لبورصات دول جنوب شرق أسيا، إلا أن المتتبع لنوعية الإستثمارات الأجنبية في الدول العربية يجد أنها لا تهتم بالإحتفاظ بالأوراق المالية لفترات طويلة نظراً لعدم إستقرار الأسواق فإذا أضفنا لذلك أن نسبة كبيرة من الأجانب يقومون بمضاربات سعريه غير موجهة لخدمة الإقتصاد لكن لتحقيق أرباح في الفترة القصيرة، حيث يتوفر لديهم خبرات واسعة في مجال التحليل الفني لإتجاهات السوق ويستطيعون تحديد إتجاهات الأسعار مع انخفاض خبرة المستثمر العربي بالأسواق المالية، وهو يمكن لهذه المضاربات أن تضر بالأسواق المالية العربية.

كما أن أسواق الأوراق المالية العربية تعاني من ضالة الطلب على الأوراق المالية لأسباب منها إنخفاض عائدها مقارنة بالفوائد التي توزعها المصارف، أو الأرباح الناتجة عن الإستثمارات الأخرى، أو لعدم الإطمئنان لطبيعة التوظيف في الأسواق[1].

---

[2] عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، مصر، 2003، ص ص233-.234

[3] حسين عطا غنيم، نموذج تسعير الأصل الرأسمالي،" ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل(إدارة أسعار الصرف)"، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 6-10مارس2005، ص ص 245-246.

[1] أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006، ص 64.

ونظراً لما تعانيه الأسواق المالية العربية من إفتقارها إلى النصوص القانونية الواضحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات، وراعت جميع الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي والشفافية، لاسيما وأن المعلومات الداخلية غير المعلنة تكرس ظاهرة عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات فتحقق مكاسب غير عادية ووفرات مالية للبعض على حساب الآخرين وعلى حساب كفاءة الأداء داخل السوق حيث أن عدم توافر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع استثماري خاطئ يفضي إلى إتخاذ قرارات غير سليمة متعلقة بإختيار البدائل الإستثمارية في محافظهم المالية وبالتالي تعرضهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة، أو إلى إحجامهم عن التعامل داخل السوق مما يؤدي إلى حدوث فترات كساد وهبوط لمستوى أداء البورصات، كما يمكن أن تخلف المعلومات غير المعلنة من رفع مصطنع لأسعار الأسهم، وزيادة المضاربة وخلق جو من الإرباك والفوضى لمستوى الأداء داخل السوق[2].

بالإضافة إلى المعوقات التي سبق ذكرها هناك بعض الخصائص التي تعتبر في نفس الوقت عوائق لنمو أسواق الأوراق المالية العربية نوجزها كما يلي:

– عدم الإستقرار السياسي في الدول العربية، الذي من شأنه أن يعيق أي إستثمار في الدول العربية.

– ضعف الطاقة الإستيعابية في الوطن العربي، مع قصور في البنية الأساسية اللازمة لقيام أسواق متطورة للأوراق المالية في ظل عدم نمو الإقتصاد العربي بالشكل الجيد والملائم الذي يساعد على تطور أسواق الأوراق المالية العربية، والإعتماد المباشر على الفوائض البترولية في تمويل عمليات التنمية الإقتصادية دون اللجوء إلى التعبئة الكاملة للموارد الإدخارية لدى المجتمع في الدول العربية وعدم التوزيع العادل للدخل بين مختلف طبقات المجتمع في الدول العربية إلى جانب ضعف الإدخار لدى الأفراد ذوي الدخول المتوسطة، مع إتجاه أصحاب الدخول الكبيرة إلى الإستثمار المباشر دون الحاجة إلى الرجوع إلى الأسواق المالية.

– عدم وجود وسائل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية يحول دون قيامها بالدور النشط المنوط بها في جمع المدخرات المحلية للدول العربية المتاحة والممكنة وإستخدامها على نحو فعال في مشروعات التنمية.

المبحث الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل برامج الإصلاح وأثار العولمة المالية عليها

واجهت أسواق الأوراق المالية العربية قبل إصلاحها مجموعة متماثلة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها، وحدت من كفاءة أدائها، إذ كان لكل سوق خصوصيتها تنبثق من ظروف نشأتها، ونمط تشريعاتها ونظمها وهياكلها، فإن لهذه الأسواق قاسمًا مشتركًا من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في عدة محاور أساسية تتعلق بقلة المعروض من الأدوات المالية، وتراخي الطلب عليها في السوق، وتخلف الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية، ثم من حيث منافسة الوسائل البديلة لتمويل الإستثمار في الموجودات المالية.

المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية ما قبل الإصلاح

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص73.

تشير البيانات إلى أنه حتى النصف الثاني من الثمانينيات من القرن العشرين لم تكن هناك في المنطقة العربية سوى ستة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والكويت والأردن ولبنان، وكانت بورصة بيروت معطلة في تلك الفترة بسبب الحرب الأهلية في لبنان وقبل أن ينقضي عقد الثمانينيات شهد قيام بورصة البحرين 1989، وسوق مسقط للأوراق المالية وإنشاء سوق بغداد المالي وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأوراق المالية، إلا أن عقد التسعينيات وهو العقد الأخير من القرن العشرين قد شهد تطورات هامة بإتجاه إنشاء بورصات جديدة حيث تم ذلك في كل من السودان وقطر وفلسطين والجزائر عام1999 ودولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000م.

ويمكن حصر مميزات أسواق الأوراق المالية العربية قبل ما الإصلاح بما يلي[1]:

1.من حيث عرض الأدوات المالية

كانت الأسواق العربية تعاني من قلة المعروض منها، وذلك لأسباب تتعلق بالأتي:

- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة.
- تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة ودواعي ذلك تختلف من دولة لأخرى.
- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، وحيازتها التقليدية من قبل البنوك وشركات التأمين والضمان وضالة المعروض منها في السوق الثانوية.
- بدائية تنويع الإكتتابات، لأن أسلوب التوزيع كان قائما على الإتصال الشخصي المباشر بسبب الإفتقار إلى مؤسسات ضمان التغطية والتوزيع.

2.من حيث الطلب على الأدوات الإستثمارية

يلاحظ أن ضالة حجم الدخل النقدي الذي يعتمد على حجم الناتج الإجمالي ونمط توزيعه ومستوى الوعي المالي والتوظيفي للمدخرين والمفاهيم الإجتماعية السائدة إزاء الإستثمار في الأوراق المالية، بالإضافة إلى أهمية الإقتصاديات غير النقدية وكل هذه العوامل تحد من قيام أسواق مالية في البلدان النامية عمومًا والدول العربية من بينها، ويلعب عدد من العوامل في التأثير على تفضيلات الأفراد بين الموجودات المالية وغير المالية مثل درجة الأمان والعائد والظروف الإجتماعية والطرق التقليدية للإدخار ويسر المعاملات، وقد إنعكست هذه الظروف على الطلب على الموجودات المالية وأصبح تفضيل الأفراد يميل نحو حيازة الموجودات المادية، ويمكن إيجاز العوامل التي أثرت في تدني الطلب على الأوراق المالية في الدول العربية فيما يلي:

- إنخفاض معدل الدخل النقدي والإدخار الفردي وعدم ثباته وعدم إستقرار أوضاع الفئات التي تحققه.

[1] سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الثانية ، 2004 ،ص ص139-141.

– منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها، وكذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الإدخارية للبنوك في تحجيم على الطلب على الأوراق المالية للشركات.

– إنخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بالقياس إلى أشكال الإستثمار الأخرى وبالرجوع إلى التشريعات الضريبية لعوائد القيم المنقولة تعتبر من العوامل المنفرة للإستثمار في الأوراق المالية، فمعدلات هذه الضرائب عالية في معظم البلدان العربية.

– تفضيل السيولة في الإستثمار قصير الأجل، نظرا لما يتطلبه الإستثمار في سوق المال من توافر مستوى عالي من الوعي الإدخاري والتوظيفي لدى المدخرين، فلقد إتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الإدخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الإدخار.

– المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة في الحد من اللجوء إلى سوق رأس المال، وبروز ظاهرة البنوك الإسلامية التي لا تتعامل بسعر الفائدة بمعناها التقليدي في عدد من الدول العربية.

3.من حيث الأطر القانونية والتنظيمية

فيلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية هو تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، أو الغياب التام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم السوق وتطويرها ومعالجة أوجه الخلل فيها، وفيما يتعلق بالناحية المؤسسية فإن غياب الهياكل المؤسسية في الأسواق العربية كان من بين العوامل الكامنة وراء تخلف هذه الأسواق وإعاقة تطويرها، فالأسواق العربية تعاني من نقص في المؤسسات العاملة في إطارها، وهي صناديق وشركات الإستثمار، وصانعو الأسواق وبيوت السمسرة الحديثة أو الوسطاء بالعمولة.

المطلب الثاني: إصلاح أسواق الأوراق المالية العربية ونتائج الإصلاحات فيها

إن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الإستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري ومواكبة تقنيات التداول المستخدمة في البورصات العالمية، وتكريس نظام التداول مع تطوير جوانبه، والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الإستثماري للمتعاملين، وهكذا جاءت الإصلاحات التي شهدتها بورصة تونس للأوراق المالية عام 1989 وبورصة القيم بالدار البيضاء عام 1993 وتزامنت معها بورصتا القاهرة والإسكندرية بعد صدور القانون 95 لسنة 1992 وبورصة الخرطوم وبورصة بيروت عام 1995.

1.الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية

تضمنت الإصلاحات الأخيرة على التأكيد على المبادئ التي نوجزها فيمايلي:

–تعبئة الإدخار الوطني:

تهدف جميع الإصلاحات التي تمت إلى التأكيد على تعبئة الإدخار الوطني وتوظيفه في مجالات الإستثمار المختلفة، وقد تطلب هذا المبدأ تطوير السوق على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد على تحقيق أهداف السياسة الإقتصادية للدولة، وترتيبا على ذلك جاء التطوير لترشيد أساليب التعامل مع السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين والمساعدة على تنمية وإستقرار التعامل في الأوراق المالية مع ما تضمنته التشريعات من حوافز ضريبية[1].

-تنظيم مهنة الوساطة:

كما تضمنت الإصلاحات الجديدة تنظيم مهنة الوساطة في السوق لتكون قادرة على التحليل واتخاذ القرار الإستثماري الصائب وإدارة المحافظ وتقييم أداء الشركات، فقد لوحظ لأول مرة أن التشريعات الجديدة نصت على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات، فقبل أن يتم الأخذ بهذا التنظيم كان السماسرة الأفراد يقومون بهذه المهمة في سوق الأوراق المالية في مصر، بينما كانت البنوك تحتكر هذه الوساطة في السوق التونسية والمغربية، ودخلت شركات الوساطة لأول مرة في السوق التونسية التي بلغ عددها 30 شركة ومكتبا، وتم الفصل بين مهنة الوساطة والنشاط المصرفي، ولم تعد البنوك التجارية تمارس هذا الدور في المغرب، حيث بلغت شركات الوساطة الجديدة 12شركة، بينما تأسست في السوق المصرية لأول مرة شركات الوساطة التي يتجاوز عددها مائة شركة في القاهرة والإسكندرية، وتمارس شركات الوساطة عملها إلى جانب البنوك التجارية في سوق عمان المالي، وتنفرد بهذا الدور في بورصة البحرين وسوق مسقط للأوراق المالية شركات ومكاتب الوساطة دون السماح للبنوك بهذا الدور[2].

-نظم المقاصة:

أدخلت الإصلاحات الجديدة لأول مرة نظام المقاصة الذي كانت سوق الكويت للأوراق المالية أول سوق تؤسس فيها شركة للمقاصة هي" الشركة الكويتية للمقاصة" التي أنشئت عام 1987، حيث تقوم الشركة نيابة عن السوق بتسوية الإلتزامات الناشئة عن المعاملات، ثم إجراء التقاص بين الحقوق والإلتزامات المترتبة عليهم بين بعضهم البعض في خلال ثلاثة أيام، ثم طور هذا النظام منذ عام 1988 ليتم التقاص بين المتعاملين يومياً حتى يتمكنوا من التعامل على أرصدتهم، سواء النقدية منها أو من الأسهم على أن تجري التسوية النهائية للحقوق في نهاية الأسبوع، وفي السوق المغربية نص القانون الجديد لعام 1993 على أن يعهد إلى شركة "الميسرة " بتنظيم المقاصة وتسليم السندات ووسائل الأداء، وتعقد جلسات التسليم مرة في الأسبوع على الأقل، ويجب أن تقوم شركات البورصة بالتسليم الفعلي للسندات إلى الأمرين بالسحب بعد إبرام المعاملة بواحد وعشرين يوما على أقصى تقدير، أما السوق المصرية فقد أجاز القانون إنشاء شركات للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص ص145-146.

[2] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص146.

بالبورصة، يكون غرضها تنظيم واستلام الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي يتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقا للنظام الذي تضعه إدارة البورصة ويعتمد من هيئة سوق المال، وقد تم إنشاء الشركة المصرية للمقاصة عام 1996 وباشرت مهامها المنوط بها، وفي لبنان أخذ عام 1994 بإنشاء مركز حفظ ومقاصة الأدوات المالية للبنان والشرق الأوسط (ميد كلير) على شكل شركة مقفلة لبنانية برأسمال قدره ملياري ليرة لبنانية، وهي مؤهلة لأن تصبح الوديع المركزي لجميع القيم المنقولة التي تغذي سوق البورصة اللبنانية، أما وظيفتها الثانية فهي إدارة وتسوية القيم المنقولة ومقاصتها، وكذلك تم تأسيس الشركة التونسية للمقاصة عام 1995، وفي المملكة العربية السعودية فإن سوقها يتمتع بخاصية وجود الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وهي وحدة مركزية لإيداع الأوراق المالية، وتقوم بحفظ كلي لسجلات 12 شركة متداولة (80% من نسبة التداول اليومي) وحفظ كلي لسجلات باقي الشركات المدرجة، وتم الأخذ بمبدأ الإشعار مقابل الشهادة، والإشعار هو وصل مقابل الشهادة يثبت ملكية المساهم في شركة معينة ويتم تسوية الصفقات المعتمدة على الإشعار في نفس يوم التداول، وهو ما يعد من أفضل خصائص السوق السعودي على المستوى العالمي[1].

-تطوير نظم التداول المطبقة في السوق:

ظل نظام التداول المطبق في البورصات العربية حتى وقت قريب يجري وفقاً لنظام المزايدة المكتوبة، حيث يتم التعامل من خلال تسجيل العروض والطلبات على اللوحات المعدة في قاعة التداول ثم يتم التزايد بين الوسطاء كل حسب الأولوية إلى أن يتم التوافق بينهم، غير أن البورصات العربية خطت مؤخراً بعد الإصلاحات التي شهدتها نحو تحويل نظام التداول الحالي إلى تداول آلي بإستخدام الحاسبات الآلية، وهذا النظام تم إعتماده في كل من سوق الكويت للأوراق المالية وبورصة القاهرة في كافة مراحل عملية التداول بهدف تحقيق العدالة بين المتعاملين، أما سوق عمان المالي وبورصة البحرين ومسقط وتونس والمغرب، فإن النظام المعمول به مازال شبه آلي حيث يشمل جانبين أحدهما يدوي والأخر آلي بعد إتمام الصفقة حسب الأصول من قبل الوسيط المعني، فيتم عندئذ إعتماد الحاسوب أساساً لتنفيذها، إن هذا النظام يتيح السرية التامة للمتعاملين وإجراء الرقابة اللازمة على أوامر التداول أثناء إدخال العقود، بالإضافة إلى إستخراج النشرات اليومية والدورية لأسعار الأسهم وأحكام التعامل وتوفير البيانات[1].

-الإفصاح المالي:

راعت جميع الإصلاحات الجديدة التأكيد على أهمية الإفصاح المالي، وذلك أن من أهم شروط حرية إقتصاد السوق وضمان الفرص المتكافئة فيه والقضاء على محاولات الغش والتلاعب على أن يوفر لجميع المتعاملين قدراً كافياً من المعلومات والبيانات المالية بصورة عامة، والمستثمر الفرد بصورة خاصة، وكانت الأسواق العربية تفتقر إلى

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص ص146-147.

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص148.

النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات المتعلقة بالشركات وسير أعمالها وكشف موازناتها وحساب الأرباح والخسائر لديها، وقد ترتب على عدم وجود هذه النصوص التشريعية والتنظيمية ضعف الرقابة على الشركات، إلا أن التشريعات الجديدة المتعلقة بجميع البورصات العربية التي ألزمت الشركات بداية من السوق الأولية أنه لن يتم الإفصاح عن طريق نشرات الإكتتاب فلا يجوز طرح أوراق مالية لأية شركة في إكتتاب عام للجمهور إلا بناء على نشرة إكتتاب معتمدة من هيئة سوق المال بالنسبة لمصر وتونس، أو سوق عمان المالي بالنسبة للأردن أو سلطات البورصات في بقية البورصات العربية القائمة، وتنص التشريعات الجديدة على أن تتضمن نشرة الإكتتاب في أسهم الشركة الإفصاح عن البيانات الأساسية والمالية التي توضح المركز المالي الدقيق للشركة المصدرة، وتطالب الشركة بتقارير نصف سنوية وقوائم مالية تنشر في الصحف المحلية[2].

2.نتائج الإصلاحات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية

أسفرت نتائج إصلاح البورصات العربية عما يلي[3]:

– تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مجالات الإستثمار المختلفة.

– تنظيم مهنة الوساطة، حيث نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم ووضعت مجموعة من الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.

– إنشاء مؤسسات الخدمات المكملة في السوق، وهي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.

– الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص وإعطاء الدور الرقابي والتشريعي للحكومة يعمل على فصل الدورين وبالتالي تفعيل الرقابة مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية مع الأخذ في الإعتبار إن كان الدور الحكومي في البورصة يمكن قبوله في بداية تطور سوق المال لكن من الصعب قبوله إلى ما لانهاية لأنه يتناقص مع طبيعة إقتصاد السوق الذي تعد البورصة أحد أعمدته الرئيسية.

– تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي بإستخدام الحاسبات الآلية وقد تم توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني المستخدم بشكل تدريجي ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة وتسود البورصات العربية حالياً أنظمة تداول آلي متطورة وأجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، خاصة في أسواق الكويت والسعودية ومصر وتونس وعمان.

– الإلتزام بالإفصاح المالي للقضاء على محاولات الغش والتلاعب وتوفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات والبيانات بصورة عامة والمستثمر الفرد بصورة خاصة، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب الشفافية ونماذج

[2] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص149.

[3] عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 228-229.

التقارير المالية التي تلتزم الشركات بتقديمها دورياً والإفصاح المالي وتوافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة ومحاربة الإتحاد المبني على معلومات داخلية، وهذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.

- إنعكست الإصلاحات الشاملة التي خضعت لها البورصات العربية مع بداية التسعينيات على أداء هذه البورصات وذلك من خلال قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وسرعة دوران الأسهم والقيمة الرأسمالية للسوق، للمقارنة فقد تم إختيار ثلاث أسواق هي السوق التونسية، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، وبورصتا القاهرة والإسكندرية، لمعرفة أثار تلك الإصلاحات، فقد سجلت بورصة تونس تداولاً بلغت قيمته3 مليون دينار (أي ما يعادل 50 مليون دولار أمريكي) عام 1983، ولم يتجاوز عدد الشركات المدرجة في السوق 20 شركة، بينما إرتفع حجم التداول إلى 240 مليون دولار في عام 1996، وبلغ عدد الشركات المدرجة 30 شركة، أما سرعة دوران رأس المال فقد بلغت 6.2% عام 1996 مقابل 2.3% عام 1984، وبالنسبة إلى بورصة القيم بالدار البيضاء فقد سجل حجم التداول حوالي 25 مليون دولار عام 1984 إرتفع إلى545 مليون دولار عام 1996، ثم نأتي إلى السوق المصرية حيث بلغت قيمة التداول فيها 8137 مليون جنيه عام 1996 مقابل 63 مليون جنيه عام 1985 [1].

المطلب الثالث: الأسواق المالية العربية وتحديات التحرير المالي

تواجه الدول العربية في ظل إنفتاح أسواق رأس المال القائمة فيها على الأسواق المالية العالمية وقيامها بتحرير حساباتها الرأسمالية أمام حركة رؤوس الأموال العديد من التحديات التي تفرض عليها أعباء كبيرة وتجعل من إمكانية تعرضها إلى أزمات مالية حادة أمراً متوقعاً، ويمكننا أن نركز في هذه التحديات في ثلاث محاور رئيسية يتعلق الأول بإمكانية تعرض الأسواق المالية والعربية إلى أزمات نقدية ومالية، بينما يتعلق الثاني فيتمثل في إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات وتقديمها إلتزامات محددة فيما يتعلق بتحرير الخدمات المالية على وجه الخصوص، أما المحور الثالث فيتعلق بهروب رؤوس الأموال العربية للخارج.

1.إمكانية التعرض لأزمات مالية مفاجئة

في ظل تحرير بعض الدول العربية حساب رأس المال والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية بالتدفق إلى الداخل والخارج عبر حدودها الوطنية تتنامى إحتمالات تعرض أسواق رأس المال القائمة فيها إلى أزمات مالية مفاجئة وتبدو خطورة هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم إستثماره في أصول قصيرة الأجل بهدف تحقيق عوائد أكبر، وهو الأمر الذي ينطوي على مخاطر عديدة يترتب عليها حدوث أزمات مالية تهدد إستقرار الإقتصاد برمته وتنشأ هذه المخاطر في حالتين هما[1]:

[1] سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص149.

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص124-125.

– حالة خروج رؤوس الأموال بصورة مفاجئة: نظراً لكونها من الأموال الساخنة التي تسعى إلى المضاربات وقد يكون الدافع وراء تدفقها وجود إختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة المحلية والدولية،كما يمكن أن تحدث هذه الحالة بسبب صدمة سلبية تنشأ عن تطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو إرتفاع في ثمن سلعة الإستيراد الرئيسية، أو تغير في نسبة الضرائب المفروضة والتي تؤثر على عائد مثل هذه التدفقات، حيث يفضل المستثمر الأجنبي أن يحول أمواله إلى الخارج عن طريق بيع ما بحوزته من أوراق مالية محلية ويترتب عن هذا إذا ما حدث بصفة جماعية أثار سلبية على بورصات الأوراق المالية والإقتصاد بأكمله.

– حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدولة المضيفة: ويحدث ذلك غالباً في حالة حدوث صدمة مواتية تزداد على إثرها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، فيترتب عليها توسع في حجم الأصول المحلية وزيادة في الطلب على السلعة المحلية وبالتالي إرتفاع معدلات التضخم والتأثير على أسعار الصرف والفائدة، وأيا كانت الحالة، حالة خروج أو دخول لرؤوس الأموال بصورة مفاجئة، فإن التقلبات في أسعار الأصول المالية وما يترتب عليها من تقلب أسعار الصرف والفائدة التي تمثل مصدراً من مصادر عدم التيقن يمنع المستثمرين المحليين والأجانب من الإستمرار في الإستثمار وتثير شكوكاً حول إستمرارية تدفقات الإستثمار المحفظي وهو الأمر الذي يؤكد خطورة الإعتماد عليه كمصدر من مصادر التمويل الرئيسية.

2.إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية

لعل التخوف الرئيسي من هذا الإنضمام ناجم عن إنعدام التوازن بين كفاءة قطاع الخدمات في الدول النامية ونظيره في الدول المتقدمة، وبالتالي ضعف القدرة التنافسية للأول في مواجهة الثاني نتيجة إرتفاع المكون التكنولوجي في إنتاج الدول المتقدمة بالمقارنة مع المنتجات الخدمية للدول النامية، ومن ضمنها الدول العربية وبالتالي فإن خدمات الدول الصناعية تمتلك ميزة نسبية تنمو مع زيادة التطور التكنولوجي الذي يشهد نمواً متسارعا، وعلى الرغم من الجهود التي بذلتها وفود الدول النامية من أجل الحفاظ على مصالح بلدانها في مجال تجارة الخدمات، إلا أن الإتفاقية جاءت لتعكس في مجملها وفي كثير من أحكامها مصالح الدول الصناعية ويمكننا أن نقسم الدول العربية من حيث التعامل مع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى مجموعتين[1].

– المجموعة الأولى: وتشتمل على الدول العربية التي لديها أسواق مالية، ولكنها لم تلتزم بعد بتقديم إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواق المال وهي الأردن، والسعودية، وعمان.

– المجموعة الثانية: وهي الدول العربية المنظمة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات، وقدمت إلتزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية وتشمل كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الإمارات، المغرب.

1.2.إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات

[1] معتصم سليمان، أثر الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات على الأسواق المالية العربية، "ندوة أسواق رأس المال العربية..الفرص والتحديات"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، نوفمبر1995، ص ص70-71.

يمكنا تحديد إلتزامات الدول العربية في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات وبما يتعلق تحديداً بتحرير الخدمات المالية من خلال التعرف على جداول إلتزاماتها بشأن قيود النفاذ للأسواق وقيود المعاملة الوطنية.

– **النفاذ إلى الأسواق:** يتعهد العضو بموجب إلتزاماته المحددة في الجداول المقدمة من طرفه بأن يمنح جميع موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك المنصوص عليها في جداوله، ويشكل النفاذ إلى الأسواق أحد الأهداف الأساسية التي تسعى الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى تحقيقه من أجل تمكين منتجي الخدمات المالية من النفاذ إلى أسواق باقي الأعضاء والمنافسة مع المنتجين الوطنيين[2].

– **المعاملة الوطنية:** أي العمل على الإلتزام بمنح نفس المعاملات للمؤسسات الوطنية والأجنبية القائمة في مجال الخدمات المالية والمصرفية[3].وتلتزم الدولة بمنح موردي الخدمات من الدول الأخرى رعاية لا تقل عن المعاملة التي توفرها لموردي الخدمات من رعاياها، وذلك في القطاعات المدرجة في جداولها وفقا للشروط والأوضاع المحددة فيها، ويشترط في هذا الصدد أن لا تؤدي الإجراءات إلى تعديل أوضاع المنافسة لصالح موردي الخدمات الوطنية، ولم تسمح أحكام الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات للدول النامية والدول العربية عموما والدول العربية، وخاصة في وضع قيود على منح المعاملة الوطنية للشركات المنافسة لشركاتها ومؤسساتها الوطنية في القطاعات المدرجة في جداول إلتزاماتها المحددة، ولاسيما إذا كانت هذه القيود تؤدي إلى تغيير الوضع التنافسي لصالح الشركات الوطنية وهذا من شأنه أن يعطي فرصة أفضل للشركات والمؤسسات الأجنبية لما لها من خبرات وتفوق تكنولوجي ويحد من قدرة الدول العربية على توفير معاملة تفضيلية لشركاتها الوطنية أمام المنافسة الأجنبية[4].

2.2.أثار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية على الأسواق المالية العربية

في ضوء الإلتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول العربية، فإن الآثار المترتبة على تلك الإلتزامات تختلف بإختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الإلتزامات، لكن يمكننا أن نقسم الفوائد أو المكاسب التي تعود على الدول العربية جراء تحرير تجارة الخدمات المالية إلى مكاسب ساكنة وأخرى دينامكية، فبالنسبة للمكاسب الساكنة، فإنها سوف تتحقق من الإستغلال الأمثل للموارد المالية وزيادة كفاءة الإنتاجية والتوزيعية وذلك من خلال ترشيد توزيع الموارد التي تمتلكها الدول، أما بالنسبة للمكاسب الديناميكية فإنها تتحقق أساساً من المكاسب الخارجية التي تنتج عن زيادة المنافسة، والتقدم التكنولوجي، والأثر الإيجابي لزيادة الإنتاجية على معدلات الإدخار والإستثمار، وما يترتب على ذلك من أثار إيجابية على تجارة الخدمات المالية، وعليه فإن الآثار الايجابية المتوقعة لإتفاق (الجاتس) تعتمد بشكل أساسي على المزايا التي يوفرها الإتفاق للدول العربية المنظمة إليه، لاسيما إقرار مبدأ التحرير التدريجي لتجارة الخدمات المالية، وعدم التمييز في المعاملة، وأخذ المشكلات التنموية لهذه الدول في

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 128.

[3] صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الإقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة،2001، ص ص 113-114.

[4] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص 130-131.

الحسبان، وكذلك إحترام أهداف السياسات الوطنية، إضافة إلى إقرار حق الدول في اتخاذ تدابير مالية ورقابية، ووقائية تهدف إلى حماية صناعة الخدمات المالية في الدول العربية التي مازالت في طور التكوين، ويمكن عرض أهم هذه الآثار الإيجابية والسلبية والتي نوجزها فيما يلي[1]:

– زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية ا لمية وجذب الإستثمارات الخارجية: من المتوقع أن تزداد كفاءة وفعالية أسواق المال العربية مستقبلا، مع تدرج ظاهرة تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي وإنفتاح الأسواق على بعضها البعض مما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية، وبالتالي تصبح حركة هذه الأسواق خاضعة للتفاعل الحر بين الطلب والعرض على الخدمات المالية فيتحدد السعر التوازني لهذه الخدمات دون تدخل حكومي قد يترتب عليه أن تصبح الأسعار مشوهة أو غير حقيقية وهو الأمر الذي يكفل جذب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء.

– القيام بأعمال مالية شاملة وتعزيز دور الوساطة المالية: سيوفر الإنفتاح على العالم الخارجي وتحديداً على أسواق المال العالمية للمؤسسات العربية الفرص لإمتلاك قدرة أكبر على مواكبة ظاهرة الأعمال المالية الشاملة خاصة نشاطات الصيرفة والوساطة المالية والإستثمارية.

– تنمية القدرة على الدخول إلى أسواق التمويل الدولية وتمتين القواعد الرأسمالية: ستكون المؤسسات العربية في وضع أكثر ملائمة لدخولها إلى أسواق التمويل الدولي والحصول على مصادر تمويل بشروط مناسبة لحالة المنافسة الشديدة في تلك الأسواق والتي غالبا ما تؤدي إلى إنخفاض في أسعار الفائدة على الإقتراض، وبهذا ستتمكن المؤسسات المالية من العربية من طرح جزء من أسهمها وسنداتها للإكتتاب العام أو الخاص، ومن ثم تجميع حجم لا بأس به من الأموال يساهم في تدعيم وزيادة قدراتها الرأسمالية ورفع معدلات ملاءتها لتتناسب والمعايير الدولية.

– تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج ووضع حد لسياسة الإجحاف: إن إقرار الجاتس في ملحقها الخاص بالخدمات المالية لمبدأ عدم التمييز في المعاملة بين الدول الأعضاء وإقامة التعامل متعدد الأطراف على أساس معاملة الدولة الأولى بالرعاية مع تركيزه على ضرورة إلغاء القيود والعراقيل في وجه تحركات المؤسسات المالية والتدفقات الرأسمالية من شأنه أن يساهم في تدعيم التواجد المالي العربي في الخارج.

– إنشاء نقاط تجارة كوحدات معلوماتية: أثبتت التجارب العملية فعالية هذه النقاط في تسهيل التبادل التجاري والمالي من خلال توسيع قاعدة المعلومات المتوفرة عن إمكانية التصدير والإستيراد والمدفوعات المالية فيما بين الدول المختلفة، ويكمن دور نقاط التجارة من الناحية المالية في كونها تشكل القناة الأهم والأسهل لتعزيز قدرة المؤسسات المالية على توفير أنواع مختلفة من الخدمات المالية لعملاء تلك النقاط، وهكذا تلعب التجارة دور

[1] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص132-135.

الوسيط للمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية التي تقوم بتوفير خدمات مالية لا يمكن توفيرها في الأسواق المالية المحلية.

وفي مقابل الإيجابيات التي سيوفرها إتفاق تجارة الخدمات (الجاتس) وملحقه الخاص بالخدمات المالية فإنه من المتوقع أن تبرز بعض الأثار السلبية والتحديات على الأسواق المالية العربية يمكن تلخيصها فيما يلي:

– مجابهة التكتلات المالية العالمية: فقد تمت خلال السنوات القليلة الماضية في الأسواق الدولية العديد من عمليات التكتل والإندماج، حيث تم ظهور وحدات مصرفية ومالية عملاقة، لكن في الجانب الأخر نجد المصارف والمؤسسات المالية العربية متفرقة وصغيرة الحجم، حيث من المتوقع أن تضعف من قدرة المصارف والمؤسسات المالية على تقوية وتطوير الخدمات المالية في المجالين الإستثماري والمالي، وسيحد من قدرتها على التجديد واستيعاب التقنيات الحديثة المعقدة، وعلى تحمل الهزات المالية أو تقلبات الأسواق وهو الأمر الذي من شأنه أن يحد من قدرتها التنافسية في أسواق تشتد فيها حدة المنافسة.

– التأثير على السياسات النقدية ا لمية: إن دخول فروع المصارف الأجنبية أو شركاتها التابعة لها إلى الأسواق المالية العربية وعملها في محيط متحرر من القيود المالية ومتفتح على الخارج قد يكون له أثر سلبي على السياسات النقدية والائتمانية التي تنتهجها السلطات النقدية العربية، حيث أن السياسات الإئتمانية والإستثمارية لهذه الفروع والشركات التابعة لها هي من صنع المؤسسات المصرفية والمالية الأم المتواجدة خارج البلاد، والتي تقوم برسم السياسات العامة وفقا لأهداف دولها وليس وفقا لأهداف الدول المضيفة.

– تجدر الإشارة إلى أن مجموعة الدول العربية التي لديها أسواق مالية ولم تتقدم بأي إلتزامات في إطار إتفاقية تحرير الخدمات المالية قد تتأثر سلبياً بطريقة غير مباشرة نتيجة إنضمام بعض الدول العربية إلى الإتفاقية المذكورة، وتقديمها إلتزامات بشأن أسواق الأوراق المالية القائمة فيها، حيث لن تحصل شركات هذه المجموعة على المزايا التي تحصل عليها الشركات الأجنبية في أسواق الدول العربية الأعضاء في (الجاتس)، وسيضعف هذا الموقف التنافسي لشركات دول هذه المجموعة إذا ما رغبت في الدخول لأسواق الدول العربية الأعضاء في (الجاتس)، ولن يتم تجاوز ذلك إلا بإنضمام دول هذه المجموعة إلى الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات أو بدخولها في إطار تكاملي مع الدول العربية الأعضاء في (الجاتس) حتى تتمكن من الحصول على معاملة مماثلة لتلك التي تحصل عليها الشركات الأجنبية وستواجه أسواق الأوراق المالية في دول هذه المجموعة منافسة قوية من قبل أسواق الأوراق المالية للدول العربية المجاورة لها مما قد يجبر دول هذه المجموعة على تقديم تسهيلات وتنازلات لا تقل عن تلك التي قدمتها الدول العربية المنضمة إلى (الجاتس).

3.هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج

على الرغم من أن تقديرات التدفقات الرأسمالية السنوية عن كل بلد عربي للخارج غير دقيقة، فإن إتحاد المصارف العربية قد أعلن أن حجم الثروات الشخصية في الخارج تقدر بنحو 800 مليار دولار يملكها 200 ألف شخص، وأن أكثر من ثلثي هذه الأموال يتخذ في شكل ودائع في البنوك العالمية ،كما يستثمر بعضه في

مشاريع مختلفة وفي أسواق المال العالمية وكانت مؤسسة "ميريل لينش" من أكبر المؤسسات المتخصصة في تقييم الإقتصاديات والمشروعات فضلاً عن أنها إحدى أهم شركات الأوراق المالية في البورصة الأمريكية والعالم[1].

ويمكن حصر أهم الأسباب التي دفعت رؤوس الأموال العربية الخاصة للنزوح خارجها فيما يلي[2]:

- لازال القطاع الخاص العربي لم يأخذ زمام المبادرة لقيادة الإقتصاديات العربية نحو نهوض قوي، حيث كانت الدولة هي التي تتولى الدور الرئيسي والقيادي في مجال الإنتاج والتوزيع مما أدى إلى هيمنة القطاع العام على الإقتصاد الوطني، وقد كان هذا هو الوضع السائد سواء في الدول ذات الفائض (الدول النفطية)، أو في الدول التي أقامت تجاربها التنموية بعد الإستقلال معتمدة على القطاع العام بشكل أساسي.

- لجأت العديد من حكومات الدول العربية ذات الفوائض المالية إلى إستثمار هذه الفوائض في الخارج سواء في شكل أذون الخزينة والسندات في الأسواق العالمية، أو في شكل إستثمارات خارجية مباشرة وغير مباشرة في الأسهم، وقد شجع هذا السلوك الحكومي القطاع الخاص في البلدان العربية صاحبة الفوائض المالية من توظيف أموالها في إستثمارات خارجية مباشرة وغير مباشرة.

- إنتشار ظاهرة إستخدام النفوذ السياسي وفساد النخب المسيطرة على الإدارات الإقتصادية والقطاع العام في بعض الدول مما خلق مناخا طارداً لرؤوس الأموال التي عجز أصحابها عن التأقلم مع هذه الظواهر.

- يتسم القطاع الخاص العربي بضعف القدرة الإقتحامية، الأمر الذي يفضل الإستثمارات محددة المخاطر في السندات والودائع المصرفية في الخارج حتى لا تكون عرضة لأي مخاطر إقتصادية أو سياسية في الداخل، ناهيك عن أن هناك جزء من الأموال العربية كانت قد خرجت من الدول العربية حيث أنها ناتجة عن أنشطة غير مشروعة رغب حائزوها في تهريبها بعيداً عن الجهات الرقابية المحلية.

والجدول رقم (03) يوضح حجم الإحتياطات الرسمية بإستثناء الذهب للدول العربية في الخارج خلال الفترة (2005- 2009).

الجدول رقم (03): الإحتياطات الخارجية الرسمية للدول العربية (2005-2009)*

(مليون دولار)

	2005	2006	2007	2008	2009
مجموع الدول العربية	389600	536068,3	754178,3	920185,6	913902,2
الأردن	4744,7	6103,2	6873,3	4747,8	11108,3
الإمارات	21010,3	27617,4	77238,8	31694,5	24472,4
البحرين	1986,5	28705	4223,6	3937,2	3801
تونس	4439,1	6776,8	7954,8	8957,2	10642,8
الجزائر	56303	77419	110317,2	143243	149040

[1] أحمد سيد النجار، تحديات التحرير المالي في الدول العربية، الإقتصاد العربي في مواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 1998، ص161.

[2] شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مرجع سبق ذكره، ص ص126-127.

جيبوتي	89,3	120,3	132,1	175,5	241,8
السعودية	155032	226037,4	305571,2	442597,9	410175,5
السودان	2476,5	1822,1	1399,6	1355,5	683
سورية	17636	16907	16714,6	16291,8	15950
الصومال	....	.....	....	....	....
العراق	12104,9	19931,17	31393,3	49938,1	44127,4
عملن	4358,4	5014,4	9524,3	11446,3	12203,9
قطر	4562,3	5404	9417,5	9489,3	18314,5
الكويت	8862,8	12566	16660,1	17112,6	20261,2
لبنان	11887	13376,4	12910	20244,5	29102,9
ليبيا	39701,7	59483	79602	92507,3	100344
مصر	20613,7	24456,9	30187,8	32219	32281
المغرب	17611,2	22030	26096,5	23047,1	23585,9
موريتانيا	64,6	189	199,3	185	225,3
اليمن	6115,5	7513,7	7762,2	7996,1	7341,3

المصدر: الجداول الإحصائية من الموقع: http://www.arabfund.org/Data/site1/pdf/gaer2010/16.pdf، أطلع عليه بتاريخ: 2011/04/04.

*بإستثناء الذهب

حيث يلاحظ من الجدول أن حجم الإحتياطات الرسمية للدول العربية في مجموعها في تزايد مستمر فبعد أن كانت سنة 2005 حوالي 389600 مليون دولار لتبلغ 920185.6 مليون دولار سنة 2008، ويرجع السبب في ذلك إلى إرتفاع أسعار البترول في تلك الفترة، أما خلال سنة 2009 فقد شهد حجم الإحتياطات الرسمية للدول العربية مجتمعة ما قيمته 913902.2 مليون دولار، وبهذا يكون قد سجل إنخفاضاً مقارنة بسنة 2008، وهذا راجع إلى إنخفاض أسعار البترول والمواد الخام في الأسواق الدولية وإنخفاض الطلب عليها من طرف الدول الصناعية الكبرى، وهذا راجع بنسبة كبيرة للأزمة المالية العالمية التي عرفها الإقتصاد الأمريكي وإنتقلت تداعياتها إلى مختلف دول العالم فتراجع النمو الإقتصادي لدى الدول الصناعية الكبرى قلل من الطلب على البترول والمواد الخام وبالتالي تراجع في حجم الإيرادات البترولية والمواد الأخرى للدول العربية التي تعتمد على تصدير المحروقات والمواد الخام بالإضافة إلى قيام بعض الدول التي تأثرت إقتصادياتها بتداعيات الأزمة المالية العالمية بضخ كميات من السيولة في الإقتصاد على غرار بعض الخليجية.

المطلب الرابع: أثار العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية العربية وسياسات مواجهتها

يترتب عن العولمة المالية عدة أثار على أسواق الأوراق المالية العربية، حيث سنتناول أثارها وكذا سياسات مواجهتها كما يلي:

1.أثار العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية العربية

للعولمة المالية أثار إيجابية وأخرى سلبية على أسواق الأوراق المالية العربية نوجزها فيما يلي[1]:

– إن عولمة الأسواق المالية، وما إنطوت عليه من إجراءات للتحرير المالي كانت ذات أثار هامة وخطيرة على البلدان العربية، فقد أدى هذا التحرير إلى إلغاء الحظر على المعاملات التي يشملها حساب رأس المال والحسابات المالية (الجارية) لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والإستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وكل ذلك إرتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، وقد كانت هناك أمال معقودة على ما سيتمخض عنه هذا التحرير من زيادة قدرة البلدان العربية على الإتصال بأسواق النقد والمال الدولية، وبما يسمح لها بسد فجوة مواردها المحلية وزيادة معدلات الإستثمار فيها، وإلى خفض تكلفة التمويل بالنسبة لقطاعات مختلفة من الإقتصاد الوطني، وأن العولمة المالية سوف تجذب رؤوس الأموال الوطنية من الخارج، وستساعد على إجتذاب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، وقد أدى التحرير المالي في حالات معينة إلى تشجيع تدفق رؤوس الأموال الساخنة قصيرة الأجل الباحثة عن الربح السريع، مما أدى إلى حدوث أثار ضارة بالإستقرار الإقتصادي وذلك في حالة التقلبات الفجائية التي تحدث في حركة دخول وخروج هذه الأموال (إرتفاع معدل التضخم، إرتفاع معدل الصرف، زيادة أسعار الأصول العقارية...إخ)، كما أن إجراءات التحرير المالي عرضت الجهاز المصرفي للأزمات، وإلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية والنقدية، كما شجعت على هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما أن عولمة الأسواق المالية أدت أيضا إلى سرعة إنتشار الأزمات المالية والنقدية من نقطة لأخرى ومن بلد لأخر بسبب علاقات التشابك والترابط التي تنشأ بين هذه الأسواق.

– وتبرز الآثار السلبية في الإقتصاد بدرجة واضحة في الأسواق المالية العربية بسبب الإنفتاح الذي تشهده بعض تلك الأسواق في ظل العولمة المالية دون رقابة، بالإضافة إلى تعرض البنوك إلى مضاربات الأموال الساخنة (قصيرة الأجل) وهروب رأس المال المحلي إلى الخارج، بالإضافة إلى دخول الأموال القذرة، إذ تؤدي حرية دخول حركة رؤوس الأموال خارج الدولة في ظل العولمة المالية إلى تدفق كميات كبيرة من الأموال إلى داخل الإقتصاديات العربية، بهدف إغتنام فرصة إرتفاع سعر الفائدة في البلدان الأخرى، وتظهر هذه الحالة بشكل أكثر وضوحاً في ظل ثبات سعر الصرف، الأمر الذي يزيد معه تراكم الكتلة النقدية في الإقتصاد–ولو في الأجل القصير–مما يؤثر على الطلب الكلي، وبالتالي أسعار الفائدة الحقيقية المدينة والدائنة، ويتوقف المدى الذي يتأثر به النشاط الإقتصادي على مايلي:

ا.**درجة الإندفاع في العولمة:** فكلما تدنت القيود التي تحد من حركة رؤوس الأموال القصيرة الأجل كلما قلت معها قدرة السلطة النقدية في تحديد تلك الإستثمارات من خلال تحديد سقوف لأسعار الفائدة الإسمية في تحقيق أهداف على مستوى الاقتصاد الكلي.

[1] كامل علاوي الفتاوى، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الإقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص ص 295-296.

ب. مدى جاذبية أسواق رأس المال لرؤوس الأموال: حيث تسيطر الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، أما سوق السندات فلا يزال في مراحله الأولى إذ تلجأ مختلف المشروعات إلى الطرائق التقليدية للإقتراض منها الإقتراض المصرفي في تمويل أنشطتها الإستثمارية (الإقتراض من السوق النقدي)، كما يتم اللجوء إلى المساهمات الشخصية، لعدم الرغبة في خضوعها إلى مراقبة السلطة النقدية، ويمثل مؤشر قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية عام 2001 ما قيمته 37.6 مليار دولار، مقارنة مع 72.8 مليار دولار في تايوان، و377 مليار دولار في الصين.

2.سياسات مواجهة التحديات التي تفرضها عولمة الأسواق المالية في الدول العربية

لمواجهة التحديات التي تفرضها العولمة المالية يجب على الدول العربية أن تأخذ بعين الإعتبار النقاط الآتية[1]:

– أهمية تطوير التشريعات وتحديثها وإدخال المرونة عليها بما يؤدي إلى خلق المناخ الملائم للإستثمار والتطور وتبني التقنيات الحديثة.

– دعم التطوير الهيكلي التنظيمي للمؤسسات المالية والمصرفية بما يسمح لها بتطوير الإبتكار في توفير الأدوات المالية الجديدة بما فيها المشتقات المالية المختلفة، وفي هذا المجال يجب الإهتمام بنشر الوعي اللازم لهذه الأدوات الجديدة من خلال تنظيم دورات تدريبية متخصصة للعاملين في الأجهزة المصرفية في الأسواق المالية.

– تطوير الهياكل المؤسسية لبورصات الأوراق المالية وخاصة ما يتعلق بجانب الوساطة المالية وإتاحة الفرصة للمصارف للقيام بذلك الدور من خلال ما يتوفر لديها من موارد وكوادر فنية وشبكات وفروع واسعة.

– إيجاد نظام متكامل وموحد للإفصاح المالي على المستوى القطري والإقليمي ودعم جهود صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية.

– إعداد البرامج التثقيفية اللازمة لنشر الوعي الإستثماري والتأكيد على أهمية توفير المعلومات عن أنشطة بورصات الأوراق المالية العربية للمستثمرين العرب في داخل الدول العربية وخارجها.

– التكثيف والإسراع في جهود برامج الخصخصة بما لها من أثر كبير على زيادة حجم أنشطة بورصات الأوراق المالية العربية.

– دعوة الدول العربية التي لم تنظم بعد إلى المنظمة العالمية للتجارة إلى الإسراع في ذلك إستناداً إلى أن تكلفة الإنضمام تزداد مع التأخر في ذلك.

– أهمية تكثيف الجهود المبذولة للربط بين الأسواق المالية العربية لتشملها جميعاً.

المطلب الخامس: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2005–2009)

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا كبيراً خلال الفترة (2005–2009)، حيث أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية تعد حديثة النشأة فيما عدا مصر و لبنان، وتشمل البورصات العربية حتى عام 2009

[1] محمود نحمده علي إبراهيم، التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية وأثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد، جامعة عين الشمس، مصر،2001، ص 55.

بورصات كل من الأردن، البحرين، سلطنة عمان، تونس، السعودية، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، الإمارات، قطر، السودان، الجزائر، فلسطين، ولقد أنشأ صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ويشارك فيها 15دولة عربية حتى نهاية الربع الثالث من سنة 2010، وسوف نستعين بقاعدة بيانات صندوق النقد العربية لدراسة أداء أسواق الأوراق المالية العربية، وهذا من خلال تغيرات المؤشرات الموالية:

- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.
- عدد الشركات المدرجة.
- القيمة السوقية.
- أحجام التداول.
- عدد الأسهم المتداولة.

وقبل تناول هذه العناصر يجب الإشارة إلى منهجية إحتساب مؤشر صندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية وفقا للمنهجية التالية[1]:

-المنهجية العامة: يقوم صندوق النقد العربي بإحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية، كما يقوم الصندوق بإحتساب مؤشر خاص بكل سوق وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية بإستخدام رقم باش المتسلسل، وتحسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة، ويتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات معدلة لإستيعاب التغيرات في القيمة الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.

-الصيغة الرياضية: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل، والصيغة العمة للمؤشر هي: عندما تكون i>1.

$$Xi = \frac{Mi}{Bi} * 100 \qquad Bi = B_{i-1} * \frac{Mi}{Mad}$$

عندما تكونi=1

Xi=100 Bi=Mi

حيث:

Xi=المؤشر عند الفترةi.

Bi=القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكونi=1 (الفترة الثلاثية)

Mi=القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i.

Mad=القيمة السوقية المعدلة (تعدل استيعاب أثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر،أو حقوق الإصدار،أو الإصدارات الجديدة من الأسهم،وحذف الأسهم).

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، نشرة فصلية الربع الأول والثاني، العدد61، 2010 ،ص ص 117-118.

-القيمة السوقية(M):

تساوي مؤشر القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم :pi*ni

حيث: pi= أخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i.

ni= عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i.

-القيمة السوقية المعدلة (Mad):

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (Mad) عن الفترة iبموجب الصيغة التالية:

Mad=(Mi-Ii-Ri- Ni +"Qi-1")

حيث:

Ii=القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

Ri=القيمة السوقية لحقوق الإصدار عند الفترة i، ويتم احتسابها وف ق سعر السوق لكل سهم مضروبا بعدد الأسهم.

Ni=القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترةi.

Qi-1:القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i، ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

- المؤشرات لكل دولة (بالدولار الأمريكي):

تستخدم الصيغ أعلاه لإحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة، ويحتسب الصندوق مؤشراته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم إحتساب المؤشر.

- المؤشر المركب: يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في خمسة عشرة سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعمان والكويت، ولبنان ومصر والمغرب وأبوظبي ودبي وقطر والسودان والجزائر وفلسطين ويعتمد الصندوق في إحتساب المؤشر المركب على منهجية إحتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة بيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم إحتساب المؤشر بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية، ويتم إختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية.
- معدل دوران السهم.
- تصنيف الشركات قطاعياً.

1.تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2005

شهدت أسواق الأوراق المالية عدة تطورات من حيث الأطر التشريعية والتنظيمية ومن حيث الأداء نعرضها كما يلي[1]:

1.1.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2005

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية أداء جيداً خلال عام 2005، كما شهدت هذه الأسواق مواصلة الجهود الرامية إلى تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة التي تحكم عملها وإعتماد نهج الخصخصة وتحويل ملكية هذه الأسواق تدريجياً إلى القطاع الخاص، فعلى سبيل المثال تم في ديسمبر 2005 الإعلان عن تخصيص نسبة 20% من سوق دبي المالي للإكتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها للإكتتاب العام.

وازداد عدد المستثمرين في هذه الأسواق بصفة مباشرة بشكل كبير وذلك نتيجة لتوفر السيولة، خاصة في الأسواق الكبيرة نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي والذي ساهم في زيادة حجمها هو إستمرار الإرتفاع في أسعار النفط في الأسواق الدولية وإرتفعت عمليات المضاربة في بعض هذه الأسواق بصورة كبيرة، وبالتالي إرتفعت الأسعار إلى مستويات عالية، مما أسهم في حصول بوادر حركات تصحيحية في بعضها في أواخر عام 2005، الأمر الذي ساهم بشكل رئيسي في إبراز الحاجة إلى تطوير الأطر الرقابية والقانونية في هذه الأسواق بغية تقوية دورها، من جهة، وحماية مدخراتهم من جهة أخرى.

- وتميز عام 2005 بزيادة حجم الإستثمارات البينية في أسواق الأوراق المالية العربية، مما أدى إلى حركة نشطة وكبيرة في هذه الأسواق مقارنة مع الأعوام السابقة ولم تقتصر حركة الإستثمارات العربية البينية بين أسواق الأوراق المالية المختلفة على المستثمرين الأفراد، وشهد عام 2005 قيام العديد من الشركات بإقتناص فرص الربح في أسواق عربية غير أسواق دولها الأصلية.

- وشهد عام 2005 العديد من الإكتتابات العامة في الدول العربية سواء عن طريق تخصيص الحكومة لبعض من حصصها في الشركات المحلية في إطار برنامج الخصخصة الذي تتبعه بعض الدول، أو عن طريق تأسيس شركات جديدة للإستفادة من الطفرة الإقتصادية خاصة في ظل توفر السيولة نتيجة إرتفاع أسعار النفط، فعلى سبيل المثال شهدت دولة الإمارات مجموعة من الإكتتابات العامة بعضها لشركات حكومية تمت خصخصتها والأخرى لإنشاء شركات جديدة، كما شهد السوق السعودي أربعة إكتتابات في قطاع البنوك والبتروكيمياويات بالإضافة إلى قطاع الصناعة، وفي عمان كان هناك ثلاثة إكتتابات أحدها يخص عملية خصخصة شركة الإتصالات العمانية والأخرى لشركات تعمل في مجال الطاقة والتمويل، كذلك شهدت دولة قطر مجموعة من الإكتتابات في مجال العمليات المصرفية وقطاع الصناعة، وفي مصر قامت الحكومة بخصخصة شركات الإتصالات المصرية وشركتين في مجال النفط.

- وشهدت أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من التطورات والأحداث الهامة خلال عام 2005 فيما يتعلق بزيادة مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية المطلوبة في الأسواق المالية ففي قطر، وبهدف تعزيز الشفافية في السوق تم

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2006، ص ص132-134.

وضع بعض الأسس لتنظيم عملية التداول بالأسهم من قبل الشركاء في شركات السمسرة ورؤساء مجالس إدارتها ومديرها والعاملين بهدف تسهيل عمليات التداول وضمان أوامر البيع والشراء، ووافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في بورصة الدوحة عبر شبكة الأنترنيت.

وفي سلطنة عمان تم إحداث مجموعة من التغييرات على الأنظمة المعمول بها في السوق وتم إدخال بعض التعديلات على بعض القوانين التشريعية وقيام السوق بشراء نظام تداول إلكتروني جديد لتطوير الخدمات التي يقدمها للمتعاملين، وتم تطوير خصائص نظام التقاص الإلكتروني حيث تم فتح حساب العمليات المصرفية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني، وإلغاء حصة السوق من العمولة التي تترتب على التعاملات في السندات التي يجريها صناع السوق عند ترخيصهم من الهيئة.

– وفي الأردن شهد السوق مجموعة من التطورات في مجال تقنية المعلومات كإعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة، وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة، أما فيما يتعلق بجانب الإفصاح، فلقد تم إحلال موقع جديد للبورصة على شبكة الأنترنيت لنشر أهم البيانات والمعلومات الصادرة عن البورصة على الموقع وتوفيرها لكافة المستثمرين.

– وفي السعودية، شدد مجلس هيئة السوق المالي في منتصف عام 2005 على عمليات تداول أبناء رؤساء وأعضاء مجلس إدارة شركات المساهمة والمديرين والتنفيذيين في كافة الشركات المساهمة، ولقد أصدر مجلس الهيئة قراراً بفرض غرامات مالية على عدد من أعضاء مجالس إدارات وكبار التنفيذيين وكذلك بسبب تداولهم أسهم شركاتهم في فترة الحظر الخاصة بالنتائج المالية السنوية، وأصدرت الإمارات عام 2005 قرارات بتعديل أنظمة التحكيم في منازعات تداول الأوراق المالية والمقاصة والتسويات ونقل الملكية والوسطاء.

– كذلك، قامت بعض الدول العربية بسن مجموعة من القوانين لتشجيع الإستثمار الأجنبي وتحسين الشروط الحالية للإستثمار، ففي قطر صدر قرار بالسماح للأجانب بالإستثمار في الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز25%، مما ساعد على تنشيط حركة السوق واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للإستفادة من النشاط الإقتصادي والتجاري الكبير الذي تشده قطر، وقررت الإمارات في أواخر العام 2005 السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات المساهمة فيها، وقامت بعض الشركات في الإمارات أيضا بتعديل قوانينها كي يتم السماح للأجانب بشراء أسهمها.

– وفي الجانب الأخر، شهدت البورصات العربية مجموعة من إتفاقيات التعاون المشترك فيما بينها وذلك لتبادل الخبرات والإستفادة من بعضها البعض، بالإضافة إلى عملية تبادل الوفود والزيارات التي تتم بين البورصات بين فترة وأخرى، كما شهد هذا العام مجموعة من عمليات الإدراج المشترك لبعض الشركات العربية في بورصات عربية أخرى، كما حصل لمجموعة من الشركات الكويتية من عمليات إدراج في سوق دبي المالي، وما حصل مع لشركات لبنانية وبحرينية تم إدراجها في سوق الكويت للأوراق المالية.

– وتم في فيفري 2005 التوقيع على اتفاقية إنشاء البورصة العربية لتداول الأموال في خطوة من شأنها دعم التعاون الإقتصادي العربي وتسهيل إنتقال رؤوس الأموال العربية، وزيادة حجم الإستثمارات المتبادلة في المنطقة العربية، والإسهام في إضافة سوق مالية عربية موحدة مما يزيد من الفرص الإستثمارية ويسهل دخول المستثمرين العرب وجذب إستثماراتهم إلى السوق العربية، ويجري العمل على إستكمال الخطوات اللازمة في هذا الشأن وكذلك، تم في أواخر عام 2005 إفتتاح مركز دبي المالي العالمي، حيث بدأت بورصة دبي العالمية تداولاتها لتصبح بذلك أول بورصة مالية عالمية في المنطقة، وفور إفتتاحها أصبحت أربعة بنوك عالمية أعضاء في البورصة وهي كريدي سويس، ودو يتشه بنك، ويو.بي.أس، واتش.اس.بي.سي.

2.1.أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2005

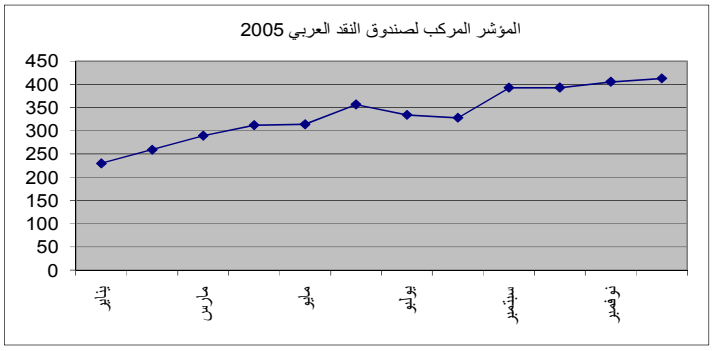
تميز أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2005 بما يلي[1]:

واصلت أسواق الأوراق المالية العربية أداءها الجيد في عام 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال العامين السابقين مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية التي نجمت عن استمرار الإرتفاع في الإيرادات النفطية وما رافق ذلك من توسع في الإكتتابات العامة في الدول العربية مجتمعة،كذلك ساهمت الإصلاحات الإقتصادية في الدول العربية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والإقتصادي لهذه الدول، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في أسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الإستثمار الأجنبي إلى تلك الأسواق، وارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 91.6% بنهاية عام 2005، حيث بلغ 413.3 نقطة في نهاية عام 2005، وهو أعلى رقم سجله المؤشر منذ بداية إحتسابه، وهو ما يوضحه الشكل رقم (06).

ويعكس إرتفاع المؤشر المركب للصندوق الأداء الجيد لأسواق الأوراق المالية العربية مقابل أداء أسواق الأوراق المالية الدولية فقد سجل مؤشر مؤسسة التمويل الدولية والذي يقيس أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة إرتفاعاً بلغ 37.6%، في حين إرتفعت مؤشرات الأسواق الدولية الرئيسية بنسب متفاوتة، إذ سجل مؤشر (نيكاي) للأسهم اليابانية إرتفاعا بلغت نسبته40.2% ومؤشر (ستا ندر أند بورز500) للأسهم الأمريكية إرتفاعاً بلغت نسبته3%.

الشكل رقم (06): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2005

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2006، ص ص134-136.



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

– بالنسبة للأداء الفردي للأسواق، فقد سجل سوق فلسطين للأوراق المالية أعلى نسبة إرتفاع من بين الأسواق المالية العربية إذ إرتفع بنسبة 285.6%، علما أن السوق قد إنظم إلى قاعدة البيانات في الربع الأول من عام 2005، ومن أكثر المؤشرات ارتفاعاً أيضاً مؤشر سوق دبي المالي الذي إرتفع بنسبة 136.9%، تلاه مؤشر سوق المال في مصر بنسبة 119.5%، ومؤشر سوق الأسهم السعودي بنسبة 113.9%.

وإرتفع عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية خلال عام 2005 بنسبة94.4% ليبلغ نحو11 مليار سهم بالمقارنة مع 57 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2004، وتشكل الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية مانسبته47%من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية، في حين شكل عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي حوالي23% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة.

– وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد إرتفع في نهاية العام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 شركة مدرجة في نهاية عام 2004، ويشكل عدد الشركات المدرجة في سو ق المال في مصر ما يقارب44% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية.

2.تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2006

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2006 تطورات عديدة من حيث التنظيم والأداء تغيرات عديدة نتطرق إليها كما يلي:

1.2.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال العام 2006

شهدت أسواق الأسهم العربية خلال 2006 مجموعة من التطورات الهامة حيث[1]:

واصلت الهيئات الرقابية للبورصات العربية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لتنظيم لمهنة الوساطة ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية، كما تعمل تلك الهيئات على وضع معايير للتأكد من سلامة

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007 ، ص143.

متطلبات الإدراج وقواعد التداول، بحيث يسهم كل ذلك في زيادة كفاءة أداء الأسواق من حيث نشر وتوفير المعلومات الصحيحة والآنية، وشملت التدابير التي إتخذتها أسواق الأسهم العربية:

– تحسين المناخ الإستثماري وتشجيع دخول المستثمر الأجنبي إليها.

– عملت على تحسين إجراءات وشروط إدراج الأوراق المالية في الأسواق وتنظيم عمليات إكتتاب الشركات المساهمة وتطوير الإجراءات المتعلقة بالأنظمة والقوانين المعتمدة، بهدف الإرتقاء بمستويات الإفصاح وتعزيز مستوى وعي المستثمرين بالمخاطر، وأكدت الإجراءات على إلزام الشركات بالعمل على تقديم بياناتها المالية بما يساعد المستثمرين في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية السليمة.

–كذلك عمدت بعض الأسواق إلى إستكمال النظم التشريعية للسوق المالي من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الإستثمار وإصدار لوائح لحوكمة الشركات بهدف تعزيز الثقة بالسوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها، وفي هذا الإطار تم أيضاً التوقيع على إتفاقيات للإدراج المتبادل وتشجيع الإستثمار بين الأسواق بغرض تعزيز فرص تنويع المحافظ الإستثمارية لتوزيع المخاطر.

2.2.أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2006

عرف أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2006 ما يلي[2]:

فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي خلال عام 2006 إنخفاضاً كبيراً بلغت نسبته حوالي 42% ليصل إلى حوالي 237 نقطة نهاية عام 2006 مقارنة مع 413 نقطة في نهاية عام 2005، ويعزى التراجع في الأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها:

– حدوث إرتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية، بعضها لم يكن طبيعيا نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الأخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي إستلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر العام 2005 وحتى نهاية العام 2006.

–أما فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال عام 2006، فهناك تفاوتاً كبيراً بين هذه الأسواق، حيث يتفاوت الأداء من انخفاض كبير لمؤشر الأسعار لبعض الأسواق إلى إرتفاع في الأداء للبعض الأخر، ولقد إنخفضت مؤشرات الأسعار في كل من سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي بنحو 54%، وانخفض مؤشر سوق فلسطين بنحو 44%، وسوق أبو ظبي بنحو 40%، وسوق عمان المالي بنحو34 %، وسوق الدوحة بنحو 33%، وشهدت أسواق كل من الكويت وبيروت والخرطوم إنخفاضا طفيفاً نسبياً، وبالمقابل إرتفع مؤشر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة كبيرة بلغت 65% بورصة الأوراق المالية بتونس بنحو 40%، وسوق مسقط بنحو6%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو5%، وسوق البحرين بنحو 2%.

[2] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007، ص ص143-149.

– وفيما يتعلق بنشاط الأسواق الأولية فقد شهد عدد من الأسواق العربية طرح إصدارات جديدة خلال عام 2006 فقد تم طرح إصدارات جديدة في بورصتي القاهرة والإسكندرية بقيمة 17.2 مليار دولار ،كذلك تم طرح إصدارات جديدة في بورصة عمان بقيمة 103 مليار دولار، وفي سوق الأسهم السعودي بقيمة 945 مليون دولار، وسوق الخرطوم للأوراق المالية بقيمة 40 مليون دولار.

ولإضفاء المزيد من التحليل لأداء أسواق الأسهم العربية، فقد تم إحتساب أربعة مؤشرات رئيسية هي:

– **المؤشر الأول:** يتعلق بحجم رأس المال من الناتج المحلي، والذي يقيس عمق القيمة السوقية في الإقتصاد الوطني وتبين نتائج هذا المؤشر إلى أن أسواق الأسهم العربية يمكن تصنيفها إلى ثلاثة مجموعات.

تضم المجموعة الأولى الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وتشكل بورصة عمان بنسبة 208%، وسوق البحرين بنسبة134%، وسوق الكويت بنسبة 109% وسوق الدوحة بنسبة 115%، والمجموعة الثانية تضم الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهي سوق الأسهم السعودي بنسبة 94%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنسبة 87%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنسبة 84% وسوق فلسطين بنسبة 62% وسوق دبي المالي بنسبة 52%، أما المجموعة الثالثة فهي تضم بقية الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن نصف قيمة الناتج القومي الإجمالي، وهي تعتبر أسواق صغيرة الحجم مقارنة بحجم الإقتصاد الوطني لبلد السوق المعني.

– **المؤشر الثاني:** الذي يقيس معدل دوران الأسهم، أي إجمالي الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة فقد إرتفع في الأسواق العربية مجتمعة من 111% في عام 2005 إلى189% في عام 2006.

– **المؤشر الثالث:** بإحتساب مضاعف السعر على العائد، والذي يعكس مستوى إرتفاع أو تضخم سعر السهم مقارنة مع العائد المتوقع من السهم، فقد تصدرت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء الأسواق العربية في إرتفاع أسعار الأسهم فيها إلى مستويات قياسية حيث بلغ مضاعف السعر على العائد حوالي 32 في عام 2006، وتليها بمستوى أقل بكثير بورصة عمان، ثم بورصة الأوراق المالية بتونس وسوق الأسهم السعودي.

– **المؤشر الرابع:** يقيس حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية، يبين أن سوق الأسهم السعودي تصدر قائمة الأسواق العربية، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم تداول أسهمها حوالي 3.8مليار دولار،ثم سوق دبي المالي، ثم سوق الدوحة، وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وهوما يوضحه الجدول رقم(04).

الجدول رقم (04): أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2006

السوق	أهمية القيمة السوقية للسهم في الاقتصاد*	معدل دوران الأسهم**%	مضاعف السعر إلى العائد	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم الشركة***(مليون دولار)
بورصة عمان	208.5	72.7	16.8	227	13.9
سوق البحرين	134.1	6.6	13.6	5	422.4

بورصة تونس	13.4	13.3	16.5	48	87.9
سوق الأسهم السعودي	94.2	429.2	16.2	86	3800
سوق مسقط	36.6	17	13.9	121	107.7
سوق الكويت	109.8	56.3	-	180	588.6
بورصة بيروت	35.6	24.5	-	16	519
بورصتي القاهرة والإسكندرية	87.1	52.3	-	603	155
بورصة الدار البيضاء	84.4	18.4	32.1	63	784.3
سوق ابوظبي	48.9	23.8	10.1	60	1345.7
سوق دبي	52.6	109	12.1	46	1889
سوق الدوحة	115.5	33.8	-	36	1691
سوق الخرطوم	10.5	21	-	52	88
بورصة الجزائر	0.08	0.35	74	2	48
سوق فلسطين	62.1	39.1	-	33	82.7

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، إصدارات صندوق النقد العربي.

*القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي

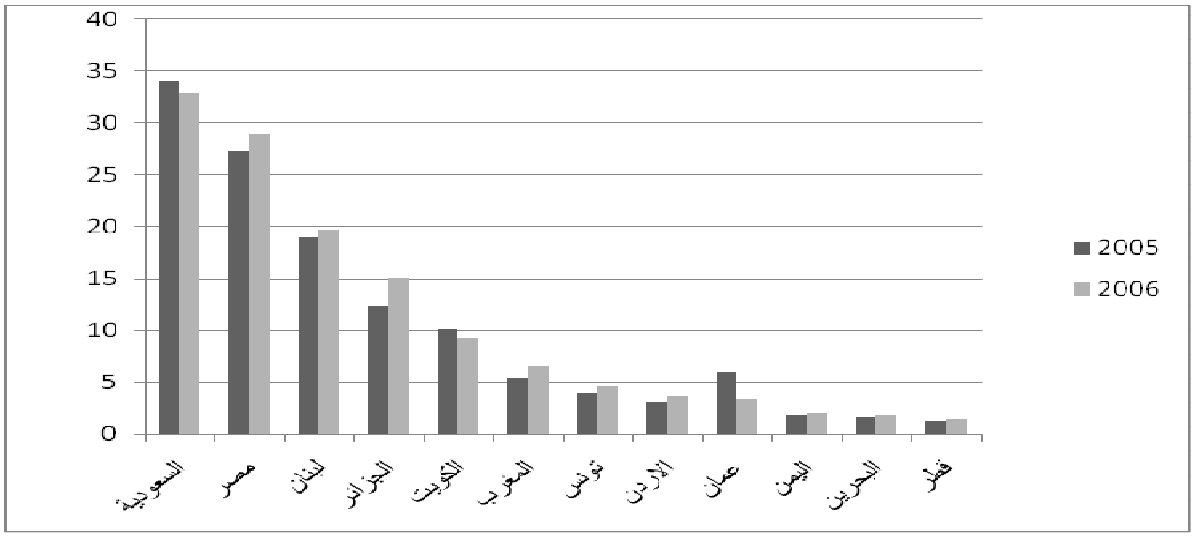
**قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية

***القيمة السوقية إلى عدد الشركات المدرجة.

- وبالنسبة لأسواق سندات الحكومة وأذونات الخزينة: يتضح الدور الهام لأسواق سندات الحكومة في حجم الإستثمارات في الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية فقد بلغت قيمة الإستثمارات في سندات الحكومة وأذونات الخزينة في عدد من الدول العربية حوالي 13مليار دولار في عام 2000، بعد أن وصلت إلى حوالي126مليارردولار في عام 2005، وتعتبر المصارف التجارية والهيئات الحكومية والهيئات الحكومية أكبر المستثمرين في أوراق الدين العام، وبالرغم من الأهمية النسبية لأسواق سندات الحكومة وأذونات الخزينة في الدول العربية، إلا أنها مازالت في حاجة للتطوير، علما بأن أهم ما يميز ها عن أسواق السندات في الدول المتقدمة هو عدم وجود أسواق ثانوية فاعلة ونشطة بجانب غياب أسواق الخيارات تعزز قيام أسواق لأدوات إدارة مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، وبالنسبة لحجم الإصدارات على مستوى الدول العربية، وتعتبر السعودية أكبر الدول المصدرة لسندات الحكومة وأذونات الخزينة حيت بلغت قيمتها نهاية عام 2006 حوالي 32 مليار دولار، وتليها مصر بمبلغ 28.9 مليار دولار، ثم لبنان والجزائر والكويت والمغرب على التوالي، كما يوضحه الشكل رقم (07).

الشكل رقم (07): قيمة الإستثمارات في سندات ا كومة وأذونات الخزينة (قصيرة وطويلة الأجل) في الدول العربية (2005-2006)

(مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007.

حيث أنه من الشكل يلاحظ حدوث تطور وزيادة في حجم الإصدارت في الدول العربية في مجال السندات الحكومية وأذونات الخزينة في الدول العربية خلال سنة 2006 مقارنة بسنة 2005، وتحتل دول الخليج أكبر نسبة من حجم الإصدارات في هذا المجال، وهذا راجع الى إستقرار الأوضاع الإقتصادية والمالية لهذه الدول خلال هذه الفترة.

3.تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007

عرفت أسواق الأوراق المالية العربية جملة من التطورات في مستوى الأداء وفي مستوى التطور التنظيمي نعرضها فيما يلي:

1.3.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام2007

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 التطورات التالية[1]:

إستمرت الجهود التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات العربية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين، كذلك إستمرت الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيد المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية، هذا بالإضافة إلى قيام بعض الدول العربية بإرساء قواعد التعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال الايوسكو (IOSCO) وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول العربية.

2.3.أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام2007

شمل أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 ما يلي[2]:

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2008، ص136.

– فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية، فقد إرتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 38.3 % ليصل إلى 238.7 نقطة في نهاية عام 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية عام 2006، وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية في الإقتصاديات الناشئة في عام 2007، فإن الإرتفاع الذي حققه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، يفوق الإرتفاع في المؤشرات التي تعكس أداء الأسواق الناشئة الدولية، حيث إقتصرت نسبة الإرتفاع التي سجلها كل من مؤشر ستاندرد بورز (S&P500) وفوتسي (FT-SE100) على التوالي 3.5 و3.8%، في حين إنخفض مؤشر نيكاي (Nikkei) بنحو 11%.

– إرتفع عدد الشركات المدرجة في معظم أسواق الأوراق المالية العربية بإستثناء مصر ولبنان، حيث تصدرت سوق الأسهم السعودي قائمة الزيادات بنسبة25% تليها سوق دبي للأوراق المالية بنسبة 20% ثم المغرب بنسبة 16%، كما إرتفعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية إلى مستويات قياسية لتبلغ نحو1.339 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2007 بزيادة قدرها 450 مليار دولار عن القيمة السوقية في نهاية عام 2006، وبالرغم من ذلك فلم تشهد أسواق الأوراق المالية العربية إصدارات جديدة للعام 2007.

– أما فيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق العربية خلال عام 2007، فقد شهدت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية تحسناً ملحوظاً سواء من حيث أحجام التداول أو الأسعار والقيم السوقية المتداولة مقارنة بعام 2006.

ففي جانب المؤشرات المحلية لتلك الأسواق تشير البيانات إلى أن سوق مسقط للأوراق المالية يأتي في الصدارة بإرتفاع قدره 61.9%، ثم يليه سوق أبو ظبي للأوراق المالية بإرتفاع قدره 51.7%، ثم سوق دبي المالي بإرتفاع بلغ 43.7%، وإرتفع المؤشر المحلي لبورصتي القاهرة والإسكندرية بنسبة 43.3%، ومؤشر سوق الأسهم السعودي بنسبة 40.9%.

– وفيما يتعلق بمتوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية، فقد تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق العربية حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها في هذا السوق إلى حوالي 4.7 مليار دولار في نهاية عام 2007، ويليه سوق دبي المالي بقيمة 2.5 مليار دولار، ثم سوق الدوحة بقيمة 2.4 مليارردولار، وسوق أبو ظبي بقيمة 1.9 مليار دولار.

–أما أسواق سندات الحكومة وأذونات الخزينة تشكل السندات الحكومية في الدول العربية إحدى المصادر الرئيسية لتمويل العجز في ميزانية مالية الحكومة،كما تساعد هذه الأسواق أيضا في تفعيل آليات السوق لتحديد أسعار الفائدة التي تعكس التكلفة البديلة للأموال المستثمرة حسب الآجال المختلفة، ولقد تزايد حجم الإستثمارات في الأوراق المالية الحكومية في عدد من الدول العربية، حيث تعتبر كل من مصر والسعودية ولبنان أكبر الأسواق العربية للإستثمارات في سندات الحكومة قصيرة وطويلة الأجل .

[2] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2008، ص136.

ففي مصر إرتفعت الإستثمارات في الأوراق المالية الحكومية خلال عام 2007 بحوالي 4.7 مليار دولار لتبلغ قيمتها 33.6 مليار دولار في نهاية العام، وتعتبر السعودية ثاني أكبر سوق للإستثمارات في الأوراق المالية الحكومية، حيث بلغت تلك الإستثمارات نحو 33.2 مليار دولار عام 2007، وبزيادة طفيفة عن مستواها في عام 2006، ويأتي لبنان كثالث أكبر سوق للإستثمارات في السندات الحكومية حيث بلغت نحو 20.5 مليار دولار، وفي عام 2007، ومسجلة زيادة بنسبة4.1% عن العام السابق، وفي المقابل سجلت الإستثمارات في الأوراق المالية الحكومية إنخفاضاً خلال عام 2007 مقارنة بعام 2006 بلغ 6% في كل من الكويت والعراق، و3.4% في قطر، ويعزى ذلك أساساً إلى إرتفاع الإيرادات النفطية في تلك الدول وما نتج عن ذلك من فوائض في الميزانية العامة للدولة وتفضيل هذه الدول لإستخدام جزء من هذا الفائض في تخفيض الدين العام.

وبالنسبة لتصنيف الأوراق الحكومية من حيث الآجال وجهات الإقراض تتركز الإصدارات في كل من لبنان والأردن، وتونس في السندات طويلة الأجل، في حين تتركز الإصدارات في كل من العراق، والكويت ومصر واليمن في الأذونات والسندات قصيرة الأجل، وفيما يتعلق بجهات الإقراض أو حاملي هذه الأوراق، وأن دور القطاع الخاص غير المصرفي في الإستثمار في الأوراق المالية الحكومية مازال ضئيلاً مقارنة بحجم إستثمارات المصارف التجارية فيها، وعلى الرغم من أهمية السندات والأذونات الحكومية في العديد من الدول العربية إلا أن أسواقها المالية لا تزال غير متطورة، حيث لا توجد أسواق ثانوية فاعلة ونشطة بما يفضي لإتاحة وتشجيع إستخدام الأدوات المالية الأخرى كالمشتقات وغيرها من خلال إنشاء أسواق لتلك الأدوات وخلق الآليات اللازمة لتفعيل التعامل فيها، وهو ما يساعد في تحسين جودة إدارة المخاطر إلى حد كبير.

– أما فيما يتعلق بأداء السوق الثانوي فلازالت في غالبية الدول العربية تتسم بضعف أداءها، ومحدودية عدد المتعاملين فيها، فغالبًا ما تقتصر على نفس المتعاملين في السوق الأولية (سوق الإصدار)، والتي تعتبر المصارف التجارية والهيئات الحكومية أكبر المستثمرين فيها، وذلك إما لأسباب تتعلق بالملاءة المالية اللازمة للتعامل في سوق السندات أو لعدم وجود نظم فعالة للدفع والتسويات والحفظ المركزي كتلك المتوفرة في سوق الأسهم، هذا بالإضافة إلى الطبيعة الربوية للسندات والتي تحجب عن السوق فئة لا يمكن تجاهلها من المتعاملين من المؤسسات غير المصرفية والصناديق الإستثمارية ذات الطابع الإسلامي.

4.تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تطورات على المستويات التشريعية والتنظيمية وفي مستوى الأداء نعرضها فيما يلي:

1.4.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2008

عرفت أسواق الأوراق المالية خلال عام 2008 التطورات الأتية[1]:

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009، ص134.

بهدف تحصين أسواق المال، خاصة في ضوء الأزمة المالية العالمية واصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2008 على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية لهذه الأسواق، وشملت التدابير التي تم إتخاذها ما يلي:

– إلزام الشركات المدرجة على رفع مستوى الإفصاح المالي والشفافية، وتقديم خدمات التداول الإلكتروني للمتعاملين في الأسواق، وتحسين النظم الضريبية بهدف جذب الإستثمار، وتعديل نظم إدارة المحافظ الإستثمارية لحماية المستثمرين، وتطوير عمل مجالس الإدارة في الشركات المساهمة العامة.

– وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن الصندوق(صندوق النقد العربي) قد باشر في أواخر عام 2008 الإعداد لإضافة سوق العراق للأوراق المالية إلى قاعدة البيانات لديه، ليبلغ بذلك عدد الأسواق المشاركة في القاعدة 16سوقا عربية[2].

2.4.أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008

تميز أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009 بما يلي[3]:

– شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية خاصة في النصف الثاني من عام 2008، فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق العربية خلال عام 2007، وفي بداية العام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وإنخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية عام 2008، وإنخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية ليصل إلى 166.2نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007، ويعكس هذا الإنخفاض التراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية، من ناحية أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق، وتراجعت الأسواق العربية عموما بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة والدولية، فعلى سبيل المثال فقد تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لأسوا ق الأوراق المالية العربية في عام 2008بنحو49.4%، بينما انخفض مؤشر (s&p500) بنسبة 38.5% ومؤشر نيكاي (Nikkei) بنحو 42.1%.

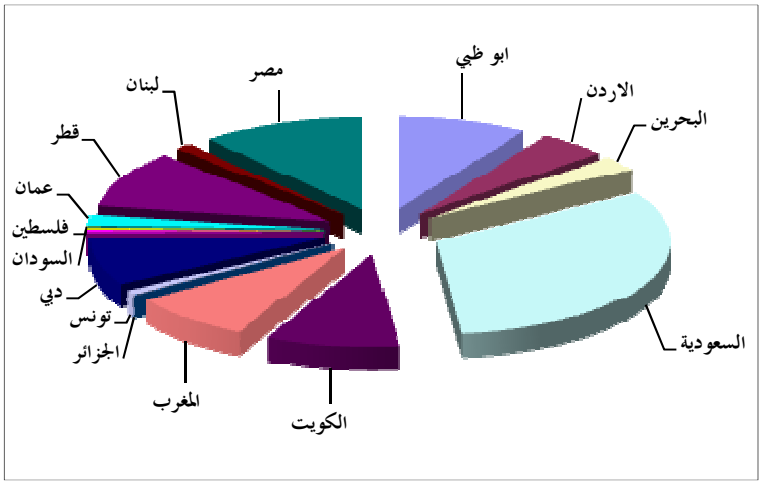
– وبالنسبة للأداء الفردي للأسواق فقد إنخفضت مؤشرات الصندوق لجميع أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008، بإستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس، وتفاوتت نسب إنخفاض مؤشرات الصندوق للأسواق بشكل كبير وتراوحت بين حوالي 65% لسوق دبي المالي ونحو 3.8% في بورصة الجزائر، وإنخفض مؤشر الصندوق لسوق الأسهم السعودي بنحو 59.2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 50.9%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 44.6%، وسوق الكويت بنحو 40.3%، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 22.2%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بنحو 19%.

[2] صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، 2008، ص 26.

[3] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009، ص ص130-133.

– وفيما يتعلق بأحجام أسواق الأوراق المالية العربية، فقد انخفض إجمالي القيمة السوقية لهذه الأسواق إلى نحو769.6 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2008، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية عام 2007، أي بنسبة إنخفاض بلغت نحو 42.5%، ولقد إنخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.5% لتبلغ حوالي 246.54 مليار دولار، والقيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3%، وسوق الكويت بنحو 41.8%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة بلغت 43.2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1%، وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق حيث شهدت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي مانسبته32 % من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، وسوق الدوحة بنحو 10%، وسوق الكويت بنحو 9.1%، وسوق أبو ظبي بنحو 8.9%، في حين تراجعت سوق دبي المالي إلى نحو 8.2%، وهو ما يوضحه الشكل رقم (08).

الشكل رقم (08): ا حجم النسبي للأسواق العربية خلال عام 2008



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

– وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية فقد إنخفض في نهاية عام 2008 ليبلغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007، وفيما يتعلق بحجم التداول في الأسواق المالية العربية فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال 2008 نحو997.87 مليار دولار أمريكي، مسجلة نسبة إنخفاض بلغت نحو 9.9%، مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق ثلاث دول فقط هي

سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات مانسبته80.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52.4% حصة سوق الأسهم السعودي وحدها.

– أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة، فقد إنخفض خلال العام 2008 بنسبة5.9%ليبلغ نحو304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام2007.

5.تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات عديدة في مستوى التطور التشريعي والتنظيمي وفي مستوى الأداء الكلي نعرضه فيما يلي:

1.5.تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009 جملة من التطورات نوجزها فيما يلي[1]:

– كان قطاع أسواق المال العربية أكثر القطاعات تأثراً بالأزمة المالية العالمية، حيث تأثرت هذه الأسواق بشكل مباشر من خلال خروج الإستثمارات منها أثر هذه الأزمة وما أنتجته من أجواء عدم التيقن لدى جمهور المستثمرين ونظرتهم على هذه الأسواق وتوقعاتهم المستقبلية، كما تأثرت بشكل غير مباشر بالتباطؤ في النشاط الإقتصادي والإستثماري الحقيقي مما أثر على أداء الشركات المدرجة في هذه الأسواق وربحيتها، وقد تفاوت هذا التأثر بين الأسواق والبورصات العربية وفقاً لدرجة إرتباطها بالأسواق العالمية ومدى قدرتها على إستقطاب الإستثمارات الأجنبية، ولاشك أن الأسواق الأكثر إرتباطا بالأسواق العالمية والأكثر إستقطاباً للإستثمارات الأجنبية، هي الأسواق الأكثر عمقاً وتطوراً والأكثر سيولة والتي كانت الأكثر تأثراً بالأزمة العالمية مقارنة بالأسواق الأقل إرتباطاً أو إنفتاحاً على الأسواق المالية العالمية.

– وقع صندوق النقد العربي مذكرات تفاهم مع دولتي العراق وليبيا ليفسح المجال لأسواقها المالية للانضمام إلى قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لدى الصندوق، ليرتفع بذلك عدد الدول المشاركة إلى17 سوقاً عربية[1].

2.5.أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009

تميز أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2009 بما يلي[2]:

– لقد كان أداء أسواق المال العربية خلال عام 2009 متفاوتاً، حيث واصلت الأسواق العربية في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008، ومع بداية النصف الثاني من عام 2009 بدأت هذه الأسواق أسوة ببقية الأسواق العالمية والناشئة تعافيها لتنتهي عام 2009 على إرتفاع عوضت به جزءا من خسائرها إلا أن هذا الإرتفاع كان أقل من الإرتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام، حيث تأثر هذا الإرتفاع أو التعافي للأسواق العربية بأزمة مشكلة ديون شركة دبي في الأشهر الأخيرة من عام

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2010، ص ص132-134.

[1] صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، 2009، ص 25.

[2] صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2010، ص155.

2009، ومع تفاوت أداء الأسواق العربية وفقا لمؤشرات أسعارها خلال عام 2009، فقد شهدت أيضا الأسواق العربية تراجعاً ملحوظاً على صعيد الإصدارات الأولية، وكذلك على صعيد مستويات السيولة في الأسواق الثانوية، ومستويات ومؤشرات الربحية، كما إنخفضت كذلك خلال العام تدفقات الإستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق أسوة بمعظم الأسواق الأخرى، ولم يقتصر ذلك على أسواق الأسهم، بل شمل أيضاً أسواق السندات والصكوك التي شهدت تراجعا في نشاط إصداراتها الأولية خلال عام 2009، بالمقارنة مع الزيادة في حجم الإصدارات التي في الأعوام السابقة.

– وبالنسبة أسواق الإصدارات الأولية، فقد شهدت أسواق الإصدارات الأولية من الأسهم تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 عما كان عليه نشاط هذه الإصدارات في السنوات السابقة، ويعكس ذلك تأثير الأزمة المالية العالمية وتراجع الثقة بالأسواق المالية، وتظهر بيانات الإصدارات الأولية قد انخفض من 71 إصداراً جديدا خلال عام 2007 إلى 54 إصداراً خلال عام 2008، ثم إلى 17 إصدارا فقط خلال عام 2009، وهو العدد الأقل من الإصدارات الأولية منذ بداية عقد التسعينيات، وقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية نحو 2.14 مليار دولار فقط خلال العام 2009، مقارنة بحوالي 14.4مليار دولار و13.2 مليار دولار خلال عامي 2007 و2008 على التوالي.

– بالنسبة لأداء الأسواق الثانوية ومؤشرات الأسعار، فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة بنسبة18.1% خلال عام 2009، ليصل إلى 196.3 نقطة في نهاية عام 2009، ويعكس هذا الإرتفاع التحسن النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة العالمية، ولقد كان من الممكن أن يرتفع المؤشر بأعلى من ذلك خلال عام2009، لولا تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية، وخاصة بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الربع الأخير من عام2009، وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية العربية قد خسرت مجتمعة ما قيمته نحو 758 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية خلال الفترة من نهاية جوان 2008 إلى نهاية مارس 2009، أي أكثر قليلاً من نصف قيمتها السوقية خلال تلك الفترة(51.3%).

– أما فيما يتعلق بعام 2009 ككل، فإن الأسواق العربية قد استعادت مايعادل133.8 مليار دولار من خسائرها، حيث ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة17.3% خلال العام لتصل إلى 903.4 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2009.

– وفيما يتعلق بأحجام التداول خلال عام 2009 عما كانت عليه في عام 2008 فقد إنخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 وللعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو35%مقارن بعام 2008، لتصل القيمة الإجمالية إلى 654 مليار دولار خلال عام 2009 مقابل 998 مليار دولار خلال عام 2008، وبالنسبة لمعدل دوران الأسهم (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية)، فقد كان سوق الكويت الأنشط حيث سجل أعلى معدل لدوران الأسهم بين الأسواق العربية خلال عام 2009

بنسبة بلغت126.5%، تلاه سوق الأسهم السعودي والبورصة المصرية بنسبة 119% و91.7% على الترتيب، ثم بورصة عمان بنحو40%، وتراوح معدل دوران الأسهم بين 20% و40% لدى أسواق عمان ومسقط وقطر وأبو ظبي والخرطوم وفلسطين، وكان دون ذلك في بقية الأسواق، وكانت سوقي بيروت والبحرين الأقل نشاطاً خلال عام 2009 بنسبة2.6% و9.2% على التوالي، بالمقارنة مع عام 2008 فإن معظم الأسواق العربية شهدت تراجعاً في معدلات دوران الأسهم لتعكس بذلك من جهة إنخفاض الأسعار خلال العام إنعكاسات لتداعيات الأزمة المالية العالمية، ومن جهة أخرى إنخفاض نشاط التداول في عدد من الأسواق.

– أما بالنسبة لتطورات إصدار الصكوك، تظهر البيانات المجمعة إصدار الصكوك خلال عام 2009 في الدول العربية بنسبة 11.3% لتبلغ القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي 8 مليار دولار خلال العام مقابل 9 مليار دولار عام 2008 ، وبالمقارنة بعدد الإصدارات تراجع العدد الإجمالي الإصدارات المنطقة العربية من43 إصدارا خلال عام 2008 إلى 34 إصدارا خلال عام 2009، وقد وصلت هذه الإصدارات إلى مستوى قياسي سنوي قبل إندلا ع الأزمة المالية خلال عام 2007، حيث بلغ عدد إصدارات المنطقة العربية 50 إصدارا خلال ذلك العام بقيمة إجمالية بلغت 18.9مليار دولار، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن القيمة الإجمالية للإصدارات من الصكوك في المنطقة العربية بلغت حوالي50 مليار دولار (199إصداراً) خلال الفترة 2005-2009، متجاوزة بذلك الإصدارات من جميع الأدوات المالية الأخرى، ويعزى إنخفاض وتيرة الإصدارات من الصكوك والتراجع النسبي في الإقبال عليها إلى عنصرين هامين أولهما هو تداعيات الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى عامل أخر برز في الفترة الأخيرة ويتعلق ببعض المشاكل القانونية التي قللت من جاذبية الصكوك مقارنة مع السندات.

والجدول الموالي يلخص أداء الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي للفترة (2005-2009).

جدول رقم (05): يوضح أداء أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2005 –2009)

	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة السوقية*	1290	888.1	1339	769.6	903.4
قيمة الأسهم المتداولة **	1434.8	1685	1111.65	997.87	654
عدد الأسهم المتداولة***	111	168.5	323	304	364.4
عدد الشركات المدرجة	1665	1623	1550	1542	1493
معدل دوران الأسهم	111	189	83	39	72
المؤشر المركب	413.3	237.7	328.7	166.2	196.3

المصدر: من إعداد الطالب، حسابات بالإعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي والتقرير الإقتصادي العربي الموحد، إصدارات مختلفة.

*القيمة السوقية مليار دولار

** قيمة الأسهم المتداولة مليار دولار

***عدد الأسهم المتداولة مليار سهم

تميزت أسواق الأوراق المالية العربية بأدائها الجيد خلال الفترة (2005-2009)، ورغم إنخفاض أحجام هذه الأسواق مقارنة بالقيمة السوقية لها حيث بلغت 903.4مليار دولارعام 2009 مقابل 1290سنة 2005، غير أن القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية تبقى متوسطة إذا ما قورنت بالقيمة السوقية للبورصات العالمية ولكنها تبقى مشجعة ولايعود ذالك لإرتفاع الأسعار فقط وإنما كذلك لقبول أسهم وإنظمام بورصات جديدة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

وعموما فقد شهدت معظم المؤشرات تحسنا خلال الفترة(2005-2007)، وإبتداء من سنة 2008شهدت معظم هذه المؤشرات تراجعاً ملحوضاً ويعود ذلك للأزمة المالية العالمية كأحد الأسباب الأساسية التي ساهمت في إنحفاض معظم البورصات العالمية بما فيها البورصات العربية نتيجة لإرتباط الأسواق المالية ببعضها البعض.

المبحث الرابع: تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تفعيلها

إن تحقيق تكامل الأسواق المالية يعني أن تتوفر للمقترضين والمقرضين في دول الأطراف المتكافئة على الفرص التامة لمصادر الأموال وإستخداماتها في بقية الأقطار، وعليه يعتبر تكامل أسواق الأوراق المالية العربية ضرورة ملحة في ظل العولمة المالية لمجابهة الآثار الناجمة عنها وظهور التكتلات الإقتصادية والمالية الإقليمية والدولية.

المطلب الأول: أهمية وإمكانيات التكامل والربط بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة

برزت على الساحة العربية والدولية العديد من المتغيرات التي كانت في مجملها ناتجة عن إفرازات العولمة المالية والتحرير المالي، والتي كانت بمثابة الدافع للإهتمام بضرورة التنسيق والتعاون من أجل تحقيق التكامل والربط بين أسواق الأوراق المالية العربية والبحث عن تحقيق عمل عربي مشترك خاصة في مجال الأسواق المالية.

1.أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة

تتزايد أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة والألفية الثالثة، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب والمبررات والفوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق مالية عربية مشتركة، كما يظهر من التحليل التالي[1]:

- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية وإقامة الشركات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة وتدفع عجلتها، وهو ما له مرددوه على المستوى المحلي وعلى مستوى الإقتصاد العربي، وهو ما سيؤدي إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي.

[1] عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص235-238.

– إقامة سوق عربية مشتركة تعمل على إعادة تشخيص الموارد العربية بكفاءة إقتصادية أعلى وتحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين وبالتالي توفر مصادر تمويل على درجة كبيرة من الضخامة والوفرة التي يمكن أن تحدث تغييراً جوهرياً للواقع الإقتصادي العربي في مجموعه.

– المساعدة في تحقيق ما يسمى بالإعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، وفي ظل العولمة والإتجاه إلى المزيد من التكتلات الإقتصادية يصبح من الضروري البحث في كيفية إحداث التكامل المالي والتمويلي بين الأطراف العربية في شكل سوق عربية مالية مشتركة.

– تغطية إحتياجات التنمية في الدول العربية حيث أن البنوك التجارية فيها لا تستطيع بإمكانياتها المعروفة أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضاً طويلة الأجل ولن يتم ذلك إلا بوجود بورصات عربية موحدة، أو سوق مالية عربية مشتركة.

– إن التكامل بين الأسواق المالية العربية سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الإستثمار وتجميع الإدخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهي بذلك تحقق تلافي الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث أن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا قورن بالتمويل المصرفي من سوق النقد فإن هذا الأخير يمكن أن يؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصا ص قوة شرائية من جمهور المتعاملين وبالتالي يقلل ويخفض من الآثار التضخمية أو لا يحدثها، بل يخفض من معدلات التضخم وهذا في صالح كل المنطقة العربية.

– إن إقامة سوق مالية عربية مشتركة من شأنها تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الإقتصاديات المتقدمة وخاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج.

– إن الطاقات الإستيعابية وفرص الإستثمار المتاحة لبعض الدول العربية تسمح بإستيعاب الفوائض المالية في بعض الدول العربية التي يكون لديها فوائض تفضل إستثماره في خارج المنطقة العربية.

– إن السوق المالية العربية المشتركة ما هي إلا جزء من البناء الفوقي للإقتصاد العربي يوفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الإقتصادية العربية بين الدول العربية، فالسوق المالية العربية المشتركة هي بمثابة البنية التحتية، وبذلك فإن مستوى تطوير التجارة البينية مابين الدول العربية وإكمال السوق العربية المشتركة يتوقف على إستكمال وتعزيز التكامل بين الأسواق المالية العربية، ومن ثم إستكمال مرحلة التكامل الإقتصادي المنشودة بصورة عامة، ومعنى ذلك أن تحريك الأسواق العربية وتوظيفها يتوقف على مدى النجاح الذي يمكن تحقيقه على مستوى السوق العربية المشتركة وتعميق التعاون الإقتصادي المشترك يحتم بالضرورة إقامة سوق مالية عربية مشتركة، حيث أنه من المتفق عليه أن حركة رؤوس الأموال تشكل عاملاً أساسياً في تعميق التكامل الإقتصادي العربي وهي تكمل حلقة تبادل السلع والخدمات والعمالة، وأن إقامة سوق مالية مشتركة يسمح بإشراك مستثمرين من عدة

دول عربية في مشروعات إستثمارية قطرية ذات توجه سوقي إقليمي بل وتتعمق بذلك العملية التكاملية إذا ما قامت هذه المشروعات على أساس دراسات جدوى إقتصادية وتعميق مبدأ الميزة النسبية والتنافسية.

– إن تكامل الأسواق المالية العربية، سيكون بمثابة أحد وسائل التنسيق العربي وضماناً في مواجهة أثار مقررات لجنة بازل، فمن المعلوم أن مقررات لجنة بازل سوف تؤثر على البنوك العربية سواء ما كان منها محلياً أو العاملة في الأسواق العالمية، فبالنسبة للبنوك العاملة في المنطقة العربية أي الوطن العربي فإن تكلفة حصولها على الموارد المالية من الأسواق المالية العالمية سوف تزداد.

وعليه فإن التكامل بين الأسواق المالية العربية سوف يؤدي إلى زيادة تدفق وإنسياب الأموال إلى الدول العربية، ومن ثمة زيادة عملية التنمية في الدول، كما أنه سيؤدي إلى تقليص توظيف أصول البنك مع العالم الخارجي للمحافظة على نسبة الملاءة المطلوبة وفقا لمعايير لجنة "بازل "، وبالتالي تدعيم التكامل الإقتصادي العربي، ولن يتحقق ذلك إلا بإقامة السوق المالية العربية المشتركة.

2.إمكانيات ومتطلبات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

لقد ظهرت عدة توجهات جادة نحو تطوير أسواق الأوراق المالية العربية لتواكب التطورات الدولية في هذا المجال ومواجهة تحديات العولمة المالية، ومن هذه التوجهات السعي نحو تحقيق الربط بين هذه الأسواق وتكاملها، أي تحقيق ترابطها بقصد تحقيق التكامل فيما بينها.

1.2.إمكانيات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

يرجع إهتمام الدول العربية بتحقيق درجة من التكامل المالي إلى بداية الخمسينيات حيث تم التوقيع على إتفاقية تسوية المعاملات الجارية وإنتقال رؤوس الأموال في عام 1953، وكذلك إتفاقية إستثمار رؤوس الأموال العربية وإنتقالها بين البلدان العربية عام 1970، والتي تهدف إلى دعوة الدول المصدرة لرأس المال لبذل جهدها نحو تشجيع الإستثمارات في البلدان العربية وبهدف تأمين المستثمر العربي وتعويضه عن الخسائر التجارية وغير التجارية فقد تم التوقيع على إتفاقية المؤسسة العربية لضمان الإستثمار عام 1970، وإضافة إلى ما تقدم فقد تم في عام 1973 التوقيع على إتفاقية تسوية منازعات الإستثمار بهدف حل النزاعات القانونية التي تحدث مباشرة بين الجهة المضيفة وجهة المستثمرة وذلك ضماناً لإيجاد المناخ الملائم لتنمية الإستثمارات العربية وفي إطار الجهود لتوفير التعاون المالي فقد صادقت القمة العربية الحادية عشرة في عمان عام 1980 على الإتفاقية الموحدة لإستثمار رؤوس الأموال العربية في الدول العربية، كما أدركت الدول العربية منذ تزايد الفوائض المالية العربية بعد أزمة النفط أهمية قيام الأسواق المالية والنقدية العربية، وتماشياً مع هذا الهدف فقد أقر المجلس الإقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرون عام 1986 الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية وتكليف محا فضي البنوك المركزية بالنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق وقد إستمرت جهود الأمانة العامة لجامعة الدول

العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة لتطوير الأسواق المالية العربية إلا أن الواقع العربي لم يشهد تطبيقاً للتوصيات التي خلصت إليها تلك الدراسات[1].

2.2.متطلبات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

نوجز فيما يلي الخطوات العملية والسبل المقترحة لربط بورصات الأوراق المالية العربية[2]:

-تحسين المناخ الإستثماري: يرتبط تطوير سوق الأوراق المالية إرتباطاً وثيقاً بتحسين المناخ الإستثماري، وقد أثبتت التجارب العالمية في إنشاء وتطوير أسواق المالية أهمية هذا الإرتباط، فكلما تعزز مناخ إستثمار ملائم للإستثمار كلما ساعد ذلك على تهيئة الأوضاع لقيام سوق متطور للأوراق المالية.

-تنمية المؤسسات المالية العربية: يرجع ضعف التدفقات المالية الإستثمارية فيما بين الدول العربية إلى ضعف أو عدم إكتمال أطر الوساطة المالية الذي يجب أن تمر به هذه التدفقات المالية، وذلك بسبب ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل للسوق المالي بكل دولة، إذ أن نجاح المؤسسات المالية العربية وقيامها بدور الوساطة المالية يقتضي القدرة على التعرف على إحتياجات كافة العملاء لتلبية متطلباتهم.

-تقوية مؤسسات التمويل القائمة: وذلك من خلال دعم طاقاتها برفع نسبة ملاءة رؤوس أموالها، وتحديث قدراتها الفنية لتتمكن من مواكبة التطورات الحديثة في القطاع المالي، كما أنه لابد من إعادة رسم إستراتجية مؤسسات التمويل القائمة كي تركز على إكتشاف فرص الإستثمار المنتشرة في الدول العربية، وتطويرها وتدعيم العلاقات فيما بينها.

- إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة: ومنها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الإستثمارية وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول العربية، بالإضافة إلى مؤسسات الوساطة المالية وخاصة شركات الإستثمار للربط بين جانبي العرض والطلب على المستوى العربي ومنافسة الشركات الأجنبية المتخصصة التي تقوم بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة، بالإضافة إلى الإهتمام بالشركات صانعة الأسواق للعمل على إستمرارية التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية، وضمان نشاط مستمر في السوق التي تعمل فيها.

-تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية: يعتبر تطوير وتنظيم الأسواق العربية للأوراق المالية شرطاً أساسياً وجوهرياً من أجل ربط وإنفتاح هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للإرتباط بغيره من الأسواق لعدم إستكمال الأطر القانونية والمؤسسية، لهذا أصبح من الضروري مراجعة القوانين والأنظمة المالية لتحقيق أكبر قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق، ومن المهم أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاماً تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها، وتشمل ما يلي:

أ.تشريعات تتعلق بتنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.

ب.تشريعات تتعلق بتنظيم شركات صانعة للأسواق الثانوية.

[1] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-78.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، مرجع سبق ذكره، ص ص88-91.

ج.مراجعة التشريعات القائمة والمتعلقة بكفاءة وتأهيل بيوت السمسرة.

د.مراجعة التشريعات المتصلة بشروط إدراج أسهم الشركات في البورصات العربية.

هـ.تشريعات تتعلق بإقامة صناديق الإستثمار.

-تطوير وتوحيد نظم ا اسبة والإفصاح المالي: يعتبر الإفصاح المالي من أهم العوامل التي تساعد على إستمرار السوق ونجاحه وتطوره وتوحيد الثقة فيه بما يساعد على إستقطاب جمهور المتعاملين على أدواته، وفي خلق المناخ الإستثماري الملائم لنمو الأسواق المالية.

-متطلبات أخرى للربط والتعاون بين البورصات العربية:

أ.إنشاء شبكة إتصالات عربية متطورة، حيث يتطلب التعامل في أسواق الأوراق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية متطورة للإتصالات لتأمين سرعة إنتقال المعلومات والإتصالات فيما بينها.

ب.إنشاء شركة مساهمة للوساطة المالية يساعد كثيراً على الربط وإنفتاح الأسواق المالية العربية، ويقتصر عمل هذه الشركة على العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة والقيام كوسيط بترتيب عمليات البيع والتسويق للأوراق المالية الجديدة والأوراق المالية المتداولة وتقديم الإستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

المطلب الثاني: متطلبات التكامل بين الأسواق المالية العربية

هناك العديد من المتطلبات التي يجب أن تتوفر لإحداث التكامل بين الأسواق المالية العربية وبتوافرها يمكن إسراع الخطى بإقامة السوق المالية العربية المشتركة ومن هذه المتطلبات نذكر ما يلي[1]:

1.تحسين مناخ الإستثمار العربي

ذلك لأن هناك علاقة إرتباط بين تكامل الأسواق المالية العربية وتحسين مناخ الإستثمار على مستوى الدول العربية جميعها لأن تحريك رأس المال العربي داخل المنطقة العربية يجب أن يجد البيئة الإستثمارية المحابية له، والعلاقة بين سوق مالي مشترك متطور ومناخ الإستثمار علاقة تغذية مرتدة، بمعنى أنه كلما توفر مناخ إستثمار جاذب ومواتي للإستثمار وبخاصة في الأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تهيئة الأوضاع الملائمة لقيام سوق مالية عربية متطورة وكلما توفرت سوق مالية منظمة ومتطورة كلما ساعد على تحسين مناخ الإستثمار، ومن هنا فإن تحسين مناخ الإستثمار العربي أصبح ضرورة ملحة، فإعادة النظر في الكثير من التشريعات الإستثمارية والنقدية والمالية مطلوب لجعلها أكثر مناسبة لتشجيع الإستثمارات العربية البينية وتوحيد وتقريب تلك التشريعات على مستوى كل الدول العربية ضروري أن يحدث، وتنسيق النظم التي تعمل في ظل الإستثمار في الأوراق المالية سواء النظم النقدية أو النظم الإدارية ونظم المعلومات الإستثمارية، والأكثر أهمية هو ضرورة تحقيق قدر من التكامل والتناسق

[1] عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص ص 238-242.

والإنسجام بين مختلف السياسات الإقتصادية سواء المالية والنقدية أو غيرها على مستوى الإقتصاد العربي في مجموعه.

2.تنمية دور المؤسسات المالية العربية

حيث يرجع قصور التدفقات المالية الإستثمارية البينية بين الدول العربية إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم إكتمال جسر الوساطة المالية الذي لابد أن تعبره تلك التدفقات ويرجع السبب في ذلك إلى ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل ويتجلى ذلك التركيز على عدد من الأمور لعل أهمها:

– تقوية مؤسسات التمويل الحالية أي القائمة من خلال دعم طاقاتها ورفع نسبة ملاءة رؤوس أموالها وتحديث قدراتها التقنية لتمكينها من مواكبة التطورات الحديثة في أسواق المال العالمية.

– إستكمال إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة، ومن أهمها الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الإستثمارية وتحليلها سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي بين الدول العربية بالإضافة إلى إنشاء المزيد من مؤسسات وسطاء التمويل وصانعي السوق وشركات الترويج للإكتتاب، وشركات التصنيف لإمتحان وترتيب جودة الشركات للشركات المصدرة.

3.شبكة إتصالات عربية متطورة

حيث يتطلب التعامل في الأسواق المالية العربية إقامة شبكة إلكترونية للإتصالات لتأمين سرعة الإتصال ونقل المعلومات فيما بينها، ولعل تشغيل القمر الصناعي العربي يمكن أن يلعب دوراً كبيراً في ربط أسواق المال العربية، كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي وإتحاد البورصات العربية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية.

4.إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية

حيث أن إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية سوف يساعد كثيراً على ربط وتكامل الأسواق المالية العربية ويقتصر نشاط هذه الشركة على العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة، والعمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة والمتداولة وتنتقل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة وتقديم الإستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية.

5.تأسيس شركات كبرى على مستوى الإقتصاد العربي كله

على أن تعمل الشركات في المجالات الآتية:

– مجال المقاصة والتسوية والحفظ، لأن وجود شركة كبرى واحدة لها فروع في جميع الأسواق العربية سيؤدي إلى وفورات في الإنتاج الكبير من جهة ويسهل عمليات المقاصة والتسوية والحفظ من جهة أخرى.

– في مجال التأمين ضد المخاطر المحتملة وضمان تغطية إلتزامات الوسطاء.

6.تحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية العربية بين الأسواق الدولية الأخرى

ويتطلب هذا التحسين ما يلي:

– تحسين الوزن النسبي في السوق المالية العالمية أو الدولية للأوراق المالية وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق العربية بالمزيد من الأوراق المالية من خلال برامج الخصخصة سواء على مستوى كل دولة أو على مستوى خصخصة المشروعات العربية المشتركة، والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لكي تتحول إلى شركات مفتوحة أي شركات إكتتاب عام من خلال توفير حوافز جيدة لها.

– لابد من تواجد الأسواق العربية في سوق السندات الدولية بقوة، حيث أن بعض الأسواق الناشئة والصاعدة لها تواجد جيد في تلك الأسواق ومازالت الأهمية النسبية للسندات أقل بكثير من أهمية الأسهم وهو عكس ما هو موجود في الأسواق المتقدمة.

7.إزالة كل العوائق التي تحول دون إقامة السوق العربية المالية

ومن أهمها إزالة بقايا الإختلاف في التشريعات والتنظيمات المنظمة للأسواق المالية العربية وتنسيق السياسات الإقتصادية والإستثمارية والتغلب أيضا على عدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة من أوراق مالية قصيرة الأجل والأهم هو توافر الأوراق المالية الطويلة الأجل القابلة للتداول من خلال أجهزة وآليات تعمل بدقة وسرعة وتؤمن إمكانية إعادة السيولة إلى الإستثمارات طويلة الأجل، ومحاولة إنهاء كل قيود أو رقابة تضعها السلطات النقدية والمالية في الدول العربية على تداول الأوراق المالية بين دولة عربية وأخرى لا يسمح في كثير من الدول للمواطنين العرب بالإستثمار في الأوراق المالية في الأسواق المالية للدول المعنية، وإن سمحت بها فتكون بنسبة محدودة عادة، ويتصل ذلك الإختلاف الواسع في السياسات المالية والنقدية العربية والذي يجب أن يختفي ويحل محله التناسق والإنسجام خاصة فيما يتعلق بالقيود المفروضة على إنتقال رؤوس الأموال وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، و تطبيق السياسة الإئتمانية والمصرفية والسياسات الإقتصادية عموماً.

وأخيرا محاولة جذب قدر من الأموال العربية الفائضة والمستثمرة في الخارج لتصب في المنطقة العربية من خلال المزيد من التحسين في مناخ الإستثمار والتحول إلى سوق مالية عربية مشتركة هي المكمل للسوق العربية المشتركة بمفهومها الشامل.

المطلب الثالث: إسهامات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

يكتسب تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية خاصة لما يمكن أن يحققه ذلك من مزايا عديدة للإقتصاديات العربية من خلال التطرق لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على إستقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية إستثمارية مربحة وذات كفاءة عالية، وأصبح من الضروري البحث عن سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أداءها بالمستوى المطلوب، وسنتطرق إلى إسهامات كل من صندوق النقد العربي وإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية كما يلي:

1.صندوق النقد العربي

أبرمت إتفاقية إنشاء صندوق النقد العربي في أفريل 1976، ووضعت موضع التنفيذ في أفريل1979 بهدف مساعدة الدول الأعضاء على مواجهة العجز في موازين مدفوعاتها، وصياغة أساليب التعاون العربي في المجالين

النقدي والمالي بما يحقق المزيد من خطى التكامل الإقتصادي العربي، وتعجيل حركة النمو الإقتصادي في الدول العربية[1].ويبلغ عدد الدول الأعضاء فيه 22 دولة عربية هي الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سورية، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين، قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن، جمهورية القمر[1].

1.1.أهداف صندوق النقد العربي

يهدف صندوق النقد العربي إلى تحقيق الأهداف التالية[2]:

- تصحيح الإختلال في موازين المدفوعات للدول الأعضاء والعمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة.

- العمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء.

- إرساء سياسات وأساليب التعاون النقدي العربي وإبداء المشورة عند طلبها في يتعلق بالبيانات الإستثمارية الخارجية، والعمل على تطوير الأسواق المالية العربية.

2.1.برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية العربية[3]:

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وإستناداً إلى ما أولته اتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وانطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهيها لمجالات الإستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الإقتصادية المختلفة، ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على عدة محاور، يتعلق المحور الأول بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق، ففي هذا المجال، ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها بإستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة، وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة، وعمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

[1] جمال جويدان الجمل، الأسواق النقدية والمالية، مرجع سبق ذكره، ص 113.

[1] صندوق النقد العربي النشأة والأهداف من الموقع:-http://www.amf.org.ae/ar/content/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%87%D8%AF%D8%A7%D9%81%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%88%D8%B3%D8%A7%D8%A6%D9%84، أطلع عليه بتاريخ 2011/05/12.

[2] مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص142.

[3] برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال الاسواق المالية العربية من الموقع:http://www.amf.org.ae/ar/content/about-amdb ، أطلع عليه بتاريخ : 2011/05/9.

– المساعدة على تنمية الوعي الإستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال إستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام.

– ضمان إستمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة وإحتساب المؤشرات التي تبين إتجاهات التداول والأسعار في كل منها، ولقد إنطلقت قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي الأسواق في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عُمان والكويت والمغرب، ثم إنضمت إليها الأسواق في السعودية ولبنان ومصر، وخلال الربع الأول من عام 2002 إنضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من أبو ظبي ودبي وقطر ومنذ ذلك الوقت إستمر الصندوق في إصدار النشرات الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه الأسواق خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الإقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق، وفي سبيل التعريف بأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلاً خاصاً عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الإستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين، وبعد إستكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عدداً خاصاً حول هذه الأسواق، أما المحور الثاني فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها، وفي هذا الصدد، أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينها، ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه الأسواق بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم والمشاركة في الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات في التغيرات المتواصلة في بيئة عملها، أما المحور الأخير من برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية، فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها المالية، ويأتي هذا الإهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها في ترسيخ وتعزيز مقومات الإستقرار الإقتصادي الكلي والإنتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الإقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي وقطاع مالية الحكومة.

2.إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية

الإتحاد هو تجمع بين هيئات الأوراق المالية العربية، يساهم في تعزيز التنمية والتكامل الإقتصادي العربي عن طريق السعي إلى تحقيق المواءمة والتوافق بين القوانين والأنظمة المطبقة في الأسواق المالية العربية والإرتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية العربية بما يحقق العدالة والكفاءة والشفافية.

1.2.تأسيس إتحاد هيئات الأوراق المالية وأهدافه[1]:

تمت الموافقة على تأسيس إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية في30 جانفي2007، وأن تكون دولة الإمارات العربية المتحدة المقر الرئيسي للإتحاد وأمانته العامة، وذلك بناء على موافقة مجلس الوزراء بالقرار رقم 10/85لعام2007.

2.2.أهداف الإتحاد

يهدف إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية إلى تحقيق النقاط التالية:

- الإرتقاء بالمستوى التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية.
- العمل على توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة في الرقابة على المعاملات في الأسواق المالية العربية.
- تبادل المعلومات والمساعدات الفنية والخبرات والتنسيق والتعاون بين الأعضاء لتحقيق الإنسجام في القوانين والأنظمة، وتذليل الصعوبات التي تعترض الإستثمار في الأسواق المالية العربية، وتطبيق المعايير الدولية وتعميق مفهوم الإفصاح والشفافية.
- تعزيز الإستقلالية والحماية للهيئات الرقابية والعاملين فيها، والإرتقاء بالمستوى المهني للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

كما يسعى إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية للقيام بالمهام التالية:

- السعي لتطوير أعمال أسواق الأوراق المالية وتفعيل دورها على المستويات التشريعية والتنظيمية والرقابية.
- إيجاد قنوات إتصال بين الأعضاء بما يحقق الأهداف المرجوة، والتعاون في مجال تنظيم الإصدارات العامة للأوراق المالية وتداولها، وتشجيع إنشاء وتطوير شركات الخدمات المالية المتخصصة، ونشر الوعي الإستثماري بين مواطني دول الإتحاد، وإقامة الندوات الإقليمية والعالمية ذات العلاقة.

المطلب الرابع: متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وبورصة الجزائر

تتطلب عملية تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية تكثيف الجهود من جانب الطلب بإتخاذ مجموعة من الإجراءات اللازمة لتوجيه المدخرات نحو حيازة الأوراق المالية.

1.متطلبات تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية

نقدم فيما يلي مجموعة من العوامل التي من الضروري الأخذ بها لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية ورفع مستوى كفاءتها وتفعيل أداءها والتي يمكن إجمالها فيما يلي[2]:

[1] اتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، التقرير السنوي، 2007، ص 2.

[2] خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 259-262.

– توجيه إهتمام أكبر بالسوق الأولية "سوق الإصدار" وذلك من خلال تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الإقتصاد الوطني، ومنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها بعد ضمان نشأتها ونجاحها على عدد أكبر من المدخرين الأفراد، ووضع حدود قصوى للملكية، وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية خاصة.

– العمل على أن يكون لبنوك الإستثمار دور مميز، وأن تعتمد على المتخصصين في إيجاد فرص الإستثمار وإستغلالها وتوسيع قاعدة الأسواق الأولية والأوراق المالية المصدرة والحيلولة دون التوسع في دور البنوك التجارية في تمويل المضاربين وزيادة الضغوط التضخمية على أسعار الأوراق المالية.

– تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في أسواق الأوراق المالية العربية وإستثنائها من التشريعات التي تحول دون ذلك.

– تهيئة المناخ الملائم وذلك من خلال تحسين الأوضاع والظروف التي تتم فيها العملية الإستثمارية، فلا يمكن قيام سوق مالية فعالة في ظل أوضاع إقتصادية غير ملائمة.

– تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء مؤسسات الإستثمار التي تقوم بالترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة لصغار المدخرين.

– تطوير السوق الثانوية من خلال إنشاء " مؤسسات صانعي الأسواق "، التي تلعب دوراً هاماً في تنشيط السوق الثانوية وذلك بتوفير السيولة للشركات نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الإستثمار من أسهم وسندات لحسابها الخاص.

– ضرورة تشجيع الإتجاه نحو الإستثمار في الشركات المساهمة بما يحفز المستثمرين على اللجوء للإستثمار في أسهم هذه الشركات وبما يشجع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات مساهمة عامة، وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعطاء مزايا وإعفاءات ضريبية على عوائد أسهم شركات المساهمة العامة، أو من خلال تبسيط الإجراءات الخاصة بتحويل عوائد الأسهم وناتج تسييلها إلى الخارج.

– تطوير أعمال الوساطة (السمسرة) والإرتقاء بنوع الخدمات التي تقدمها للمستثمرين لاسيما المعلومات الحقيقية.

– ضرورة العمل على تعميق الوعي الإستثماري خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الإستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الإستثماري العربي من خلال البرامج الإعلامية المدروسة.

– الربط بين الأسواق العربية على أن يتم ذلك على مرحلتين، الأولى تشمل إصدار الأوراق المالية في إحدى الأسواق ليكتتب فيها مواطنو هذه السوق ومواطنو الدول العربية الأخرى مع إمكانية قيد وتداول الأوراق المالية المصدرة من سوق عربية في الأسواق المالية العربية الأخرى، أما المرحلة الثانية فتشمل إنشاء سوق عربية إقليمية لتداول الأوراق المالية العربية، وهذا يتطلب توفير حد أدنى من التنسيق بين النظم القائمة بالأسواق المالية العربية المختلفة.

– إنشاء قاعدة بيانات عن الأسواق المالية العربية تتضمن الأوضاع القانونية والمؤسسية للسوق،كما تتضمن الأوضاع الإقتصادية الخاصة بنشاط السوق.

– إعادة النظر في التشريعات التي تحكم عمل الأسواق المالية العربية وما يتصل بها، وإستكمال الأطر التشريعية والتنظيمية وخاصة القوانين الخاصة بالشركات المساهمة وحماية حقوق المساهمين ومراقبة سلوك الإدارة.

– خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين من عمليات المضاربة التي لا تفيد الإقتصاد الوطني ولا تضيف قيمة مضافة حقيقية، وكذلك الإشهار التام عن أنشطة الشركات المساهمة المتداول أسهمها في السوق بما يسمح للمستثمرين من فهم كامل لإستثماراتهم وتقييم قراراتهم على أسس سليمة.

– السماح بإصدار السهم لحامله بما يساعد على إجتذاب رؤوس الأموال المهاجرة إلى الخارج.

– في ظل تزايد ظاهرة الخصخصة فإن هناك إحتمالات تشير إلى عدم الإقبال على الشركات المتعثرة ماليا، وفي سبيل ذلك قد يكون من الأفضل إنشاء شركات رأس المال المخاطر لإنقاذ هذه الشركات المتعثرة ومن ثم يمكن طرح أسهمها للإكتتاب أمام الجمهور.

– توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية بهدف توفير لغة تفاهم بين كافة المتعاملين في هذه الأسواق.

– تشجيع إقامة الشركات العربية المشتركة وطرح أسهمها للجمهور وإزالة المعوقات التي تكثف نشاطاتها من خلال تهيئة الظروف المناسبة أمامها لكي تؤدي الدور المنوط بها.

– التفكير في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية يكون لها فروع في جميع الدول العربية تقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة (السوق الأولي)، أولما هو معروض للبيع من أوراق مالية متداولة للبيع (السوق الثانوية)كما يمكن أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تكفل ضمان تسويق الإصدارات الجديدة، وكذلك تقوم بتقديم الخدمات الإستثمارية في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

بالإضافة تعزيز الدور الرقابي للسوق، وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية في إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على إستكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة،كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية وقوانين الإستثمار والقوانين ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك الرقابة على الشركات المدرجة، والرقابة على الوساطة وصناديق الإستثمار، والرقابة على التداول للأوراق المالية[1].

كما تعتبر عملية توحيد أسواق المال الثانوية العربية، كخطوة أولى وفتح باب الاستثمار أمام جميع المواطنين العرب من خلال شراء الأسهم، أما الخطوة الثانية فتشمل فتح الأسواق العربية أمام التكتلات المالية (المصارف،

[1] صالح مفتاح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مرجع سبق ذكره، ص 192.

شركات التأمين، شركات المساهمة الكبيرة) للمساهمة في الشركات العربية، بما يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال العربية[1].

2.متطلبات تفعيل بورصة الجزائر

على الرغم من مرور فترة زمنية على تأسيس بورصة القيم المنقولة في الجزائر، إلا أن بورصة الجزائر مازالت تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة وهامشية دورها في تمويل الإقتصاد الوطني، فحتى يتم تحسين أدائها وفاعليتها بما يمكنها من تحقيق متطلبات التنمية الإقتصادية، ويمكن صياغة مجموعة من الشروط والمتطلبات التي ينبغي توافرها لتفعيل البورصة في الجزائر حتى تمكن من تحقيق الأهداف التي وجدت من أجلها فيما يلي[2]:

– **ضرورة تسوية الإقتصاد:** يعتبر توفير المحيط الاقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد بورصة قيم متداولة فعالة لا بد من توفير قطاع خاص نشيط وحرية المنافسة، وأيضاً لا بد من توفير المناخ الإستثماري المناسب من من خلال منح الحوافز الضريبية للشركات ووضع الأطر القانونية والتنظيمية وتحديد وتطوير الهياكل المالية وتحفيز الإستثمار الأجنبي وحماية حقوق المستثمرين ويجب أن يكون إقتصاد السوق شرطاً رئيسياً لقيام ببورصة قيم متداولة فعالة في الجزائر.

– **الرفع من مستوى الدخل ا قيقي لكل فرد:** لا يمكن الحديث عن توجيه مدخرات العائلات دون تحديد مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن مع العلم بوجود علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد وتوجيه الإدخار نحو التوظيف في القيم المتداولة، ولا بد من رفع المستوى المعيشي للمجتمع رغم أن مؤشرات التضخم منخفضة حاليا في الجزائر، إلا أن هذا لم يساهم في تنشيط البورصة.

– **الإنفتاح الكبير على الجمهور والتنويع في الأدوات المالية:** تتميز البورصات الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، وتتميز بتنوع الأدوات المالية التي تعد عامل جذب للمدخرين، والتفتح الكبير على الجمهور وتتميز بورصات البلدان المتخلفة والدول العربية والجزائر خاصة لضعف الصفقات الناجمة عن العدد المحدود للمتدخلين، غياب الإدارة في الإستثمار المتوسط وطويل الأجل في القيم المتداولة، والطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنويع الأدوات المالية على هذه البورصات، وعدم توظيف الإدخار في شكل سندات إما لإنخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

– **الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة:** تكون بورصة القيم المتداولة فعالة إذ كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار وتسمح بدلك بإتخاذ قرارات الإدخار والإستثمار تبعا لهذه الأسعار.

[1] صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، لبنان، دار الوسام للطباعة والنشر، 1998، ص.148

[2] براق محمّد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها مجلة الإدارة المدرسة الوطنية للإدارة المجلد 11، العدد 21، 2001، ص ص88-120.

– توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة: إن بورصة القيم المتداولة الفعالة بإمكانها توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة والمربحة، ومنه فإنه ينبغي التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الإقتصادي والمالي، لأن مرودية المؤسسات المسجلة تعتبر من الشروط اللازمة لجذب الإدخار وإعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.

– حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفا تهم وإستثماراتهم المالية: إن الحصول على عوائد معقولة لقاء توظيف وإستثمار الأموال في البورصة يعد شرطاً أساسياً لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين، ووجود شركات مساهمة ناجحة.

– تكييف بورصة القيم المتداولة مع التحولات وتحويل الهياكل الإقتصادية: من الضروري أن يكون لبورصة القيم المتداولة إطار مؤسساتي وتنظيمي مرن يسمح لها بالتطور والتكييف على الدوام مع التغيرات الحاصلة ومدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات مهما كانت طبيعتها، فإن متطلبات قيام بورصة قيم متداولة فعالة هو مقدرتها على تحويل الهياكل الإقتصادية وذلك من خلال تقديم التسهيلات اللازمة للمؤسسة وترقيتها.

– وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي والإستقرار القانوني: يعتبر الإستقرار السياسي أهم عامل لإجتذاب رؤوس الأموال الفائضة من المدخرين وحسن توجيهها كما أن وجود هذا الإستقرار يسمح بتطوير البورصات و ترقيتها، أما بخصوص الإستقرار القانوني ووجود جهاز تشريعي مرن فإن إستقرار القوانين يعتبر من المتطلبات التي تساهم بفاعلية في ترقية ونمو سوق البورصة، وتوفير جهاز تشريعي يمكنه أن يساير الحياة الإقتصادية في تطورها وبإستطاعته التكييف والإنسجام مع المتغيرات الحاصلة على الحركة الإقتصادية على النحو الذي يضمن حقوق المتدخلين في بورصة القيم بناءا على تنظيمات تشريعية تتم على أساسها مختلف العمليات بهدف السوق.

– وجود جهاز مصرفي متكامل: يعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية ونمو البورصات ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية، وتتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة من ذلك مقدرتها على تعبئة الادخار، وتوفير الفرص الإستثمارية في صورة مشاريع، والتوسط بين عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها فإن الجهاز المصرفي يعتبر دعامة أساسية لوجود بورصة قيم فعالة ذلك لما تختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الإدخار وترقية وحسن توجيهه.

خلاصة الفصل الثالث

شهدت السنوات الأخيرة في الدول العربية إهتماماً متزايداً بموضوع إنشاء أسواق للأوراق المالية وتطويرها، وهو ما شهد إنشاء العديد من أسواق الأوراق المالية في معظم الدول العربية والتحضير لإنشاء أسواق مالية في الدول الأخرى، إلا تأكيداً على تعاظم إهتمام الدول العربية في هذا النهج خاصة أن معظم الدول العربية قد أولت موضوع الدخول في عصر العولمة والإنفتاح وخوصصة مؤسسات القطاع العام إهتماماً كبيراً، وأن إنجاح هذا التوجه يتطلب وجود أسواق مالية متطورة وكفئة قادرة على إستيعاب إحتياجات هذه المرحلة.

ويلاحظ من خلال مراجعة آخر تطورات الأسواق المالية العربية إلى أن الأسواق المالية العربية للأوراق المالية قد شهدت مؤخراً إنشاء المزيد من الأسواق المالية المنظمة حيث أصبحت (17) دولة عربية تضم أسواق كل من الكويت ومصر والمغرب والبحرين والأردن وعمان وقطر، تونس، الإمارات، لبنان، فلسطين، العراق، السودان، الجزائر، وبإضافة سوق الأسهم السعودي، وليبيا.

كما قامت العديد من الدول العربية خلال السنوات الأخيرة بإجراء إصلاحات هيكلية وتنظيمية وتشريعية مختلفة على أسواقها بهدف تحسين أداءها وتطويرها من أجل مواكبة التطورات العالمية ومجابهة تحديات العولمة المالية، وتواجه عدد من الدول العربية بعض معوقات الإستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية ترجع في معظمها إلى الإفتقار إلى الخبرات الإدارية والتقنية القادرة على إدارة المؤسسات المالية المتطورة وتقديم خدمات إستثمارية متنوعة والتكيف السريع مع التطورات التكنولوجية الحديثة، ووجود نقص كبير في الأطر القانونية والتنظيمية بالأسواق المالية وعدم قدرة تلك المؤسسات على إستيعاب الفوائض المالية مما أدى إلى إعادة تدوير رؤوس الأموال العربية عبر أسواق المال الأوربية والدولية بالإضافة إلى غياب وسائل الربط فيما بينها تحول دون قيامها بالنشاط والدور المنوط بها، بالإضافة إلى التحديات والأثار التي تطرحها العولمة المالية والتحرير المالي على أسواق الأوراق المالية العربية.

وحول واقع وأداء الأسواق المالية العربية تشير الإحصائيات المتوفرة حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية المتوفرة عنها ويلاحظ من خلال مراجعة آخر تطورات أسواق المال العربية أن الأسواق المالية قد شهدت مؤخرا إنشاء المزيد من الأسواق المنظمة، وتشير الإحصائيات المتوفرة عن قاعدة البيانات في صندوق النقد العربي أن أحجام التداول لجميع الأسواق المالية العربية يعتبر منخفضاً بالمقارنة بالأسواق المالية الأخرى، كما يلاحظ إنخفاض معدل دوران الأسهم.

تزايدت أهمية وضرورة تفعيل وتكامل وسبل الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية وهو مايجعل منها ضرورة ملحة للتقليل من مخاطر العولمة المالية والإستفادة من المزايا والإيجابيات التي تمنحها العولمة المالية في عالم تسوده التكتلات الإقتصادية والمالية المختلفة.

الخاتمة

عند إختيارنا دراسة موضوع واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها، كان هدفنا الأساسي يتمحور حول واقع أسواق الأوراق المالية العربية وضرورة النهوض بها وتطويرها وذلك من أجل إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج والحفاظ على رؤوس الأموال العربية وإستثمارها داخل الدول العربية خدمة لمشاريع التنمية وهذا في ظل العولمة والمالية والتحرير المالي العالمي، وما هي الآليات التي يمكن إتباعها لمواجهة تلك التحديات، وكيف يمكن تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية بعد الإنفتاح على الإقتصاد العالمي والقيام بعمليات التحرير المالي، وهو الدور الذي يجب أن تلعبه الدول العربية لتسهيل التكامل المالي فيما بينها وتحقيق الإندماج في الإقتصاد العالمي.

ويعد التوجه إلى تبني سياسة التحرير المالي، والذي تعد العولمة المالية من بين أهم نتائجه ومن بين أهم هذه المتغيرات التي شهدتها الأسواق المالية العالمية، وقد □احبها بروز تطورات إقتصادية عالمية كان من أهمها تنامي ظاهرة التكتلات الإقتصادية وزيادة دور الشركات متعددة الجنسيات والتطورات التكنولوجية وخا□ة تكنولوجيا الإعلام والإتصال وتوسيع إستخداماتها في المجالات المالية والمصرفية، كل هذه التطورات أفرزت وعمقت ظاهرة العولمة بمختلف أبعادها الإقتصادية والمالية، ونوعت في أثارها ومخا□رها.

كما برزت مجموعة من التحديات في ظل تأثيرات العولمة المالية وعولمة الأسواق المالية، كان في □دارتها إتفاقية تحرير الخدمات بما في ذلك الخدمات المالية والمصرفية، بالإضافة إلى التطورات التكنولوجية والتوسع في المعاملات المالية، وما نتج عنها من زيادة المخا□ر المالية، بحيث أ□بح الإنشغال الرئيسي للقائمين على أنظمة الأسواق المالية مواجهة تلك التحديات والتقليل من تداعياتها وأثارها السلبية وتعظيم مكاسبها والمزايا التي تتيحها، وذلك بتبني إستراتجيات تنويع أنشطة المؤسسات المالية والتوجه نحو الإندماج المالي العالمي، والسعي لإقامة التكتلات الإقليمية لمواجهة المنافسة المحتدمة في الأسواق المالية الدولية، وتحقيق التكامل بين الأسواق المختلفة، بالإضافة إلى الإهتمام بإدارة المخا□ر ونظم الإنذار المبكر للأزمات، إضافة إلى تحديث وعصرنة نظم المعلومات والدفع نحو الإستفادة من تطبيقات تكنولوجيا الصناعة المالية، وتفعيل أسواق الأوراق المالية فيها.

إختبار الفرضيات

إنطلاقا من الفرضيات التي تم وضعها في بداية الدراسة، تجلت نتائج إختبارها على النحو الأتي:

- بالنسبة للفرضية الأولى، والتي تعتبر أنه يمكن للتشريعات واللوائح المنظمة للدول أن تنشئ أسواقاً مالية فعالة للأوراق المالية، حيث أن التشريعات واللوائح المنظمة لا تكفي لوحدها لإنشاء سوق مالي فعال للأوراق المالية وضمان السير الحسن لعمل السوق المالي، فلا بد من وجود مهنية في العمل وثقة بالإضافة إلى توافر عنصر الإستقرار السياسي والإقتصادي والثقافة المالية في التعامل في الأسواق المالية ومناخ إستثمار ملائم، وهو ما يؤكد عدم □حة هذه الفرضية.

– بالنسبة للفرضية الثانية، والتي تعتبر بأن أسواق الأوراق المالية العربية تتميز بحداثة نشأتها وضيق نطاقها وتمركزها بالإضافة إلى أنها أسواق مالية نامية (ناشئة)، فعلاً تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بأنها حديثة النشأة وبضيق نشا□ها وتمركزها بالإضافة إلى أنها أسواق مالية ناشئة، فعلى الرغم من حداثة نشأتها، ورغم التطورات العديدة التي شهدتها وتفاوت التجارب الخا□ة بها، وإختلاف البيئة الإقتصادية والإجتماعية والقانونية لكل منها، فإن لهذه البور□ات جميعا خصائص أساسية مشتركة حيث مازالت في معضمها تفتقر إلى عراقة التقاليد الإستثمارية الرشيدة المبنية على أسس مستقرة من التعامل في السوقين الأولية والثانوية، فإنه بإستثناء بور□ة القاهرة سنة 1883، وبور□ة الإسكندرية سنة1889فإن باقي البور□ات حديثة النشأة مثل بور□ة المغرب سنة 1929، بور□ة الجزائر سنة 1999، إلا أنها في معظمها مازالت تعاني من التخلف، وهو مايؤكد □حة هذه الفرضية.

– بالنسبة للفرضية الثالثة، والتي تعتبر أن أساس العولمة المالية هو الإنفتاح على الأسواق المالية العالمية ومن أهم أثارها نجد الأزمات المالية، □حيح تعتبر العولمة المالية الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي، وبأن أساس العولمة المالية هو الإنفتاح على الأسواق المالية العالمية والقيام بعمليات التحرير المالي الدولي، ومنها توقيع بعض الدول العربية على الإتفاقية العالمة لتحرير الخدمات المالية (الجاتس)، وتعتبر الأزمات المالية أحد أكبر مخا□ر العولمة المالية، حيث تسببت عمليات الإنفتاح المالي في حدوث إنتقال عدوى الأزمات المالية التي عرفتها الأسواق العالمية كالأزمة الأسيوية وأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي تؤكد أيضا وجود تأثير موجب للعولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، فقد أدت ظاهرة العولمة المالية إلى خلق تحديات جديدة والتسبب في إضطرابات وحالات من عدم الإستقرار في العديد من الدول، وهو مايؤكد □حة هذه الفرضية.

– بالنسبة للفرضية الرابعة، والتي تتضمن بأن تطوير أسواق الأوراق المالية العربية مرهون بإكتمال مجموعة من الآليات الأساسية مرتبطة بتحديث التشريعات المنظمة لها وتوافر المعلومات والإفصاح والشفافية، حيث وضعت الدول العربية خلال فترات زمنية مختلفة أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية التحديث المستمر لهذه القوانين والتشريعات ومباشرة العديد من الإ□لاحات لمواكبة التطورات الإقتصادية والمالية المحلية منها والدولية، وعملت بعض الدول العربية إلى تعديل بعض مواد القوانين من أجل تحسين أداء أسواقها للأوراق المالية وهي تتوفر على منظومة قانونية وتشريعية جيدة، حيث أن التشريعات والقوانين يمكن أن تساهم بدور فعال في تطوير أسواق الأوراق المالية العربية ولكن تأثيرها يبقى محدودا وغير كاف، فلابد من توفر بيئة إقتصادية مشجعة وإسقرار سياسي وإقتصادي ومالي وإجتماعي ووعي إدخاري جيد بالإضافة إرادة سياسية، وتشجيع القطاع الخاص، وذلك من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، وهو مايؤكد عدم □حة هذه الفرضية.

– أما بالنسبة للفرضية الخامسة، والتي تعتبر أن التكامل المالي بين أسواق الأوراق المالية العربية أهم مطلب لمواجهة الانفتاح المالي العالمي وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية، حيث أنه مع إنتشار ظاهرتي العولمة المالية والتحرير المالي العالمي لم يعد ما من خيار أمام أسواق الأوراق المالية العربية إلا إنفتاحها على بعضها البعض من أجل إقامة ترابط بين أسواقها قصد تكاملها والرفع من كفاءتها، ويعتبر من الإجراءات الإ□لاحية لتفعيل أسواق الأوراق المالية

العربية ورفع كفاءتها، وشهدت الدول العربية عدة محاولات في هذا المجال على غرار إنشاء □ندوق النقد العربي وإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية سعيا منها لتحقيق ترابطها ومن ثم تحقيق التكامل فيما بينها لمواجهة تحديات العولمة المالية والتكتلات المالية العالمية، وعليه يعتبر التكامل المالي بين أسواق الأوراق المالية العربية مطلبا مهما في ظل العولمة وفي عصر تسوده التكتلات المختلفة، وهو مايؤكد □حة هذه الفرضية.

نتائج الدراسة

1.تحتل أسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة ودوراً مهماً بإعتبارها وسيلة إستقطاب وتعبئة للمدخرات والأموال غير المستثمرة من خلال □رحها على شكل أدوات إستثمارية مثل الأسهم والسندات تكون مهيأة للطلبات الإستثمارية، ويتم من خلالها موازنة الطلب والعرض على تلك الأموال، كما يتم فيها إعادة □رح وبيع الأسهم والسندات بغرض رفع رأس مال الشركات والحصول على التمويل، بالإضافة إلى أنها توفر فرص عمل لشريحة كبيرة من المستثمرين، حيث أدت الحاجة إلى التمويل وعجز القطاع البنكي وضرورة مواكبة العولمة المالية إلى إنشاء أسواق مالية في معظم الدول.

2.لقد أسهمت العديد من العوامل في بزوغ ظاهرة العولمة أهمها التقدم التكنولوجي وما ترتب عليه من سرعة وإنخفاض تكلفة النقل والإتصالات، والنمو السريع في الأسواق المالية العالمية، وعولمة الأنشطة المشتركة في كل من التصنيع والخدمات المالية، ومع النمو المتسارع للإستثمار الأجنبي المباشر وزيادة دور الشركات متعددة الجنسيات في الإقتصاد العالمي، وتكامل عملياتها على نطاق العالم الأمر الذي ترتب عليه زيادة الإعتماد المتبادل بين الدول والسعي نحو إقامة التكتلات والتنسيق بين أسواق الأوراق المالية وإقامة الإتحادات الإقليمية، وتمتلك الدول العربية العديد من المؤسسات والتنظيمات منها □ندوق النقد العربي وإتحاد هيئات الأوراق المالية العربية التي من شأنها العمل على تطوير أسواق الأوراق المالية بالدول العربية.

3.تبين أن للعولمة آثار سلبية وأخرى إيجابية، فالإيجابية تظهر من خلال ما قدمته العولمة من تطور تكنولوجي وإزالة الحواجز حيث أ□بح العالم قرية □غيرة بعد ما جمعت أ□رافه المترامية، أما السلبيات الأكثر بروزاً وهي الأزمات وفي مقدمتها الأزمات المالية، حيث تبين أن 95% من رأس المال يتم المضاربة بها بهدف الحصول على عوائد سريعة للإستثمار، وهو ما أدى إلى زيادة مخا□ر عدم الإستقرار في الأسواق المالية.

4.أدت عمليات التحرير المالي والمترافقة مع التقدم التكنولوجي في مجال الإتصالات ووسائل النقل وزيادة الدور الذي تلعبه مؤسسات العولمة إلى تزايد تكامل الأسواق المالية العالمية، وإنتقال الخدمات ورؤوس الأموال، وقد أعطى الإستثمار الأجنبي المباشر حافزاً كبيراً لعملية التكامل من خلال ربط الأسواق المالية ببعضها البعض، ويعتبر كل من □ندوق النقد الدولي والمنظمة العالمية للتجارة والبنك الدولي أهم مؤسسات العولمة، وأ□رافاً مشاركة بفعالية في □ياغة أسس وقواعد النظام الإقتصادي والمالي الدولي.

5.لقد أ□بح إندماج وتكامل الأسواق المال العالمية بفعل العولمة المالية واقعاً ملموساً، كما يلاحظ بداية إندماج الأسواق المالية العربية بالأسواق العالمية، وهو ما يتضح من خلال تطبيق إتفاقية تحرير تجارة الخدمات، ووجود تأثير

للأزمة الأسيوية وأزمة الرهن العقاري على أداء بعض الأسواق العربية ، لكن السياسات الإقتصادية والمالية العربية لم تمكنها بعد من الإستعداد للتعامل مع متطلبات مرحلة الإندماج العالمي، فعلى الرغم من تبني الدول العربية برامج إ□لاح إقتصادية ومالية وتشريعية وتنظيمية إلا أن التدفقات الرأسمالية الداخلة إليها لا تزال محدودة بينما نجد التدفقات الرأسمالية الخارجة من الدول العربية كبيرة، ومن المتوقع أن تزداد في ظل تطبيق الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات، وهذا نظراً لضعف القطاع المالي العربي في مواجهة المؤسسات المالية الدولية.

6.تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من □غر حجمها ومحدودية الأدوات المالية المتداولة فيها مقارنة مع الأسواق العالمية، ممثلة في محدودية أحجام التداول وفي القيمة السوقية وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، كما تعاني من قصور نسبي في القوانين التي تنظم عمليات الإ□دار والتداول فيها، بالإضافة إلى عدم كفاية المعلومات المنشورة عن الكشوفات المحاسبية، وإفتقارها إلى متطلبات الشفافية، وبناء عليه فإن هذه البور□ات تعاني من ضعف الدعامات الأساسية للكفاءة التي تتمثل أساساً في ملائمة حجم السوق وجودة الأوراق المالية المتداولة ومستوى تنويع الأوراق المالية المقيدة ومستوى السيولة وتوفير آليات للحد من التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية، مما يساهم في عدم الوضوح بالنسبة للمستثمرين عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية، بالإضافة إلى غياب الوعي الإستثماري لدى الأفراد والمؤسسات وتفضيلهم أساليب الإستثمار الأخرى، كما واجهت أسواق الأوراق المالية العربية تحديات العولمة المالية الجديدة التي بزغت في النصف الثاني من العقد الأخير من القرن العشرين بعد تحرير تجارة السلع والخدمات ولا سيما بعد توقيع إتفاقية تحرير الخدمات المالية التي وقعت عليها ما يزيد عن 132دولة في العالم.

7.□بقت الدول العربية إجراءات عديدة ساهمت في زيادة عمق وإتساع أسواقها المالية المحلية وفتح المجال أمام المستثمر الأجنبي، وتبين الدراسة أن أسواق الأوراق المالية العربية قد نمت بشكل كبير خلال الفترة (2005-2009)، من خلال إرتفاع مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية إبتداء من عام2005 بشكل ملحوظ، إلا أن هذا التطور لم يكن على القدر الذي يؤدي إلى تحصين وحماية هذه الأسواق من أثار العولمة المالية والأزمات المالية، وأن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر فى الدول الصناعية الرئيسية، أو حتى مثلما هو الحال فى الدول حديثة التصنيع.

8.لقد أكدت حصيلة الإ□لاحات التي شهدتها البور□ات العربية على أن توافر بيئة إقتصادية وإجتماعية وثقافية ملائمة من شأنه أن يهيئ العوامل الأساسية المؤثرة في تشجيع نمو وتطوير البور□ات في الدول العربية وأن لهذه البيئات أبعاد تتعلق بمستوى تطور الوضع الإقتصادي والإجتماعي ونمو المدخرات والهيكل المالي لهذه الدول.

9.تتوفر بور□ة الجزائر على كفاءة تنظيمية جيدة خا□ة بعد إنشاء المؤتمن المركزي للسندات، إلا أنها تعاني من جملة من المعوقات كافتقارها للإ□ارات المتخصصة وإنخفاض عدد الشركات المدرجة فيها، وحجم تعاملاتها.

10.إن تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية على النطاق المحلي والدولي بما يواكب المتغيرات الإقتصادية العالمية يعتبر خطوة هامة تساعد على الإنتقال بعد ذلك إلى الربط بين الأسواق العربية وتحقيق التكامل فيما بينها.

التوصيات

تخلص الدراسة إلى تقديم بعض التو□يات التي من شأنها الإسهام في تحصين أسواق الأوراق المالية العربية وتفعيلها:

1.يجب الإهتمام بتحرير البور□ات العربية وإنفتاحها على البور□ات العالمية تماشياً مع توجهات العولمة المالية بحيث تكون أكثر إندماجاً مع البور□ات العالمية مما يتيح للمستثمرين الأجانب الدخول إليها والخروج منها دون قيود ويؤدي إلى جذب الإستثمارات الأجنبية وإستقطاب رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج.

2.يجب توحيد الإجراءات وتنسيق السياسات بين بور□ات الأوراق المالية العربية المختلفة، وتبادل المعلومات وإتاحتها لتحقيق الإندماج الذي يحقق الإستقرار والحد من التقلبات، وإعتماد المعايير المحاسبية الدولية.

3.تخلص الدراسة إلى أنه في ظل عولمة أسواق الأوراق المالية أن هناك ضرورة لتبني أ□ر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الإبتكارات المالية التي يستحدثها القطاع المالي الدولي، وكذلك أظهرت التجارب أن عدم الإفصاح المالي الكافي وغياب الشفافية في القطاع المالي يزيد من إمكانية حدوث الأزمات المالية، ويضاعف من حجمها ويزيد من التكلفة المالية للتعامل معها ومن العبء الإجتماعي الذي ينجم عنها، وفي ظل العولمة المالية وإنفتاح أسواق الأوراق المالية العربية من الضروري وضع أسس مالية لحماية المستثمرين وتعزيز الإستقرار في هذه الأسواق والوقوف في وجه المضاربين، بالإضافة إلى إعطاء أهمية قصوى لمستوى الكفاءة المالية والمهنية التي يجب أن تتمتع بها المؤسسات المالية العاملة في هذه الأسواق مثل شركات الوسا□ة وشركات الإستشارة المالية وغيرها، ويتعين الإستفادة من هذه الفرص المتاحة لمسايرة ركب التحولات الشاملة التي تجتاح العالم، وتحقيق ذلك مرهون بإعتماد المزيد من الإ□لاحات الهيكلية على الصعيدين الإقتصادي والمالي، بما في ذلك تفعيل دور القطاع الخاص في الحياة الإقتصادية وتحرير وتطوير الأسواق المالية، وتوفير بنية قانونية ومالية مناسبة، ومناخ ملائم لإجتذاب رؤوس العربية من الخارج وتعبئة المدخرات الو□نية، ويشمل ذلك بناء الهياكل والأ□ر المؤسساتية وخصو□اً ما يتعلق بجانب الوسا□ة المالية، وبالذات في مجال تطوير خدمات السمسرة وتغطية الإكتتاب في الإ□دارات وفي التنظيم الداخلي للسوق المالي الذي يجب أن يضم هيئات رقابية وإشرافية

وتنفيذية تكون مستقلة عن أي تأثير سياسي حتى يكون لذلك تأثيراً على أداء السوق المالي، وضرورة وضع سياسات للتحوط ضد الأزمات لمواجهة مخا□ر العولمة المالية من خلال تقييد أنواع معينة من التدفقات المالية مع العمل على توفير سبل سريعة للحصول على موارد لضمان السيولة في حالة توقع حدوث الأزمات المالية.

5.على القائمين على إدارة أسواق الأوراق المالية العربية عدم نسخ وتقليد تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات □حيحة ومناسبة لكل الدول، مما يستوجب التوازن بين الحاجة إلى تطوير هذه الأسواق ودعم السيولة فيها من جهة، والإنتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقها، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق بإعتمادها من جهة أخرى.

6.تطوير الأ□ر التشريعية والتنظيمية والرقابية، وضرورة العمل على تفعيل وربط أسواق الأوراق المالية العربية ببعضها البعض والعمل على إنشاء منطقة إستثمار عربية موحدة، وفتحها للتداول الإقليمي عبر تشجيع الإدراج

المتبادل، وإتاحة المجال للوسا□ة المالية عبر الحدود وتنفيذ عمليات التسوية العائدة لها من خلال مؤسسات إقليمية تمهيدا لإقامة السوق المالية العربية الموحدة.

7.القيام بعمليات الخصخصة وتشجيع القطاع الخاص، وتطوير وتحديث قوانين تشجيع الإستثمار في الدول العربية لتتناسب الظروف والمستجدات والتغيرات العالمية من أجل زيادة القدرة التنافسية وتقليل الإجراءات البيروقرا□ية، وتشجيع الإستثمارات البينية بين جميع الدول العربية من خلال رفع القيود وتوحيد قوانين تشجيع الإستثمار في مجال الأسواق المالية، بالإضافة إلى تشجيع التمويل الذي يستند إلى الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها، وتوحيد المصطلحات المالية بين الدول العربية.

8.موا□لة توفير مواد تثقيفية وحلقات علمية لتدارس إستخدام أسواق الأوراق المالية في المنطقة وتشجيع إدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة، وتشجيع مشاركة المرأة كمنضمات للمشاريع وكمستثمرات.

9.وأخيرًا، فإن على الدول العربية وهي تشهد مرحلة من الإندماج المالي العالمي أن تولي عملية تطوير أسواق الأوراق المالية القائمة فيها إهتمامًا متزايدًا تمهيدا لإندماجها في سوق مالية واحدة تتمكن من مواجهة التكتلات المالية الإقليمية العالمية، وأن الدول العربية ستشهد تغيرات كبيرة في المستقبل لما ستؤول إليه الأوضاع في المستقبل في ضوء التغيرات المستقبلية السريعة خا□ة وأن الدول العربية دفعت ثمنًا باهظًا نتيجة تغيرات القرن العشرين وتبدلاته الإقتصادية والإجتماعية والثقافية، فضاعت منها فرص التطور التنمية بسبب ما واجهته من تحديات خارجية، وعليه يجب مواجهة التحديات الجديدة التي تفرضها العولمة بصفة عامة والعولمة المالية بصفة خا□ة من خلال تعاون وتكامل إقتصادي ومالي فعال، وكيف أن تحديات العولمة تكون فر□ة لبناء التكامل الإقتصادي بين الدول العربية.

الأفاق المستقبلية

في الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسة ما هي إلا محاولة متواضعة عسى أن تساعد في كشف الغموض الموجود في هذا الموضوع وتكون مقدمة لبحوث لاحقة في هذا المجال، حيث يمكن الإشارة إلى إمكانية موا□لة البحث في هذا الموضوع من جوانب أخرى مثل:

- الأفاق المستقبلية لأسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية.
- أسواق الأوراق المالية العربية وتحديات إتفاقية تحرير الخدمات المالية في إ□ار ال"GATS".
- تفعيل تكامل أسواق الأوراق المالية العربية كأداة لتحقيق التكامل الإقتصادي العربي.
- أداء الأسواق المالية العربية الصاعدة ومدى إستجابتها للأزمات المالية.

قائمة المراجع

I.قائمة الكتب بالعربية

1.أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

2.أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية، مصر ،1998.

3.أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتجية مواجهتها، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى ، 2008.

4.أحمد سيد النجار، تحديات التحرير المالي في الدول العربية، الإقتصاد العربي في مواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 1998.

5.أحمد سيد مصطفى، تحديات العولمة والتخطيط الإستراتيجي، بدون دارالنشر، الطبعة الرابعة،2004/2003.

6.أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006.

7.أحمد صدقي الدجاني، العولمة رؤية تحليلية لواقع الظاهرة ومستقبلها، ندوة العولمة وآثرها في المجتمع والدولة، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتجية، الطبعة الأولى، 2001.

8.أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة ،2007.

9.السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.

10.السيد رجب عبد الحميد، دور القيادة في إتخاذ القرار خلال الأزمات، مطبعة الإيمان، القاهرة، 2000.

11.إبراهيم علي عبدا لله إبراهيم، شرين ياسين الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن،1990.

12.إبراهيم العيسوي، ألغات وأخواتها، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1995.

13.إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.

14.جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.

15.جلال أمين، العولمة والتنمية العربية من حملة نابليون إلى جولة الأورغواي (1798-1998)، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 2001.

16.حمدي عبد العظيم، عولمة الفساد وفساد العولمة،إداري،تجاري،سياسي،عسكري، منهج نظري وعملي، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008.

17.حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.

18.حازم الببلاوي، دور الدولة في الإقتصاد، دار الشروق، القاهرة، 1998.
19.خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان،2000.
20.خالد وهيب الراوي، الإستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار المسيرة، عمان،الأردن،1998.
21.رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة،1999.
22.زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان،الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
23.سليمان المنذرى، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الثانية، 2004.
24.شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
25.شمعون شمعون، البورصة" بورصة الجزائر"، الأطلس للنشر، الجزائر،1993 .
26.شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، مصر، 2002.
27.صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية،دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى،1997.
28.صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، عالم الكتاب، الإسكندرية، الطبعة الثانية،2003.
29.صلاح عباس، العولمة وأثارها في الفكر المالي والنقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
30.صلاح الدين حسن السيسي، قضايا إقتصادية معاصرة، دار الوسام للطباعة والنشر، لبنان، 1998.
31.صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، عالم الكتاب، القاهرة، الطبعة الأولى،2003.
32.صفوت عبد السلام عوض الله، الآثار الإقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة،2001.
33.ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر،2003.
34.عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، الأوراق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
35.عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
36.عبد الرشيد عبد الحافظ، الآثار السلبية للعولمة على الوطن العربي وسبل مواجهتها، مكتبة مدبولي، القاهرة، الطبعة الأولى، 2005.
37.عبد الحميد عبد المطلب، النظام الإقتصادي العالمي الجديد وآفاقه المستقبلية بعد احداث11سبتمبر، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.

38.عبد المطلب عبد المجيد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، مصر، الطبعة الأولى، 2003.

39.عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الإقتصادية منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

40.عبد المطلب عبد الحميد، العولمة وإقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية،2001.

41.عمر صقر، العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003 -2004.

42.عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وتبيض الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية،2008.

43.عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005.

44.عبد الحسين وادي عطية، اقتصاديات النامية أزمات وحلول، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن ، الطبعة الأولى،2001.

45.عاطف حسن النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر، مؤسسة الأهرام، القاهرة، 1994.

46.عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2007.

47.عماد يونس، العولمة تاريخ، أبعاد ومؤثرات على العالم العربي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان،2005.

48.عماد مُحَمَّد علي، عبد اللطيف العاني، إندماج الأسواق المالية الدولية، أسبابه، وإنعكاساته، على الإقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، الطبعة الأولى، 2002.

49.فرانسوا لرو، ترجمة حسن الضيقة الأسواق الدولية للرساميل، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع ، بيروت، لبنان، 1999.

50.فريد النجار، البورصات والهندسية المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998-1999.

51.فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

52.قادري عبد العزيز، صندوق النقد الدولي ال"صند"الآليات والسياسات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2002.

53.كامل علاوي الفتاوى، عاطف في مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الإقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

54.طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

55.طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، القاهرة، 2001.

56.وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، 2003.

57.مُحَمَّد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.

58.مُحَمَّد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات،الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

59.مُحَمَّد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

60.مُحَمَّد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005.

61.مُحَمَّد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.

62.مُحَمَّد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى،2006.

63.مُحَمَّد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، إختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى،2004.

64.محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع ، قسنطينة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2003.

66.محمود مُحَمَّد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،2007.

67.محفوظ جبار، البورصة، دار هومة، الجزائر، بدون سنة نشر.

68.محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.

69.محسن أحمد الخضري، إدارة الأزمات، منهج إقتصادي وإداري لحل الأزمات على المستوى القومي والوحدة الإقتصادية، مكتبة مدبولي، القاهرة، بدون سنة نشر.

70.ممدوح محمود منصور، العولمة، دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

71.مُحَمَّد إبراهيم عبد الرحيم، المتغيرات العالمية للمنظمات، الخصخصة، العولمة، الإقتصاد المعرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2007.

72.مُحَمَّد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004.

73.منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2000.

74.منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

75.منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1996.

76.منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشاة المعارف، الإسكندرية، 1997.
77.منير إبراهيم هندي، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
78.منير إبراهيم هندي، أساسيات الستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
79.مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2009.
80.مصطفى الفار، الإدارة المالية العامة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
81.معروف هوشيار، الإستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
82.ناصر دادي عدون، شعيب شنوف، الحركية الإقتصادية في الدول النامية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2003.
83.نزيه عبد المقصود مبروك، التكامل الإقتصادي العربي وتحديات العولمة مع رؤية إسلامية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2006.

II.المذكرات

1.بدروني هدى، آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية، دراسة حالة الدول العربية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعةالبليدة،2010.
2.بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة دكتوراه في العلوم القتصادية (غير منشورة)،كلية العلوم القتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
3.بن شاعة نادية، إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية العربية، دراسة حالة البورصات العربية، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف،2007.
4.حريري عبد الغني، أثر التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة الشلف، 2006-2007.
5.سناقجي عبد الله ، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الإستثمار، دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، 2008-2009.
6.يحياوي سمير، العولمة وتأثيرها على الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية، حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)جامعة الجزائر، 2004-2005.
7.سعيدي فاطمة الزهراء، ألية تطوير السوق المالية للمساهمة في الخوصصة، حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة،2005.

8.علي بوعمامة، إندماج وخصخصة البنوك، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة،2006.

9.قادة عبد القادر، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة الشلف،2008 -2009.

10.علة مُحَّد، الدولرة وعدم إستقرار النقد وأثر الدولار على الإقتصاد الجزائري، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، فرع التحليل الإقتصادي، جامعة الجزائر،2002 -2003.

11.محمود نحمده علي إبراهيم، التكامل الإقتصادي بين الأسواق المالية العربية وأثره في تدعيم التعاون الإقتصادي العربي مع إشارة خاصة لسوق المال في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد، جامعة عين الشمس،مصر،2001.

12.بداوي مصطفى، المنظمة العالمية للتجارة وتحرير الخدمات المالية بداوي، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2004.

13.ناصر سناقجي، سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات تطويرها، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة، 2007-2008.

14.نورين بومدين، أساليب تفعيل سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة الشلف 2007.

III.المجلات

1.أوليفيه بلا نشار، العاصفة التامة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، جوان2009.

2.براق مُحَّد، بورصة الجزائر والشروط الأساسية لنجاحها مجلة الإدارة المدرسة الوطنية للإدارة المجلد 11، العدد 21، 2001.

3.حسان خضر، الإستثمار الأجنبي المباشر، تعار يف وقضايا، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، عدد2004، السنة الثالثة.

4.رمضان على الشراح مجلة آفاق إقتصادية، بحث إستشراف مستقبل أسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها (دراسة تحليلية)، المجلد 22، العدد 86 ،2001.

5.صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، العدد2،جوان2002.

6. قارة علي، عطيوي سميرة، العولمة وتأثيرها على الجهاز المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، عدد25 جوان2006.

7.محفوظ جبار، العولمة المالية وإنعكساتها على العولمة المالية، مجلة العلوم الإجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، عدد07ديسمبر2002.

8. صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد7، 2009-2010.

9.ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة" جسر التنمية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، السنة الثالثة، العدد التاسع والعشرون، ماي2004.

10.نزهان مُحَّد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الإقتصادية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد26، العدد2،2010.

IV.المؤتمرات والملتقيات والندوات

1.أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، "المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلاديلفيا، الأردن، أيام15-16مارس2005.

2.أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، "الملتقى العلمي الدولي الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف أيام20-21 أكتوبر2009.

3.حسين عطا غنيم، نموذج تسعير الأصل الرأسمالي، "ملتقى تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة عمل(إدارة أسعار الصرف)"، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 6-10مارس2005.

4.ساعد مرابط، بلميهوب لمياء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة،"الملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات مع دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22نوفمبر،2006.

5.رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على إقتصاديات الدول النامية، "الملتقي الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-"، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، الجزائر، أيام 20-21 نوفمبر2006.

6.عبد القادر لحول، إشكالية تدويل الخطر المالي ومخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، "الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية"، جامعة بشار، الجزائر، يومي 28-29 أفريل 2010.

7.مُحَّد العربي ساكر، غالم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالية مع إشارة خاصة لحالة الجزائر"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات"، جامعة مُحَّد خيضر، بسكرة، الجزائر،أيام 21-22 نوفمبر2006.

8.جاسم المنصف،"ندوة الإستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية وإتجاهاتها المستقبلية، الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية"، 1986.

9.معتصم سليمان، أثر الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات على الأسواق المالية العربية، "ندوة أسواق رأس المال العربية، الفرص والتحديات"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، نوفمبر1995.

V.التقارير

1.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2000.
2.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2006.
3.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2007.
4.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2008.
5.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2009.
6.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، .2010
7.صندوق النقد العربي، التقرير السنوي، 2008.
8.صندوق النقد العربي، التقرير السنوي،2009.
9.إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، التقرير السنوي، 2007.
10.صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، نشرة فصلية الربع الأول والثاني2010، العدد61.

VI.المراجع باللغة الأجنبية

1.BRIEN, R.O Global Financial Integration ,The End of Geography,The Royal Institute of International Afairs, London,1999.
2.COSOB, guide de bourse et des opérations boursiers, la bourse d'Alger, collection guide plus 1996.
3. Donald E.fischer&RonaldJ.Jordan,"security Analysis&Portfolio Management", Newjersy:prentice-Hall International,Inc.,1991.
4.Eugen F.Brigham.Joel.Houston,Fundaments Financial of management, (Eighth EDITION) The dryden press.U.S.A,1998.
5.Frank J.Fabozzi&Franco Modigliani,"Capital Market,Institutions and Instruments"Newjersy:Prentic-Hall International,Inc,1992.
6.Fereydou.M & Khawand.A, Le nouvel ordre commercial mondial du GATT ou l'OMC, édition Nathan, paris, 1995.
7.Guide de la bourse et des opérations boursières, "La bourse d'Alger"-Collections guides plus, 1998.
8.J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3éme édition, 1993.
9. Meir Kohn,Financial Institutions and Markets,NewYork:McGraw hill,Inc.,1994.
10.Josette Peyrard, La bourse- Vuibert entreprise- 8ème édition, 1999.

11.L'onagde Jacques,les movment internationaux de capiteaux,

Edition ;Economica, paris, 1997.

12.Mansour Mansouri, la bourse des valeurs mobiliers d'Alger- distraction, houma, 2002.

13.Le dépositaire central des titres, bulletin de COSOB , N°4 juillet, 2003.

14.P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1996.

15.Rose Anne Dana Monique Jean Blanc Picquèr, marché financiers en temps continu valorisation et équilibre 2 éme édition, Economica, 1998.

16.Shall Helly. c, Introduction to Financial Management, Mc Graid-Hill, New Work, 1988.

17. Valeri nigrow,marchés financieres et mondialisation des rentabilité boursièrs, edition economica ,1998.

18.Jacques Teulié, Patrick. T opsacalain, Finance , 2ème édition, Paris ,1997.

19.Didier Vitra, Tout savoir sur la bourse, Edition, Paris, 2002/2003.

VII.المواقع على شبكة الأنترنيت

1.صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2010، الفصل العاشر(المحور) ، "تداعيات الأزمة المالية العالمية على إقتصاديات الدول العربية، من الموقع التالي:

http://www.arabmonetaryfund.org/ar/jerep/2010 ، أطلع عليه بتاريخ 2011/04/20.

2.خليل حسن، سياسات مواجهة الأزمات المالية، من كاتب السياسات العامة، دار المنهل اللبناني 2006، من الموقع: http://drkhalilhussein.blogspot.com/2011/02/blog-post_9037.html ، أطلع عليه بتاريخ: 2011/05/17.

3.صندوق النقد العربي النشأة والأهداف من الموقع:

http://www.amf.org.ae/ar/content/%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%87%D8%AF%D8%A7%D9%81-%D9%88%D8%A7%D9%84%D9%88%D8%B3%D8%A7%D8%A6%D9%84،

أطلع عليه بتاريخ: 2011/05/12

4.برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال الأسواق المالية العربية من الموقع:

http://www.amf.org.ae/ar/content/about-amdb ،أطلع عليه بتاريخ : 2011/05/9.

5.نشأة بورصة فلسطين من

الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/AboutPSE.aspx?TabIndex=0، أطلع عليه بتاريخ 2011/05/12.

6.نبذة عن سوق دبي المالي من الموقع: http://www2.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801، أطلع عليه بتاريخ: 2011/05/23.

7.نشأة سوق أبوظبي للأوراق المالية من الموقع:

http://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx: أطلع عليه بتاريخ:2011/05/23.

8.الجداول الإحصائية من الموقع:

http://www.arabfund.org/Data/site1/pdf/gaer2010/16.pdf أطلع عليه بتاريخ: 2011/04/04.

9.نشأة سوق العراق للأوراق المالية من الموقع التالي:

http://al-iraqnews.info/new/mobile/specific-palaver/49385.html ،أطلع عليه بتاريخ 2011/05/30.