جامعة يحي فارس المديـة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قســم العلــوم الاقتصادية

الموضوع:

أثر التحرير المالي على الأسواق المالية العربية

مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماستر (L.M.D) الطور الثاني

في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع علوم اقتصادية: تخصص مالية وبنوك

إعــداد الطالبين:
– عزوز عزالدين
– موزاوي مصطفى

إشــراف الأستــاذ:
– جبارة مراد

أمام لجنة المناقشة

د- يحياوي الياس	جامعة المدية	رئيسا
د- جبارة مراد	جامعة المدية	مقررا
د- بوعزيز عبدالرزاق	جامعة المدية	ممتحنا

السنة الجامعية : 2016-2017


بسم الله الرحمن الرحيم

تشكرات

بسم الله الرحمن الرحيم

أشكر الله عز و جل الذي وفقنا في إنجاز هاته المذكرة و أعاننا

عليه بالصبر الذي هو مفتاح كل الأعمال.

كما أتقدم بكل كلمات الشكر و العرفان و أسمى عبارات الإحترام

و التقدير إلى الأستاذ الفاضل "**جبارة مراد**" الذي ساعدنا

في إنجاز هذا العمل.

شكر إلى كل من ساعدنا من قريب او من بعيد بنصيحة او بدعاء

في إنجاز هذا العمل المتواضع.

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

من قال فيهما الله سبحانه وتعالى "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

والدي الكريمين أطال الله في عمرهما

إخوتي وأخواتي وذويهم.

الى كل الأصدقاء والزملاء

كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا العمل.

مصطفى عزالدين

الملخص :

بدأت معظم الدول العربية منذ منتصف عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرير المالي، باتخاذ مجموعة من الأساليب بغية تعزيز مستوى كفاءة النظام المالي وإصلاحه كليا، من خلال تخفيف القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، وتحرير أسعار الفائدة ، حيث قامت بتطبيق برامج الإصلاح لتدارك الصعوبات والسلبيات التي تحد من قدرة النظام المالي على التطور والنمو، وقد ركزت على تحديث النظام المصرفي وتطوير الأسواق المالية من جميع النواحي التشريعية والمؤسسية لحماية المستثمرين، وتعزيز الثقة في الأسواق.

توصلت هذه الدراسة إلى أن للتحرير المالي كان له الأثر الواضح على تطور أداء الأسواق المالية العربية، حيث كان له دور ايجابي في زيادة معدلات النمو من خلال زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية ،وزيادة معدلات الادخار، وتخفيض تكلفة رأس المال والعمل على تطوير القطاع المالي و تعميقه، كما كان له دور في تحسين عمل السياسة النقدية والمالية وسياسة سعر الصرف .

وأوصت هذه الدراسة بضرورة إتباع النهج التدريجي في تنفيذ برامج التحرير المالي بهدف تطوير القطاع المالي الشكل الذي يحقق تدفق الادخارات المحلية نحو الاستثمارات الأفضل وتشجيع الاستثمارات الأجنبية.

الكلمات المفتاحية : التحرير المالي، والقطاع المالي، الإصلاح المالي، الأسواق المالية.

Summary:

Since the mid-1980s, most Arab countries have begun to pursue fiscal liberalization policies by adopting a range of methods to enhance the efficiency and reform of the financial system by loosening restrictions on capital flows and liberalizing interest rates by implementing reform programs to address the difficulties and negativities that limit Of the financial system's ability to develop and grow, has focused on modernizing the banking system and developing financial markets in all legislative and institutional aspects to protect investors, and enhance confidence in the markets.

This study found that the financial liberalization had a clear impact on the development of the performance of the Arab financial markets, which had a positive role in increasing growth rates by increasing the flow of foreign investments, increasing saving rates, reducing the cost of capital and working on the development and deepening of the financial sector, It has also played a role in improving the work of monetary and fiscal policy and exchange rate policy.

Keywords: financial liberalization, financial sector, financial reform, financial markets.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
تشكرات الاهداء الملخص .... فهرس المحتويات..... فهرس الجداول..... فهرس الأشكال.....	 I II V V
مقدمة عامة	أ- ه
الفصل الأول: نظرة عامة حول الأسواق المالية	**45-1**
تمهيد	**02**
المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.....	**03**
المطلب الأول : تعريف ومكونات الأسواق المالي.....	**03**
المطلب الثاني : خصائص و وظائف الأسواق المالية.....	**08**
المطلب الثالث : الأطراف المتدخلة في الأسواق المالية.....	**10**
المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية	**14**
المطلب الأول : أدوات ملكية.....	**14**
المطلب الثاني : أدوات الدين.....	**21**
المطلب الثالث : المشتقات المالية	**27**
المبحث الثالث: واقع الأسواق المالية العربية.....	**34**
المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية و عوامل قيامها.....	**34**
المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية.....	**36**
المطلب الثالث: تحارب الربط بين الأسواق المالية العربية و مشروع إنشاء سوق مالية موحدة....	**42**
خاتمة	**45**
الفصل الثاني : الإطار النظري للتحرير المالي	**83-46**

فهرس المحتويات

تمهيد.....	47
المبحث الأول: ماهية التحرير المالي	48
المطلب الأول: مدخل للكبح المالي.....	48
المطلب الثاني: تعريف التحرير المالي ومبرراته.....	51
المطلب الثالث :انواع التحرير المالي و أهدافه.....	53
المطلب الرابع:اجراءات التحرير المالي.....	57
المبحث الثاني : النهج الأمثل للتحرير المالي	59
المطلب الاول : مؤشرات التحرير المالي و عناصره.....	59
المطلب الثاني :متطلبات التحرير المالي	61
المطلب الثالث : الانتقادات و الدراسات المعارضة للتحرير المالي.....	63
المطلب الرابع : : مخاطر و مزايا التحرير المالي.....	66
المبحث الثالث :التحرير المالي و الازمات المالية	68
المطلب الاول : مفهوم الأزمات المالية و أنواعها.....	68
المطلب الثاني : بعض الأزمات المالية قبل سنة 2000.....	70
المطلب الثالث : الأزمات المالية بعد سنة 2000.....	78
خاتمة.....	83
الفصل الثالث : سياسة التحرير المالي في الأسواق المالية العربية (بالتركيز على حالة مصر 2011–2016)	**121-85**
تمهيد.....	**85**
المبحث الأول: تحديات سياسات التحرير المالي في الدول العربية.....	**86**
المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي.....	**86**
المطلب الثاني: تحديات تحرير القطاع المالي في الدول العربية.....	**89**
المطلب الثالث: سبل مواجهة تحديات التحرير المالي في الدول العربية.....	**91**
المبحث الثاني :بعض تجارب الدول العربية في التحرير المالي.....	**95**

فهرس المحتويات

المطلب الأول: التجربة التونسية في التحرير المالي.....	**95**
المطلب الثاني: التجربة الأردنية في التحرير المالي.....	**99**
المطلب الثالث:التجربة الجزائرية في التحرير المالي.....	**104**
المبحث الثالث : السوق المالية المصرية في ضل التحرير المالي (2011–2016).....	**111**
المطلب الأول : إجراءات التحرير المالي في مصر.....	**111**
المطلب الثاني : تطور مؤشرات أداء البورصة المصرية في ضل التحرير المالي 2011–2016	**115**
المطلب الثالث : مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات الأجنبية.....	**118**
المطلب الرابع :نتائج سياسة التحرير المالي في مصر.....	**120**
الخاتمة	**121**
خاتمة عامة.....	**123**
قائمة المراجع.....	**127**

فهرس المحتويات

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	مقارنة بين الأسهم والسندات.....	26
(2-1)	بيانات أسواق الأوراق المالية العربية 1999-2003	41
(1-2)	نسب التغيير في قيم المؤشرات 22 دولة خلال عام 1987 وخلال أكتوبر من نفس العام....	72
(2-2)	القروض الممنوحة لليونان خلال الفترة 2011/2010	81
(1-3)	تطور اداء الاسواق المالية العربية 2011-2016	86
(2-3)	المؤشرات الإقتصادية الكلية للإقتصاد الجزائري (2000-2009)	109
(3-3)	أداء المؤشرات السوق المالية المصرية 2016	116
(4-3)	إجمالي التداول المؤشرات البورصية (2011-2016).....	116
(5-3)	عدد المستثمرين المسجلين في السوق المصري خلال الفترة (2012-2016).....	117

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	هيكل سوق الأوراق المالية.....	7
(2-1)	مجموعة الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي.....	13
(1-3)	تطور تعاملات الاجانب في اسواق المال العربية 2011-2014.....	88
(2-3)	قيمة و حجم التداول في السوق المصرية 2011-2016.....	117
(3-3)	معدل التغير في مؤشر أسعار مورجان ستانلي (MSCI) للأسواق الناشئة بالعملة المحلية خلال 2016	118
(4-3)	أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام 2016	119

مقدمة عامة

أضحى موضوع الأسواق المالية منذ عقد التسعينات من القرن العشرين من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وهذا لاعتباره المحرك الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية، وهذا عن طريق تحريك الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي سيما في ظل التطورات المالية والاقتصادية الدولية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال الدولية.

وعلى غرار الدول المتقدمة اهتمت الدول العربية بإنشاء وتطوير أسواقها المالية نظرا للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية، فنقلت اهتمامها بموضوع السوق المالية إلى موقع التطبيق وأقامت سوقا خاصة لتداولات المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها ومع ذلك فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفعالة، كما يمكن أن تكون غير ذلك، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

أدت تلك التطورات المالية والاقتصادية الدولية إلى بروز مجموعة من التوجهات والتغيرات أسهمت في وضع الأساس لقواعد نظام مالي عالمي جديد تبرز من خلاله توجهات نحو التحرير المالي ووضع صيغ جديدة للتعامل مع هذه التغيرات والاندماج في المنظومة المالية والاقتصادية العالمية الجديدة .

ويعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد حيث بدأ بتطبيقه منذ بداية الستينات القرن الماضي وفي العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي، وقد تضمنت إستراتيجية التحرير المالي إزالة الأسقف الخاصة بأسعار الفائدة والقيود على الائتمان، وتخفيف الرقابة والإشراف الحكومي على الجهاز المصرفي، غير أن هذا التحرير كان له آثار إيجابية وأخرى سلبية تجلت الأخيرة من خلال الأزمات التي عصفت بالعديد من اقتصاديات الدول .

تواجه اليوم الدول العربية مرحلة التحرير المالي وهي مازالت تعاني من تبعات سياسات الكبح المالي واستعمال الأدوات المباشرة في ظل تخطيط وتنفيذ مركزي، إلى مرحلة التحرير المالي واستخدام أدوات غير مباشرة، وتقلص دور الدولة في إدارة الاقتصاد، وقد تم هذا التحول كما هو الشأن بالنسبة للدول النامية قبل تهيئة اقتصادياتها لعمليات التحول وخلق البيئة السليمة لذلك التحول، من خلال إعداد تشريعات ووضع ضوابط وقواعد وإجراءات جديدة تتلاءم ومقتضيات المرحلة الجديدة للتحرير المالي .

إشكالية البحث

في ضوء ما تقدم عرضه تبرز معالم الإشكالية الرئيسية كما يلي:

ما مدى تأثير التحرير المالي على الأسواق المالية العربية ؟

الأسئلة الفرعية

وللإجابة على هذه الإشكالية قمنا بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- ماهي سمات الأسواق المالية العربية؟

2- ماهي سياسة التحرير المالي، وما علاقتها بالأزمات المالية؟

3- ماهي آثار سياسات التحرير المالي التي طبقتها الدول العربية على أسواقها المالية ؟ وماهي التحديات التي واجهتها ؟

الفرضيات

كأجوبة مبدئية عن التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات التالية:

1-يعود تخلف الأسواق المالية العربية إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية.

2- سياسة التحرير المالي هي مجموعة من الإجراءات و الأساليب تنتهجها الدول للتقليل من الآثار السلبية للكبح المالي كما يمكن أن تكون سبباً في نشوب الأزمة المالية.

3-تتمثل آثار التحرير المالي التي طبقتها الدول العربية على أسواقها المالية في :

- تطور القطاع المالي والمصرفي في الدول العربية.

- الحد من سياسات الكبح المالي التي كانت تعاني منها الدول العربية.

أهمية البحث

من خلال ما سبق ذكره يمكن أن نبين أهمية هذا البحث في الجوانب التالية:

- مدى الحساسية التي يتصف بها موضوع التحرير المالي وأثرها على الأسواق المالية وبصفة خاصة الأسواق المالية العربية وذلك في محاولة للتوصل إلى هذا الأثر ومداه وكيفية تأثيره على السوق المالي العربي، باعتباره أحد الأسواق المالية الصغيرة الحجم والحديثة النشأة.

- تزايد الاهتمام بالتحرير المالي من قبل الدول النامية والدول العربية ومن بينها الجزائر خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي .

أهداف البحث

يهدف البحث إلى دراسة انعكاسات سياسة التحرير المالي على الأسواق المالية العربية عموما ومصر بصفة خاصة ،كما نسعى لتحقيق أهداف فرعية أخرى تتمثل في:

– مفهوم الأسواق المالية من خلال تعريفها، مكوناتها، خصائصها ،والأدوات المتداولة فيها، وكذا دراسة واقع الأسواق المالية العربية .

– مفهوم التحرير المالي من خلال تعريفه، إجراءاته، والنهج الأمثل لنجاحه إضافة إلى تحديات سياسات التحرير المالي في الدول العربية وطرق مواجهاتها.

– دراسة تجارب بعض الدول العربية في التحرير المالي.

حدود البحث

تتحدد دراستنا لهذا البحث من جانبين : المكاني والزماني، الجانب المكاني يؤدي بنا إلى الإهتمام بظاهرة التحرير المالي في الدول العربية مع التركيز على الحالة المصرية وآثارها على بعض المتغيرات البورصية، كما تم الأخذ بالفترة الزمنية الممتددة من (1990–2016) والتي تعتبر بداية التحرير المالي وفترة للتحليل نظرا لملائمتها مع متطلبات البحث.

منهج البحث

حتى نتمكن من الإجابة والإلمام بهذا الموضوع، قمنا بإتباع المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال جمع بيانات لمختلف الإحصائيات المتعلقة بالتحرير المالي للدول العربية ومصر وتحليلها وتنظيمها.

الدراسات السابقة

الدراسة الأولى: حريري عبد الغني، بعنوان آثار التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجيستير، جامعة شلف،2007 استهدفت هذه الدراسة انعكاسات التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية .

وقد توصلت هذه الدراسة إلى التحرير المالي له دور ايجابي في زيادة معدلات النمو من خلال زيادة معدلات الادخار والاستثمار ،و تخفيض تكلفة رأس المال والعمل على تطوير القطاع المالي تعميقه.

الدراسة الثانية: سعيدي فاطمة الزهراء، بعنوان الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2013، استهدفت هذه الدراسة كيفية تكيف الأسواق المالية العربية مع التحولات المالية التي تفرضها العولمة المالية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العولمة المالية حقيقة واقعية يجب التعامل معها والاستفادة منها بأقصى قدر ممكن ومحاولة تجنب آثارها السلبية بقدر الإمكان، لأنه في إطار العولمة المالية تصبح الدول النامية وخصوصا تلك التي فتحت أسواقها المالية أمام المستثمرين والمضاربين الأجانب عرضة لحدوث أزمات مالية خصوصا إذا كانت إقتصاديات تلك الدول تعاني من مشاكل إقتصادية.

وأن عملية إندماج الأسواق المالية العربية في السوق المالي العالمي تستلزم المرور بعدة مراحل بدءا من مرحلة التحول وإعادة الهيكلة مرورا بمرحلة إكتساب ثقة المستثمرين وصولا إلى مرحلة الصراع والأزمات، علما أن كل مرحلة تحتوي على مجموعة من الخطوات إذا لم تؤخذ بعين الاعتبار فإن المنافع من عولمة السوق المالي يمكن تأخيرها ويصبح السوق المالي أكثر عرضة لمخاطر التوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، مما يمثل تعارضا أساسيا بين تكاليف ومنافع العولمة المالية والذي يصعب تحاشيه.

الدراسة الثالثة: بوكساني رشيد، بعنوان معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، البحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية بجامعة الجزائر، استهدفت هذه الدراسة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة.

و قد توصلت هذه الدراسة إلى أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، وأغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، وأن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق وكذا غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية.

صعوبات البحث

لقد واجهتنا مجموعة من الصعوبات في إعداد هذا البحث خاصة فيما يتعلق بجمع البيانات والإحصائيات التي كانت في بعض الأحيان متضاربة فيما بينها، وكذا قلة المراجع حول تحديات سياسات التحرير الأسواق المالية العربية.

هيكل البحث

تندرج دراستنا لهذا البحث في ثلاثة فصول حيث نتناول في الفصل الأول النظرة العامة عن الأسواق المالية وما تحمله من تعريف ومكونات وخصائص والأطراف المتدخلة في السوق المالي وسنتطرق إلى مختلف الأدوات المالية المتداولة فيه كما نتناول في هذا الفصل واقع الأسواق المالية في الدول العربية .

أما في الفصل الثاني فنتناول فيه الإطار النظري للتحرير المالي حيث نتطرق فيه إلى مفهوم التحرير المالي من خلال تعريفه، أنواعه، إجراءاته، ومخاطره ومزاياه، ثم التطرق إلى النهج الأمثل للتحرير المالي.وفي آخر الفصل تم التطرق إلى التحرير المالي والأزمات المالية.

أما في الفصل الثالث فنتناول فيه سياسة التحرير المالي في الأسواق المالية العربية من خلال استعراضنا لواقع وتطور القطاع المالي العربي في ظل التحرير المالي وتحديات التي واجهتها وطرق مواجهة تلك التحديات كما سنقوم بدراسة بعض تجارب الدول العربية في التحرير المالي.كما نتناول فيه التجربة المصرية في التحرير المالي ومدى النتائج المحققة ضمن التحرير المالي.

الفصل الأول

نظرة عامة حول

الأسواق المالية

تمهيد

تعد الأسوق المالية من أهم المصادر التمويلية التي يمكن للمستثمر أن يمول من خلالها استثماراته، وبما أنها تعمل على توظيف الادخارات، فإنه من واجب كل مستثمر وكل مدخر التعرف عليها ومحاولة معرفة كيفية عملها ومَن هم المشاركون فيها وما هي أهم الوظائف التي يمكن أن تقوم بها.

لهذا الغرض تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، حيث سيتم التعرض من خلالهم إلى النقاط التالية:

- ماهية الأسواق المالية
- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
- واقع الأسواق المالية العربية

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

تحتل الاسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة ، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام و الخاص ، وفي تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية كما انها تتمتع بأهمية كبيرة ، وخاصة لما تزاوله من نشاط وذلك ماسنتطرق إليه في هذا المبحث لمحة حول الاسواق المالية .

المطلب الأول : تعريف و مكونات الأسواق المالية

بالرغم من تعدد تعاريف الأسواق المالية ، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

1 – تعريف السوق المالي

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، و السوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بعض النظر إلى المكان المادي للسوق، و هذا يعني ان السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (و لو ان المكان يزيد من كفاءة و فعالية السوق)،بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع مع المشتري.

p لقد أدى طابع التخصص في الاسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من الأفراد و الشركات للمتاجرة و تقديم خدما الوساطة في السوق ،و السوق المالي بالرغم من انه حديث العهد قياسا بسوق السلع المادية ،إلا ان مفهومه لا يخرج عن مفهوم الاسواق الأخرى سواء من حيث تنظيمها ،الإمكانات المتاحة و التسهيلات للمتعاملين به.

لذا **يعرف** السوق المالي بأنه " هو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة ".[1]

وينطبق **مفهوم** السوق على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع الالتقاء تيار الطلب ممثلا بوحدات العجز المالي و تيار العرض ممثلا بوحدات الفائض المالي و يهدف الالتقاء الوصول إلى تحديد سعر توازني لأموال يحقق تعامل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعرضة منها.[2]

[1] أرشد فؤاد التميمي وأسامة سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن،ط1، 2004،ص 110.

[2] محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مؤسسات–أوراق–بورصات ،دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن،ط1، 2005 ، ص 35.

وعرّف السوق المالي على أنه ذلك الإطار الذم يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذم يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".[1]

بناءا على التعاريف السابقة يمكن **صياغة التعريف التالي**: "السوق المالي هو الآلية أو الإطار التنظيمي الذي يتم من خلاله تبادل أصول مالية، بيعا وشراءاً، بين طرفين، أحدهما مستثمر لديه عجز في موارده المالية، وآخر مدخر لديه فائض مالي، وذلك يكون إما بطريقة مباشرة بين الطرفين أو بطريقة غير مباشرة، بتدخل طرف ثالث وسيط بين الطرفين، تتحد فيها الأسعار بالتقاء قوى العرض والطلب".

2- مكونات السوق المالي

إن العمل داخل السوق المالي يتم من خلال مرحلتين ، سوق فيه يقوم مصدرو الأوراق المالية بعرض أصولهم على المدخرين للاكتتاب فيها ، يسمى هذا السوق بالسوق الأولي بينما يقوم حاملو تلك الأصول المالية -كمرحلة ثانية —ببيعها في سوق آخر يسمى السوق الثانوي .

2-1- السوق الأولية (سوق الإصدار)

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها:

يقصد بالسوق الأولية او ما تعرف بسوق الإصدار،هي السوق التي تدخل فيها منشاة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها بمعنى آخر ان بائع الورقة المالية هو المنشاة المصدرة لها فإذا أصدرت منشاة مصرفية جديدة أسهما للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق و لهذا تنشا علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و المكتب الأول فيها أي بين البائع (المصدر) و المشتري لها (المستثمر).[2]

هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق

[1] طاهر حيدر حردان ، مبادئ الإستثمار ، المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن،بدون طبعة 1997،ص 29.

[2] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن،ط1، 2001، ص114

المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة في المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال.[1]

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي[2]:

- أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى ببنك الاستثمار أو المتعهد عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت إصدارها.
- أن تقوم جهة الإصدار بنفسها أن تقوم بالإتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع الأسهم والسندات المصدرة.
- أسلوب المزاد والذي بمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.

وتعد السوق الأولية هي الأولى التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعا لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشترية للأوراق المالية.

2-2- الأسواق الثانوية (سوق التداول)

وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:[3]

2-2-1الأسواق منظمة

[1] عبد الغفار حنفي ،رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 275.

[2] عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، بدون طبعة ، 2005 ،ص :6

[3] سعيدي فاطمة الزهراء ، الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية ، رسالة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، تخصص : نقود و مالية ، دفعة 2013 ، ص5

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

2-2-2 الأسواق غير المنظمة:

وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة،وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين،ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية،كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:[1]

2-2-2-1 السوق الثالث:

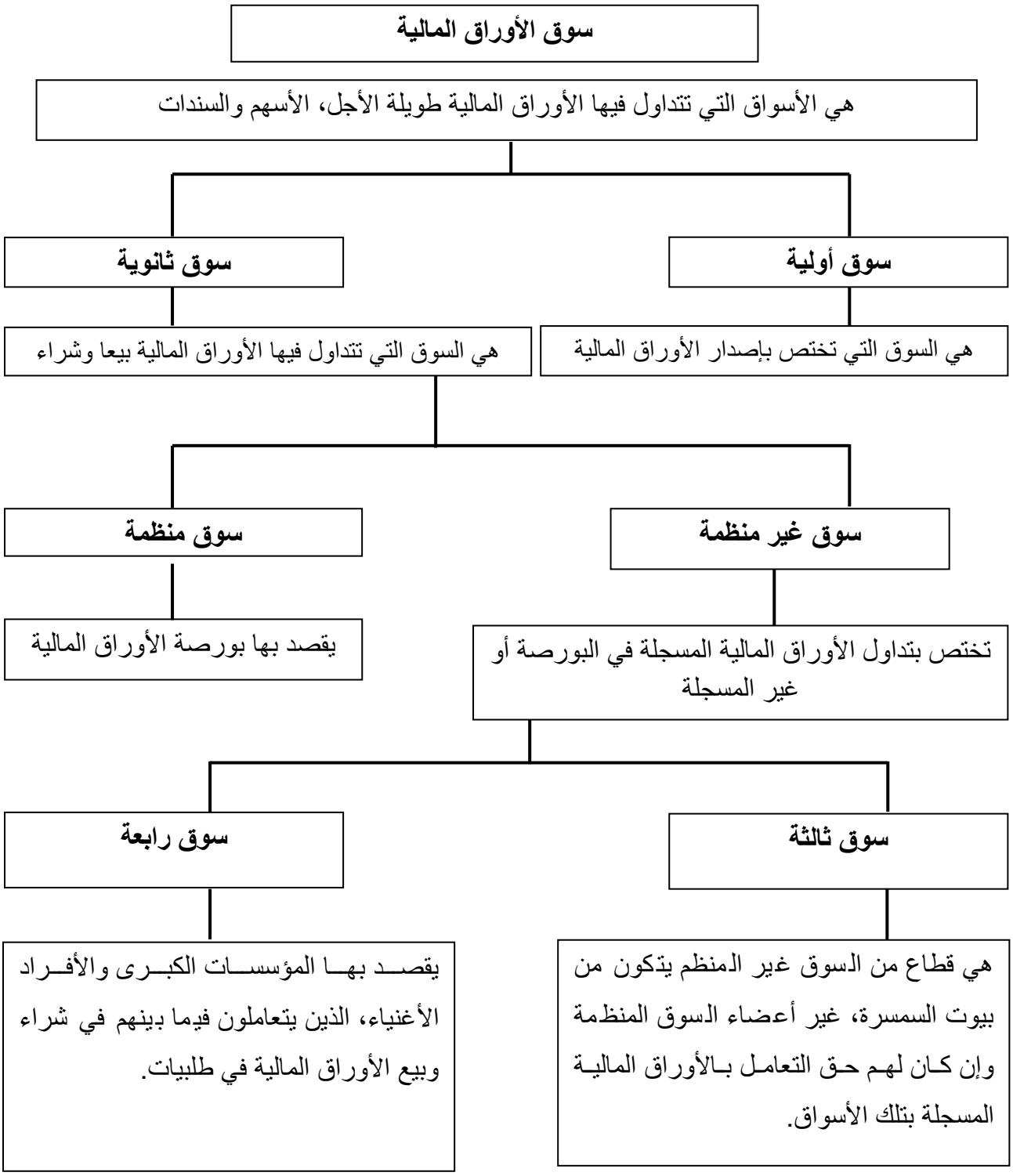
وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها،و كذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

2-2-2-2 السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة،وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

[1] سعيدي فاطمة الزهراء.مرجع سابق، ص:5

شكل رقم(1-1): هيكل سوق الأوراق المالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص:25-26.

المطلب الثاني : خصائص و وظائف الأسواق المالية

يتضمن هذا المطلب العنصرين التاليين:

- خصائص الأسواق المالية
- وظائف الأسواق المالية

1- خصائص الأسواق المالية[1]

تتميز السوق المالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

1-1-كفاءة التشغيل

لنجاح السوق المالية لا بد من تميزه بكفاءة التشغيل و المتمثلة في قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد من يحتاجون إليها بأقل قدر ممكن من التكاليف التي تنشأ من المعاملات.

وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات حيث هذه الأخيرة ترجع إلى مصدرين أساسين هما تكلفة الوساطة المالية في عملية البيع و الشراء للأوراق المالية، و تكلفة الورقة المالية.

وهذه التكلفة قد تكون عائقا أمام بعض المستثمرين لذلك فإن نجاح السوق يتوقف على درجة كبيرة على قدرته على تقليل هذه التكلفة إلى أدنى حد لها.

1-2-كفاءة تخصيص الموارد

تتمثل أهمية الأساسية لسوق الأوراق المالية في تحويل فائض الأموال و الموارد التي تتسم بالبذرة ممن لديهم فائض إلى الأنشطة الاقتصادية و الفرص الاستثمارية التي تحتاج لهذه الموارد و هذه المهمة ليست سهلة كما قد نتصور البعض لأن أحد شروطها الأساسية أن تتم بكفاءة أو ما يسمى" بكفاءة التخصيص"

1-3-توفر عنصر السيولة

من المعروف أن بعض الأوراق المالية كالأسهم ليس لها تاريخ الاستحقاق كما أنه لا يمكن لحملة الأسهم إعادتها إلى الشركة المصدرة كذلك السندات برغم أن لها أجال استحقاق إلا أن هذه الآجال قد تطول لتصل إلى ثلاثين سنة ، مع ذلك أن المستثمر في هذه الأوراق المالية لن يستطيع تحويلها إلى نقدية وقت الحاجة و السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه المالية و تحويلها إلى نقدية .

1-4توفر المعلومات و الإستجابة القورية لأي أحداث جديدة

[1] منير هندي إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، الإسكندرية ، بدونن، طبعة 1997 ص:556

هي خاصية مزدوجة لتوفير المعلومات ثم الاستجابة السريعة لأي أحداث أو معلومات جديدة.فالسوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة فيه خاصة الأسعار أو الأحجام و حركة التعامل في الأوراق المالية ، فالمستثمر (بائع أو مشتري) يدخل السوق من أجل إتمام هذه الصفقة في أقل وقت ، و لا يجب أن تكتفي السوق بتوفير معلومات تاريخية بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات وأحداث (و هي ما تؤثر في أسعار الأسهم و هذه الخاصية يطلق عليها كفاءة السوق.[1]

2- وظائف الأسواق المالية

يؤدي سوق المال من خلال منشآته وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز ويتم حسب الطريقتين الآتيتين[2]:

الطريقة الأولى:

وهي التمويل المباشر حيث تلتقي وحدات العجز مع وحدات الفائض مباشرة في سوق المال، كما يلتقي مستهلك السلعة مع بائعها في سوق السلعة حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوق مالية على نفسها .و أهم هذه الأصول المالية المباشرة هي الأسهم و السندات.

الطريقة الثانية:

هي التمويل غير مباشر حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال و هي أساسا البنوك و شركات التأمين و مؤسسات الادخار و الإقراض و صناديق المعاشات ، و مقابل التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون على أنفسهم و تسمى أصولا غير مباشرة مثل شهادات الادخار و شهادات الاستثمار ثم يقوم الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي بدورها تصدر أصول مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية.

عموما يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية في الوظائف التالية[3] :

- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية .وذلك لإمكان إسترداد المستثمر لمدخراته
- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية
- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار

[1] منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، ط1 1999 ، ص ص411 -412

[2] أحمد أبو الفتوح علي الناقة: نظرية النقود والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية . مكتبة ومطبعة الإسعاع الفنية، الإسكندرية، مصر ، بدون طبعة 2001 ، ص11

[3] رسمية قرياقص – أسواق المال – دار الجامعة الإسكندرية، ط1 مصر 1999 –ص ص 43-46

- تشجيع الادخار و تجميع الأموال
- توفير فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر .

المطلب الثالث : الأطراف المتدخلة في السوق المالي

هناك ثلاث أطراف متدخلة في السوق المالي

1- هيئات تنظيم ومراقبة البورصة

تعتبر بورصة القيم المنقولة الوجه الحضاري لأي اقتصاد ما ، وهي تجسد مفهوم السوق الحرة التي تتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب. وللحفاظ على هذه المكانة المتميزة وجب الحرص على حماية السوق لطمأنة المتعاملين فيها ، وذلك بسن قوانين وإجراءات صارمة وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك النصوص والإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة في البورصة، ووضع قواعد التفتيش والرقابة.

توكل تلك الوظائف لهيئات تنظيم ومراقبة العمليات في السوق المالية المنظمة ، والتي أصبح وجود هذه الأخيرة مرهون بوجود هذه الهيئات التي تقوم بوضع شروط الانضمام إليها ودراسة طلبات التسجيل والتقييد فيها ومتابعة العمليات اليومية..

تختلف هذه الهيئات من دولة إلى أخرى ، فنجد مثلا[1] :

1. **في الولايات المتحدة الأمريكية:** لجنة بورصة الأوراق المالية The securities exchange commission.
2. **في بريطانيا:** مجلس الاستثمار والأوراق المالية The securities and investment board.
3. **في فرنسا** : لجنة عمليات البورصة Commission des opérations de bourse.
4. **وفي الجزائر** : لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة.

2- المتعاملون بالبورصة

يدور مجمل نشاط السوق المالية حول عرض وبيع الأوراق المالية ، لذا فإن المتعاملين فيها هم إما طالبون أو عارضون لتلك الأوراق. ومن بين المتعاملين:

[1] براق محمد، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية مع حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، معهد العلوم الاقتصادية ، 1999، ص ص:132-133

1. **الأفراد** Les particulières : ويمثلون السواد الأعظم من المتعاملين في السوق المالية، فهم المدخرون التقليديون. وبالرغم من أنهم يشكلون نسبة كبيرة إلا تشتت مساهماتهم تجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة ، ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة – خصوصا الولايات المتحدة الأمريكية – بدأت بوضع لآليات وإجراءات لحماية هؤلاء الأفراد " الأغلبية الأقلية " ، وهو ما روج –كما أسلفنا سابقا – إلى التفكير في مسألة التحكم في المؤسسة ، التي تهدف إلى حل تضارب المصالح ، وجعل المسيرين يعملون لصالح هؤلاء الملاك الصغار.

2. **المستثمرون التأسيسيون** Les investisseurs institutionnels : وهم عبارة عن هيئات عمومية أو خاصة تسهر على عملية جمع الادخارات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل أوراق مالية ، فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنويعا واسعا[1].

ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نذكر ما يلي[2]:

- **صناديق الضمان الاجتماعي** : وتقوم هذه الصناديق بجمع الأموال المحصل عليها من مؤمني الخدمات الاجتماعية وتوجيهها لشراء أسهم وسندات.
- **صناديق التقاعد** : وهي توظف جزء هام من اقتطاعات المداخيل في بورصة القيم المنقولة قصد تحقيق عوائد و هذا لوجود فارق زمني طويل بين مدة الاقتطاع ومدة التسديد.
- **صناديق البطالة** : ووظيفتها توفير علاوات للبطالين الذين كانوا قد انخرطوا فيها بشكل منظم قبل أن يجدوا أنفسهم بدون عمل ، وتستطيع هذه الصناديق توجيه سيولتها للتوظيف على شكل أوراق مالية.
- **شركات التأمين** : وهي مؤسسات مالية تقوم بالتأمين ضد الأخطار وعلى الحياة ، وتعتبر من بين أهم المستثمرين التأسيسيين.
- **صناديق الودائع والضمانات** : وتقوم بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة ، وتتمتع بسيولة هامة لا تجد لها سوى البورصة مكانا مناسبا للتوظيف.

[1] حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية ، أسواق المال: بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية ، شركات التامين وشركات الاستثمار ، الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2000 ، ص385

[2] براق محمد ، مرجع سابق ، ص ص: 134 – 138.

- **هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية** (**OPCVM**[*]) : وتتكون أساسا من تنظيمات مهمتها تسيير محافظ للأوراق المالية لحساب عملاء من صغار المستثمرين ، وتتكون هذه الهيئات من :

- شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير (Les sociétés d'investissement à capital variable (SICAV: وهي شركات يتكون رأسمالها من مجموعة مساهمات لأشخاص ،
- وهذه المساهمات قابلة للزيادة والنقصان عن طريق التعديل في محفظة الأوراق المالية لها بانضمام مساهمين أو بيع الأوراق المالية.
- شركات الاستثمار ذات الرأسمال الثابت (Les sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF: ولا يمارس فيها المساهمون حق الحيازة والتصرف المباشر في قيمة الأوراق المالية إلا باللجوء إلى السوق المالية وبيع حصتهم فيها.
- الصناديق الجماعية للتوظيف (Les fonds communs de placement (FCP : ويتم فيها تجميع ادخارات العائلات غير المختصة نحو البورصة ، وتسير من طرف هيئات مالية مختصة.
- نوادي الاستثمار (Les clubs d'investissement (CI : وتكون فيها المحفظة المالية ملك لمجموعة من الأشخاص من خلال تقديم أعضائها لدفعات شهرية.

3. **مستثمرون آخرون** : إضافة إلى المتعاملين السابق ذكرهم يمكن أن نضيف ثلاثة أنواع بإمكانهم التدخل في السوق المالية وهم[1]:

هيئات وتنظيمات ذات أهداف غير ربحية : وغالبا ما تكون تنشط في إطار ثقافي أو علمي أو اجتماعي أو رياضي ، وبإمكانها توظيف سيولتها المتاحة عندها في السوق المالية للحصول على عوائد إضافية.

المؤسسات : ويكون تدخلها في السوق المالية لتحقيق ثلاثة أهداف:

- استغلال الفرص الممنوحة من قبل السوق المالية بالاستثمار أو التخلص من الاستثمار في إطار تكوين أو تدعيم أو إعادة ترتيب هيكلها ؛
- توظيف السيولة المتاحة لديها من أجل تحسين خزينتها ؛
- القيام بسياسة تخص تسوية أو تدعيم أسعار أوراقها المالية .

[*] OPCVM : Les organisations de placement collectif des valeurs mobilières.

[1] بن ثابت علال ، الاسواق المالية في ظل العولمة،بين الازمات و مظاهر التجديد ، مذكرة ماجستير ، المدرسة العليا للتجارة ،الجزائر ،2003-2004 ص14

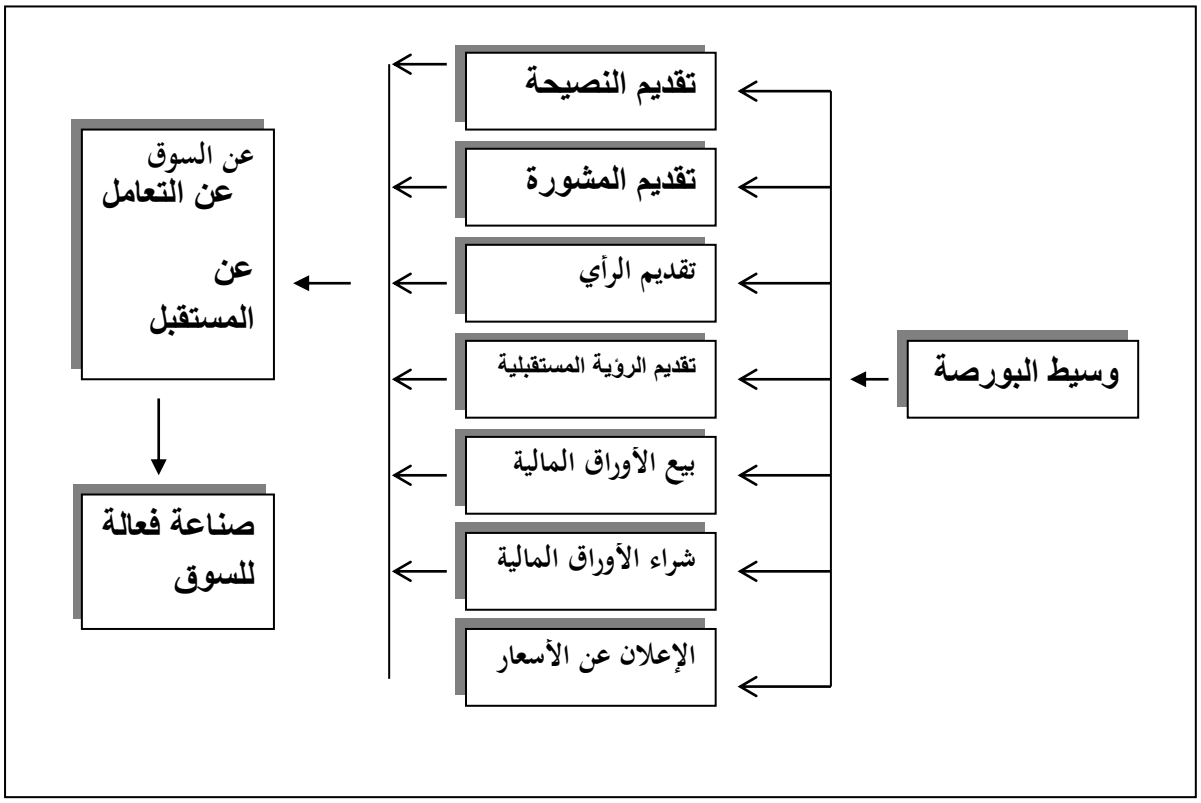
البنوك : وتعتبر من أهم المتعاملين في السوق المالية ، حيث نجدها إما تعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية ، أو تقوم بتسيير محافظ مالية لصالح عملائها مقابل الحصول على عمولة.

3- الوسطاء الماليون

أن التعامل في السوق المالية – بحكم القوانين التي تسودها والإجراءات التي تنظمها – لا يتم إلا من خلال أعوان متخصصين في الوساطة المالية ، والذين يسهرون على خدمة المتعاملين في البورصة مقابل الحصول على عمولات ، سواء بتنفيذ أوامر عملائهم ببيع أو شراء أوراق مالية ، أو بتسيير المحافظ المالية لعدد من المتعاملين أو تقديم النصائح والإرشادات اللازمة التي تهم المستثمرين وتمكنهم من التعامل في السوق المالية دون حرج ولا صعوبة [1] .

والشكل التالي يوضح مهما الوسيط أو السمسار المالي :

شكل رقم (1-2): مجموعة الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي



المصدر: الخضيري محسن أحمد ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ، (القاهرة :إيتراك للنشر والتوزيع، 1996)،ص:56.

[1] براق محمد ، مرجع سابق، ص ص: 139 – 141 .

ويتم الاستنجاد بالوسطاء الماليين للحد من تكاليف المعلومات التي تهم المستثمر وتكاليف الصفقات كذلك ، من خلال جمع عدد كبير من المعاملات تنفذ من قبل الوسيط تقلل بذلك من تكاليفها ما إذا كانت منفردة. كما أن هناك من معاملات ما تحتاج إلى خبرة وتخصص لا تتوفر إلا عند الوسيط.

المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تمثل الأوراق المالية أدوات تمويل الاقتصاد الوطني لأي دولة و عصب الحياة في أسواق رأس المال الحاضرة و هي في طبيعتها محررات كتابية قد تكون حق ملكية او حق مديونية،إضافة إلى المشتقات المالية التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة و سوف نتعرض فيما يلي لمختلف هذه الأدوات:

المطلب الأول : الأدوات الملكية (السهم)

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم "Stocks" و التي تعرف كما يلي:

1-تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

– التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية[1].

– التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري"[2].

– التعريف الثالث: "الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون"[3]

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص إقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة 2006/2005.ص:18

[2] شمعون شمعون البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر،ط1، 1999، ص:21

[3] هوشيار معروف ، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن بدون طبعة، 2003، ص: 92.

2- قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

2-1 القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.[1]

2-2 القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير الموزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة [2].

وكقاعدة عامة،فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية:[3]

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.

- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء لمستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

[1] محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية' الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 191.

[2] نفس المرجع السابق، ص: 192

[3] رسمية قرياقص، مرجع سابق،ص: 19

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

2-3 القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية،الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية،السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.[1]

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة. [2]

2-4 القيمة التصفوية هي نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات المنشأة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحملة الاسهم الممتازة

3- أنواع الأسهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم :

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به؛
- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم؛

[1] هو شيار معروف، مرجع سابق،ص: 92

[2] F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, dunod, Paris, 1993, volume 2, p :18

– تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

وسيتم التفصيل فيها فيما يلي:

3 –1 تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

3–1–1 أسهم اسمية[1] وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:

– الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها ،ونوع الشركة وعنوانها ،رأسمالها، ومركزها.

– بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.

– عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

3–1–2 أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

3–1–3 أسهم لأمر:[2] للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

3–2– تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

3–2–1 أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

[1] شعون شعون،مرجع سابق، ص: 22

[2] شعون شعون، مرجع سابق،ص:23

3-2-2 أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

3-2-3 أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

3-3 تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

3-3-1 الأسهم العادية : وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية،ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد،حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.[1]

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

- في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

- أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأي أداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشترين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

- وهناك أنواع جديدة من الأسهم العادية ،ظهرت في السنوات الأخيرة :[2]

3-3-1-1 الأسهم العادية للأقسام الانتاجية :

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها توزيعات بالأرباح التي تحققها لشركة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الانتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح

[1] هوشيار معروف ، مرجع سابق،ص ص: 92- 94.

[2] سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص:10

التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم الا انه خلف نوعا من تارب المصالح بين المستثمرين.

3-3-1-2 الأسهم العادية ذت التوزيعات المخصومة

التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية الى العاملين فيظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الايرادات قبل احتساب الضريبة ، كما نص على اعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الفوائد التي تحصل عليها .

3-3-1-3 الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على الشركة التي أصدرته في حالة انخفاض قيمته السوقية ، الا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض اذا انخفضت القيمة السوقية للسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الاصدار .

3-3-2 الأسهم الممتازة

وهي أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات حيث أنها تشبه السندات في حصولها على عائد محدد يسمى التوزيعات ، وتشبه العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق أرباح ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز ،حيث يحصل عليها في السنوات القادمة نظرا لأن الشركة المساهمة لا تستطيع توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية الإ بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة .

هناك عدة انواع من السهم الممتازة وهي :[1]

3-3-2-1الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح

وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحامليها الحق في الحصول على نصيبهم من الأرباح عن سنوات سابقة حققت الشركة ارباحا ، لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب ، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة السهم العادية، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق اذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع للأرباح.

[1] سعيدي فاطمة الزهراء،مرجع سابق، ص:11

3-3-2-2 الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز الى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من السهم ، اذ تتيح أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي ، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم الى أسهم عادية اذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي ، مما يحقق مكاسب رأسمالية .[1]

3-3-2-3 الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء

يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للإستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة الى قابلية للإستدعاء وغير قابلة للإستدعاء ، تعطي الشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد ، وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار ، مما يوفر للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها نقص من الأموال ، يمكنها من تصنيف قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة من مخاطر الرفع المالي .

وغالبا ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل الى أسهم ، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم ، في حين يعتبر شرط القابلية للإستدعاء في صالح الشركة.

إضافة الى أن هناك إتجاهات جديدة من الأسهم الممتازة وهي أسهم ذات التوزيعات المتغيرة و الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

3-3-2-4 أسهم ذات التوزيعات المتغيرة

للأسهم الممتازة توزيعات ثابتة ، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم وظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع السندات الحكومية هي سندات الخزينة ، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات ، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم ، عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الإسمية للسهم .

3-3-2-5 الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

[1] سعيدي فاطمة الزهراء،مرجع سابق، ص:12

هذه الأسهم يمتلك حاملها حق التصويت في الجمعية كمبادرة من الشركة لتوجيه المستثمرين الى شراء هذا النوع من الأسهم.

4-خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص :[1]

4-1-التساوي في القيمة

من الخصائص التي تختص بها الأسهم أنها متساوية القيمة، و هذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق و الالتزامات.

و الحكمة من تساوي قيمة الأسهم: تقدير الأغلبية في الجمعية، العمومية بسهولة و يسر من غير عناء و تسهيل عملية توزيع الأرباح و تنظيم سعر الأسهم داخل البورصة.

4-2- قابلية الأسهم للتداول

تعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة، إذ تعتبر خاصية التداول من أهم خصائص أسهم شركات المساهمة.

4-3- عدم قابلية السهم للتجزئة

بمعنى إذا مات احد الشركاء فلا يجوز ان يقسم سهمه على ورثته و إنما يختار الورثة من بينهم ممن يمثلهم في الجمعية العمومية حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.

4-4-تحديد المسؤولية

و هذا يعني ان مسؤولية الشركاء في مواجهة الشركة تكون بحسب قيمة أسهمهم فيها، و لا يسأل عما يجاوز ذلك ، فإذا أفلست الشركة و صارت عاجزة عن سداد ديونها فلا يلزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

المطلب الثاني : أدوات الدين (السندات)

تتمثل أدوات الدين في السندات والتي تعتبر أحد أهم أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق لمالية و التي تعرف كما يلي:

1-تعريف السند

بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف:

[1] احمد محمد لطفي احمد- معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الاحكام الشرعية-دار الفكر الجامعي، ط1،الاسكندرية، 2006،ص47-49.

التعريف الأول : تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض" المصدر" بدفع مبلغ معين من المال" القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.[1]

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

التعريف الثالث : السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد.[2]

2- أنواع السندات

بالاعتماد على مجموعة من المعايير يمكن تقسييم السندات الى الكثير من الأنواع :[3]

2-1 حسب نوع وطريقة الضمان : ونميز بين :

- السندات المرهونة بأصول معينة والتي هي تقدم الشركة المصدرة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات ، فاذا فشلت الشركة في مقابلة التزماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة السندات بيع هذه الأصول في المزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه مع ارجاع الفائض عن قيمة القرض للشركة.
- السندات غير المضمونة بأصول معينة وتسمى أيضا السندات البسيطة "وليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرة ، بل هناك ضمان يقف خلفها وهو المركز الائتماني والقوة الايرادية للجهة المصدرة ".

2-2 حسب طريقة السداد : وتقسم الى :

- سندات تسدد عند ميعاد استحقاقها .
- سندات تسدد قبل حلول موعد استحقاقها : فقد يحدث أن تقوم شركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة قبل حلول ميعاد استحقاقها بأن تقوم الشركة بشراء سنداتها من السوق ثم الغائها بعد ذلك ، أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الاستدعاء ، لكن هذه الأخيرة تلتزم وجود شرط في عقد الاصدار.

---

[1] B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p : 18

[2] عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط1بي، 2001، ص ص:160- 161

[3] سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص:13

2-3 حسب أجال الاستحقاق :فتكون هذه الآجال إما : قصيرة ، متوسطة أو طويلة

- سندات قصيرة الأجل : وهي التي تقل عن 5 سنوات .
- سندات متوسطة الأجل :تتراوح مدتها من 5 الى 10 سنوات.
- سندات طويلة الأجل :من 10 الى 25 سنة.
- وهناك السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ إستحقاق محددة والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا النوع هو بيعها .

2-4 حسب جهة الإصدار: فتكون هذه السندات إما:[1]

- خاصة أي صادرة عن شركات خاصة .
- حكومية أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الكبرى.
- دولية اي صادرة عن مؤسسات ومنظمات دولية .

2-5 حسب العملة التي تحرر بها السندات : يمكن أن نفرق بين :

- سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة .
- سندات محررة بعملات أجنبية ، وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات ، وكان ذلك في بداية عام 1963 ، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفروعها في الدول الأوروبية بإصدار مثل هذه السندات ، ولكن معظمها من النوع المقابل.

2-6 حسب القيمة التي تصدر بها السندات : فهناك

- السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الإسمية وهي تلك الصادرة بالقيمة المبنية عليها ، القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل عند الاكتتاب ليستردها عند حلول الأجل المحدد للسداد.
- السندات ذات مكافأة الوفاء التي تصدر بأقل قيمة من القيمةالإسمية المبنية فيها ، وعند الاكتتاب لا يلتزم المكتتب إل بدفع القيمة الأولى من وعند حلول أجال الاستحقاق يسترد القيمة الإسمية المذكورة فيه.
- السندات ذات النصيب وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الإسمية المبنية فيها ، وتعطي فائدة سنوية ثابتة ، تضاف الى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريق القرعة ".

[1] سعيدي فاطمة الزهراء،مرجع سابق، ص:14

2-7 حسب معدل الفائدة

- سندات ذات معدل فائدة ثابت .
- سندات ذات معدل فائدة متغير.

❖ هذا وقد استحدثت أنواع اخرى من السندات لها سمات تختلف عن التقليدية .

- سندات لا تحمل معدل كوبون: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق وإذا أراد المستثمر التخلص من هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها فإنه يمكن له بيعها بالسعر السائد في السوق .
- سندات ذات معدل فائدة متحرك : حيث يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق ، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم .
- سندات ذات الدخل : حملة هذا النوع لايحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي تحقق فيها أرباحا ، الا أن العقد ينص على أن تسدد فوائد السنة التي لم تحقق فيها أرباحا من السنة اللاحقة .

3- خصائص السندات: للسندات خصائص نذكر منها[1]

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي:[2]

[1] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 291.
[2] هوشيار معروف،مرجع سابق ، ص: 110.

– تواجه السندات مخاطر ائتمائية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

– كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.

– إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

– إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكورة.

4- الفرق بين الأسهم والسندات:

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (1-1) :مقارنة بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1- جزء من رأس المال الشركة.	1- دين على الشركة.
2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.	2- حامل السند دائن بقيمة السند.
3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8-عائد الأسهم يعتبر توزيعا للأرباح بخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10-يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

المصدر: ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص ص: 44-45.

المطلب الثالث : المشتقات المالية

بالإضافة إلى الأدوات الملكية وأدوات الدين، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره يتم التطرق إليه في هذا المطلب :

1- تعريف المشتقات المالية

هناك عدة تعاريف للمشتقات المالية نذكر منها:

التعريف الأول: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة[1].

التعريف الثاني: المشتقات المالية هي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول حقيقية أو مالية أخري (أسهم وسندات وعقارات وعملات أجنبية والذهب والسلع..) وتكون لتلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى سعر وشروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع والمشتري.

التعريف الثالث: يمكن تعريفها بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة ، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية 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 او المؤشرات الأساسية المرتبطة بها[2].

2-أنواع المشتقات

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

2-1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

[1] أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية،مصر، 2003، ص: 211.

[2] Shelagh heffer nan ،Modern banking in theory and practice ، new york،1998،p p 172-173.

2-1-1- تعريف عقود الاختيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

- **التعريف الأول : هو** عقد بين المشتري والبائع يعطي للمشتري حقا ان يبيع ا وان يشتري اصلا معينا بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية محدد سلفا و يلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه اذا ما طلب اليه ذلك و ذلك بشراء او بيع الاصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه ، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد او نسخهدون أي التزام من جانب اتجاه الطرف الاخر[1] .

- **التعريف الثاني** :عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما[2]

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.[3]

2-1-2 أنواع عقود الاختيار قبل المرور إلى أنواع عقود الخيار يجب توضيح بعض العناصر هي:[4]

مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الخيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الخيار.

- محرر الخيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الخيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الخيار.

- سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

- سعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

- تاريخ التنفيذ: إبرام العقد.

-تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري الخيار بتنفيذه.

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، ط1، دار النشر، مصر، سنة2004،ص:153

[2] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 605.

[3] زياد رمضان الاستثمار المالي والحقيقي دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص: 91.

[4] محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص: 332-333

– المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الخيار:هناك نوعان من الخيارات[1]

2-1-2-1 خيار النداء (خيار الشراء): يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

2-1-2-2 خيار الطرح(خيار البيع): ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة ان يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

ونشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو بيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محدد، وفقا لرأس مال الشركة المصدرة، فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه.

وتسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية:

- الطريقة الأولى: بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
- الطريقة الثانية: ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.

[1] حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية للتنمية الإدارية ص ص: 55 56

- الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.

2-2- العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعاريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

2-2-1 تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

- التعريف الأول : "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه "[1]

- التعريف الثاني :ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها 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 بطبيعة الحال.[2]

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:[3]

- وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو يتضمن مثلا العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل (*)،في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على الأذونات الخزانة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزانة.

- شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

- حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل

[1] محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، 2001، ص: 413.

[2] أحمد صالح عطية، مرجع سابق ، 2003، ص: 234.

[3] منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 1999، مرجع سابق،ص: 684.

(*) البوشل هو مقياس من مقاييس السعة والبوشل الأمريكي المعياري يساوي 215.42 بوصة مكعبة أي مايتراوح عموما بين 21.8و27.2كلغ

إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

– نظام الهوامش: نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزانة أو سندات حكومية...الخ.

– التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

2–2–2 أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

– عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.[1]

– **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق**. هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، 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.[2]

– عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.[3]

2–3 العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول(مثال العملات، أسعار الفائدة، السلع(في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشترى الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد (ويسمى هذا بسعر التنفيذ).

[1] زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 100.

[2] عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية لنشر، مصر 1996، ص: 40

[3] أحمد صالح عطية، مرجع سابق ،2003 ص: 235.

وتستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك (أرصدة لحظية منها) كما تقوم البنوك–لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف) باستخدام العمليات الآجلة عن طريق تغطية مراكز نقدية مفتوحة تتطلبها أغراض العميل والتي تهدد المحتفظين بمراكز نقدية غير مغطاة بخسائر فادحة، إلى جانب ما تجنه البنوك من أرباح (غير متوقعة) نتيجة استخدام إستراتيجية العمليات الآجلة، وأيضا الاستفادة من ظاهرة تقلبات أسعار الفائدة التي تحدث في الأسواق المختلفة لتحقيق الأرباح

فضلا عن ذلك فإنه يمكن (من الناحية التجارية) عن طريق العمليات الآجلة – التحديد المسبق لتكلفة السلعة المستوردة والمصدرة عن طريق الشراء أو البيع الآجل للمبالغ المتوقع سدادها خلال فترة مستقبلية (آجلة) وذلك مقابل اعتمادات الاستيراد المفتوحة أو المبالغ المزمع تحصيلها مقابل اعتمادات التصدير المفتوحة.

ويمكن إعطاء تعريف مختصر لعقد الآجل"بأنه عقد بين طرفين أساسيين، إما لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل، وتستعمل البنوك والمستثمرين هذه العقود الآجلة لتجنب التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية وتدفقات والالتزامات(المطلوبة) المستقبلية "[1]

2-4 المبادلات: [2]

2-4-1 تعريف عقد المبادلات :تعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (او أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو اصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها:

1. الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة؛
2. تخفيض تكلفة التمويل؛
3. الدخول إلى أسواق جديدة
4. استحداث أدوات مركبة.

2-4-2 أنواع المبادلات

هناك خمسة أنواع من المبادلات

[1] بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية: التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير، العدد السادس، 1999، ص ص 29،31

[2] مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، سنة 1994، ص 16.

– مبادلات الفائدة[1]

عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملة معينة، دون ان يقترن دلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.

– مبادلة العملات

عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:

- الأولي: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني (الفوري) بسعر الصرف الآني (الحالي أو الفوري) بين العمليتين ؛
- **الثانية:** عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين.

وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العملتين محل التعاقد.

– المبادلة الخيارية

عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين.

– مبادلة الأسهم[2]

عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.

– مبادلة السلع[3]

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، وبيعها لهفي نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.

[1] البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المجلة الاقتصادية، العدد الرابع، سنة 1995، ص 102

[2] مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، مرجع سبق ذكره ص16

[3] بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية، مرجع سابق ، ص 39

المبحث الثالث : الواقع الأسواق المالية العربية

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب الاستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية التسعينات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين قد شهدا انتشار واسع للأسواق المذكورة في معظم الدول العربية بل وكذلك في المدن الرئيسية في هذه الدول .

المطلب الأول : نشأة الأسواق المالية العربية و عوامل قيامها

مرت الأسواق المالية العربية من حيث نشأتها بحقب زمنية مختلفة بداية عقد الثمانيات من القرن التاسع عشر إلى بداية القرن الواحد والعشرين ، وفي هذا الصدد سنحاول استعراض أهم المحطات التي مرت بها هذه الأسواق بداية من نشأتها.

1- نشأة الأسواق المالية العربية

تختلف الأسواق المالية العربية من دولة إلى أخرى ويمكن تقسيم الخلفية التاريخية للأسواق العربية لرأس المال إلى مراحل وهي[1]:

1-1 المرحلة الأولى1860 – 1983

كانت مصر أول دولة عربية أسست فيها سوق لرأس المال ، حيث تم انشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883 م وبورصة القاهرة في سنة 1898 م، بحيث كانتا تفتقر إلى قواعد المنظمة لتعاملات وبالتالي ركزت جهودها في البداية على تكوين السماسرة و تأسيس لجان خاصة بتنظيم عمليات التداول في السوق المصري لرأس المال خاصة مع زيادة في النشاط الاقتصادي وانتشار الأعمال، ليكون السوق مؤهلا لاحتضان ومزاولة النشاط الاستثماري ، حيث تم إصدار أول لائحة لسوق المالي المصري في سبتمبر1910 م، لتتم مزاولة النشاط الاستثماري بشكل فعلي ونهائي من مقرها الحالي سنة 1929 م.

وباعتبار أن مصر كانت لها الأسبقية في تأسيس أول سوق لرأس المال شكل ذلك منعرجا هاما في الأوضاع الاستثمارية في المنطقة ،خاصة بعد احتلت السوق المصرية لرأس المال مكانة كبيرة وصنفت من أقوى الأسواق المالية التي تتميز بحجم تداول كبير جدا ،وأصبحت تحتل المرتبة الأولى في إفريقيا والخامسة على المستوى العالمي من حيث النشاط وعدد الشركات المدرجة فيها و حجم رؤوس الأموال المستثمرة ، إلا أن ذلك لم يدم طويلا فبمجرد صدور القوانين الاشتراكية سنة 1961 م تقلص دور السوق المصرية لرأس المال لأكثر من 30 سنة.

[1] سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في العلوم التجارية ،جامعة بسكرة 2015/2014 ، ص ص 71- 72.

وبعد السوق المصرية لرأس المال تأتي لبنان كثاني سوق رأس مال عربي التي أسست في 1920 م في بيروت، ولم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات سوى بلدان لديهما سوق مالية منظمة الأوراق المالية وهما مصر ولبنان.

1-2 المرحلة الثانية 1960-1990 [1]

وقبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب و تونس على إقامة بورصة للأوراق المالية تطويرا لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما و ذلك في سنة 1967 و 1969 على التوالي.

وشهد النصف الثاني من السبعينات افتتاح بورصتي الأوراق المالية في كل من الكويت والأردن سنة1977 ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالي سنة 1978 ، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988 وفي عام 1989 قامت كل من سلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية عام ،

1-3 المرحلة الثالثة 1990 -2000

وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993 ،ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995الذي شهد أيضا افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاما بسبب الحرب الأهلية في لبنان ،وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية كما أن السعودية تطور سوقها للأوراق المالية في الوقت الحاضر وفقا لأسس قانونية حديثة، وفي سنة 1999 م أسست كل من بورصة الجزائر وقطر ، وفي عام 2000م أسست كل من بورصتي دبي وقطر في دولة الإمارات العربية.

2- عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية:

- فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينيات والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتماشي سياسة الاتفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى

[1] سميحة بن محياوي مرجع سابق، ص:72

تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وذلك من خلال توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها[1].

- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.
- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام والذي صاحبه ارتفاع أهمية القطاع الخارجي(التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبإنشاء الشركات المساهمة[2].
- التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل مثلا.[3]

المطلب الثاني : خصائص الأسواق المالية العربية

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق الأوراق المالية العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، فقد واجهت هذه الأسواق مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدت من كفاءة أدائها، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في العوامل التالية:

[1] خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية ، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ،ج 2: ،ص 263.

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق ، ص 299.

[3] خليل الهندي و انطوان الناشف ، مرجع سابق،ص:267.

1- ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية

تعاني الأسواق المالية العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:

أ- سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من أسواق المال العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من الاصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية[1].

ب- طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة:لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية[2].

ج-ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائما على الاتصال الشخصي المباشر، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب.

د- محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق: وتؤدي محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، وغالبا ما تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة.

2 - قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية

تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي يعزى إليها هذا الأمر ما يلي:

[1] خليل الهندي و انطوان الناشف ، مرجع سابق،ص:253.

[2] صندوق النقد العربي التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2000، ص 182.

أ- انخفاض معدل الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب تدني الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.

ب- منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى.

ج-تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل: لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري و التوظيفي لدى المدخرين.[1]

د-عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب (أو شركات) الوساطة.

هـ-إنخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية:وهو ما يتعلق جزئيا بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئيا ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.هذا فضلا عن المحددات الرسمية لسقف (الفرو قات السعرية)وذلك بغرض تجاوز أو تقليل ميول المضاربة لدى المستثمرين[2].

و- ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق؛ ففي الأسواق المتقدمة تستحوذ المؤسسات على 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد، وهذه الصورة تبدو معكوسة في السوق المصرية مثلا؛ حيث يستحوذ الأفراد على 80% تقريبا؛ بينما تستحوذ المؤسسات على 20%.

ز- ضعف الفرص المتاحة للتنويع:تتسم جميع البورصات العربية- شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة- بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية؛ وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على إستراتيجيات الاستثمار؛ سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية كان قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطران على حجم التداول، كما أصبح سهم المحمول والاتصالات في الوقت الحاضر يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول[3].

---

[1] سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة ، القاهرة،1999، ص ص 128، 129.

[2] هوشيار معروف،مرجع سابق،ص306.

[3]سليمان المنذري، "البورصات العربية ...وهن في مرحلة الشباب" ،

http://www.islamonline.net/arabic/economics/2001/05/article5.shtml(24-08-2006)

3- قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواق المال العربية

يلاحظ أن من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، ويبدو هذا واضح في عدد من الجوانب وتتمثل في[1]:

أ- غياب الاستقلال الإداري لبعض البورصات العربية وقلة الصلاحيات المخولة لهذه البورصات وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعدها على إدارة الأوراق المالية.

ب- غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى غيابها في بعض الأسواق إلى زيادة مدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما تفتقر الأسواق العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق الأوراق المالية العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة و إلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

4- دقة الإفصاح وتدفق المعلومات

تعد المعلومات روح الأسواق المالية والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء،و الاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها وصدقيتها هي الأساس في كفاية الأسواق المالية.لقد أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عدداً من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقيت المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الاخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصاً في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الاخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقاً للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دولياً[2]".

---

[1] التقرير الاقتصادي العربي الموحد، مرجع سابق،ص ص181-182.

[2] زياد الدباس، تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية،

تاريخ الإطلاع(24-04-2017) www.alarabiya.net/Articles/2006/05/14/24943.htm

5- ارتفاع درجة تركز التداول[1]

ويقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، وتعانى كافة البورصات العربية من هذه المشكلة التي تعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويشير الخبراء إلى سببين رئيسيين يعزى لها ارتفاع درجة التركيز هما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، لا سميا أسهم شركات القطاع العام.

6- التقلبات الشديدة في الأسعار

من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزي ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، كما أن هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدى إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية .

7-ضآلة حجم السوق

تتميز الأسواق المالية العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء.. وباستثناء مصر، فإن متوسط عدد الشركات المدرجة في كل سوق لا يتجاوز 75 شركة، ويعتبر هذا العدد منخفضا بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة والناشئة؛ ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة[2].

كما تتصف البورصات بصغر متوسط حجم رأس المال السوقي (قيمة الأسهم حسب أسعار آخر يوم تعامل)، وانخفاض نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي،ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الحجم النسبي لها إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ثلاث مجموعات: **الأولى** تضم كل من سوق الكويت والبحرين وقطر والأردن وتزيد نسبة القيمة السوقية اللتين ترتفع فيهما نسبة رأس المال إلى الناتج المحليالاجمالي عن 100%،أما

[1] سليمان المنذري، "البورصات العربية ...وهن في مرحلة الشباب" ، مرجع سابق .ص 130

[2] سليمان المنذري، "البورصات العربية ...وهن في مرحلة الشباب" ، مرجع سابق. ص133

المجموعة الثانية فتتمثل في الأسواق التي تزيد قيمتها السوقية عن 50%وتضم الأسواق في السعودية والامارات.أما **المجموعة الثالثة** فتضم الأسواق في كل من مصر وسلطنة عمان والمغرب وتونس ولبنان والسودان والجزائر والتي تقل فيها نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الاجمالي عن 50%[1].

لقد عرفت الأسواق المالية العربية تطورات كبيرة في مستوى آدائها خلال السنوات (1999-2003) كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول(1-2):بيانات أسواق الأوراق المالية العربية 99-2003

	1999	2000	2001	2002	2003
القيمة السوقية (مليار دولار)	149.4	148.2	152.3	208.9	361.8
قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)	35.6	36.5	42.7	65.4	230.4
عدد الأسهم المتداولة(مليار سهم)	11.9	9	23.5	46.1	63.4
عدد الشركات المدرجة	1634	1678	1687	1826	1723
معدل دوران الأسهم%	23.9	24.6	28	31	63.7

المصدر:بيانات صندوق النقد العربي1999-2003

استمرت أسواق الأوراق المالية العربية في أدائها الجيد على مدى السنوات 99-2004، حيث ارتفعت أحجام هذه الأسواق مقاسة بالقيمة السوقية لتبلغ نهاية هذه الفترة 622.4مليار دولار.كما زادت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ في نهاية الفترة 568.3مليار دولار وهذا ما أثر إيجابا على مؤشر عدد الأسهم المتداولة الذي بلغ في نهاية عام 2004 حوالي 57.029سهم ،ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفؤة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما حققته البورصات العربية من زيادة في سيولتها من خلال ارتفاع معدل دوران الأسهم الذي وصل في نهاية عام2004 إلى

[1] التقرير الاقتصادي العربي الموحد تاريخ الاطلاع 2017 04 28

www.amf.org.ae(.2004)

.

مستوى 91 %.وتعكس النتائج السابقة مدى قدرة الأسواق العربية على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا لقيت الاهتمام اللائق من قبل الحكومات.

المطلب الثالث : تجارب الربط بين الأسواق المالية العربية و مشروع إنشاء سوق مالية موحدة

قامت الدول العربية من خلال أسواقها المالية بخطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها، و ذلك من خلال عقد اتفاقيات ثنائية وثلاثية الإدراج المشترك، بالإضافة إلى عقد عدة مذكرات تفاهم بين هيئات أسواق المال العربية ونذكر أهمها فيما يلي: [1]

1-اتفاقيات ثنائية للربط بين الأسواق المالية العربية: نذكر منها اتفاقية التعاون المشترك بين بورصتي الأردن والبحرين اتفاقية الربط المشترك بين سوق مسقط للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، بالإضافة التوقيع على اتفاقية تعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر واتفاقية تعاون مشترك بين الأسواق في الكويت والبحرين،التوقيع على بروتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس.

كما قامت كل من بورصتا فلسطين والأردن بدراسة الإدراج المشترك للأسهم، من خلال البحث عن صيغة للتعاون تؤهلها مستقبلا للإدراج المشترك بين السوقين.

2اتفاقيات الربط الثلاثي: مثل اتفاقية الربط الثلاثي بين أسواق مصر، الكويت و لبنان، كما تم التوقيع على الاتفاقية الثلاثية للإدراج المشترك بين أسواق سلطنة عمان، البحرين والكويت ، بالإضافة الى اتفاقية الربط الفني لأسواق الأوراق المالية في السعودية، الإمارات العربية وسلطنة عمان.

بالإضافة إلى اتفاقيات التعاون وقعت العديد من أسواق المال العربية مذكرات تفاهم ثنائية بهدف تبادل المعلومات والتعاون المشترك. كل هذه الاتفاقيات سمحت بدمج الأنظمة والأسواق المالية لهذه الدول في نظام واحد متجانس يمكن من نقل المعلومات بصورة فورية وآمنة، كما سيوفر للمستثمرين كافة إمكانيات التعامل عبر الانترنيت، والذي يسهل عملية الاتصال بين المتعاملين في السوق، ويوفر المعلومات الشاملة عن أسواق المال.

ويمكن القول أن جهود الربط بين الأسواق المالية العربية أغلبها اتفاقيات ربط ثنائية وحتى الاتفاق الثلاثي بين مصر، الكويت ولبنان الذي كان ينظر إليه باعتباره نواة لقيام بورصة موحدة لم ينضم إليه أي سوق عربية أخرى، كما كان متوقع ، بل على العكس فضلت الدخول في اتفاقيات ربط ثنائي ويرجع ذلك للعديد من الأسباب أهما

[1] سميحة بن محياوي ، مرجع سابق، ص ص 143- 144

كون الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تجانس القوانين التشريعية والتنظيمية، وعدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول وأنظمتها، وبصفة إجمالية التفاوت النسبي في مستوى التطور.

2- مشروع إنشاء سوق مالية موحدة

بدأ التفكير في إنشاء سوق مالية عربية بصورة جدية بعد ارتفاع أسعار البترول في بداية 1974 ، حيث حققت الدول العربية خاصة النفطية ، العائدات وتدفقات مالية ضخمة أكسبتها قوة اقتصادية ومالية عالمية مما استوجب التفكير في وتوظيفها في العالم العربي للأسباب التالية[1]:

- الاستفادة من الفوائض المالية العربية في تطوير اقتصاديات الدول العربية بدل تركها في الدول المتقدمة، خاصة الولايات المتحدة وأوروبا الغربية.
- تساهم السوق المالية العربية الموحدة في حماية الفوائض المالية العربية من أخطار تقلبات أسعار الصرف وذلك لأن معظم تلك الفوائض مقيمة بالدولار الأمريكي وبعض العملات الأوروبية الرئيسية.
- إمكانية توظيف الأرصدة العربية الخارجية داخل بلدان الوطن العربي حفاظا عليها من التآكل والابتزاز في ظل تصاعد معدلات التضخم العالمية.
- تعرض الفوائض المالية العربية لخطر التجميد من قبل الدول المضيفة لأسباب سياسية، منها تكريس النظرة العدائية ضد العرب.
- الدعوات القومية بأن يكون لهذه الأموال دور في التنمية الاقتصادية العربية.

ونتيجة للأسباب السالفة الذكر طرحت فكرة إنشاء سوق مالية عربية مشتركة على جدول أعمال المجلس الاقتصادي العربي لأول مرة خلال دورته الثانية والعشرين في 14 ديسمبر1976 ، وقد اتخذ المجلس الاقتصادي في دورته الثانية والعشرين في 16 ديسمبر 1976 القرار رقم 649 تحت عنوان إنشاء سوق مالية عربية مشتركة واتحاد بورصات عربية وأعلن عن:

1-الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية.

2-تكليف مجلس محافظي البنوك المركزية العربية بالاشتراك مع الأمانة العامة لجامعة الدول العربية وبالاستعانة بعدد من الخبراء المتخصصين لاستكمال الدراسات التي أعدتها الأمانة العامة.

[1] سميحة بن محياوي ، مرجع سابق، ص ص 144-145

وفي سنة 1982 تم إنشاء اتحاد البورصات العربية، وكان يضم أربع بورصات فقط في بدايته وهي لبنان وعمان وتونس والمغرب، وأصبح يضم حاليا معظم الدول العربية وقد ركز على عملية الربط بين البورصات من خلال تبادل تسجيل الأوراق المالية للشركات بين البورصات أعضاءه ، ومع شهر سبتمبر 2004 م تم الاتفاق بين الدول العربية تنفيذا لقرار مجلس إدارة اتحاد البورصات في دورته الثانية والعشرون على تشغيل البورصة العربية الموحدة، وأخذت من القرية الذكية بمصر مقرا لها، نظرا لتوافر البنية التحتية المؤهلة لاستيعاب هذه البورصة، وتم الاتفاق على معايير مهمة ودقيقة وضعتها اللجنة الفنية المعنية لإدراج الشركات بهذه الصورة.

في 06 فيفري 2005 ، حررت اتفاقية إنشاء البورصة العربية بين إتحاد أسواق المال العربية ضمت شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي وشركة المجموعة المالية هيرمس وشركة الكويت والشرق الأوسط للاستثمار المالي.

أهداف البورصة العربية الموحدة

يعتبر الهدف الرئيسي من تنفيذ وإنشاء البورصة العربية الموحدة هو تدبير التمويل للمؤسسات العربية سواء الحكومية أو الخاصة، وتحقيق مكاسب وأرباح للمستثمرين، ودعم فرص الاستثمار المشترك في المنطقة العربية الذي يمكن من خلاله تعزيز التكامل الاقتصادي العربي ويكمن إدراج أهم الأهداف وهي[1]:

- توسيع قاعدة التعامل في أسهم الشركات العربية عن طريق التعريف بها ونشر المعلومات اللازمة عنها وتسهيل تداولها؛
- تحقيق التنسيق والتعامل بين الأنشطة المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال العربية
- تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري العربي وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية العربية؛
- التعاون وتنمية الاتصالات مع بورصات وأسواق المال العربية والعالم.
- توطين الاستثمارات العربية، والاستفادة منها بما يعود بالنفع عليها وعلى مواطني الدول العربية؛
- حماية وضمان سلامة المعاملات التي تتم على أسهم الشركات المدرجة؛
- تنمية وتطوير الدور الذي يقوم به وسطاء الأوراق المالية على المستوى العربي، والارتقاء به إلى المستويات العالمية.

[1] أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات،بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة بكلية ، إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان ،الأردن ،خلال 14-2009/04/15 ص ص 25-26

خاتمة

خصص هذا الفصل لدراسة الإطار النظري للأسواق المالية، متضمنا التعريف بمكوناتها و خصائصها و وضائفها المتعددة في الإقتصاديات الحديثة ، وعرض مجموعة المتدخلين الفاعلين فيها مع إستعراض الادوات المالية المتداولة في الأسواق المالية ، كما تم التطرق الى واقع الأسواق العربية، ويلاحظ انه قد تم تناول هذه المحاور بالإستناد الى ما هو سائد في الاسواق المالية المتطورة ، حيث تمثل نموذجا راقيا يمكن أن يحتذى به في الدول النامية للتأسيس لنهضة مالية أساسها المبادرة الخاصة .

وقد تبين من خلال العرض الوصفي ان الاسواق المالية هي التي يتم فيها تداول الاصول المالية المتوسطة و طويلة الاجل (الاسهم و السندات) وتعتبر الاسهم بانها ورقة مالية تستخدم للتمويل ، لاتحتوي على تاريخ استحقاق و يتحصل صاحبها على أرباح على عكس السندات التي تعتبر صك مديونية يتحصل صاحبها على فوائد ثابتة

والاسواق المالية هي سوق لها وجهان هما : السوق الأولي (سوق الاصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول) ، والسوق الثانوي ينقسم الى سوق منظمة وغير منظمة ، فإذا كانت منظمة إتخذت مايسمى بالبورصة وهي المكان الذي تتداول فيه الاوراق المالية المتوسطة و طويلة الاجل ، وتكون السوق الغير المنظمة اذا لم توجد بورصة حيث يتم التعامل مع الافراد و المصارف او سماسرة الاوراق المالية ، و بالرغم من هذه التقسيمات يبقى الهدف الأساسي هو تمويل مخططات التنمية و كذا المشاريع الاستثمارية عن طريق تحويل المدخرات إلى سيولة.

وتبين لنا من خلال تطرقنا لواقع الأسواق المالية العربية ، أنه بالرغم من الجهود المبذولة من أجل الربط بين أسواقها المالية و مشروع السوق المالية العربية الموحدة إلا انها لا تزال تتصف بصغر حجمها و محدوديتها مقارنة بمثيلاتها في الدول المتقدمة نظرا لضعف وتدني مستويات الإفصاح وأفكار المعلومات والشفافية وعد التزام العديد من الشركات المساهمة بالمعايير المحاسبية الدولية عند إعداد بياناتها المالية ، بالإضافة لقلة الأدوات الاستثمارية للأسواق المالية في الدول العربية التي كانت معظم اهتمامها على الأسهم فقط

الفصل الثاني

الإطار النظري للتحرير المالي

تمهيد

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبيا وقد بدأت منذ بداية ستينات القرن الماضي وفي العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الإقتصادي، وقد تضمنت إستراتيجية التحرير المالي إزالة الأسقف الخاصة بأسعار الفائدة والقيود على الائتمان، وتخفيف الرقابة والإشراف الحكومي على الجهاز المصرفي.

غير أن التحرير المالي المتسرع وغير المتدرج، قد أدى إلى العديد من الممارسات السيئة من جانب البنوك مما ترتب عليه حدوث خسائر كبيرة بسبب عجز المقترضين عن الوفاء بديونهم،حيث أدى ذلك إلى نشوب الأزمات المالية.

لذا سنحاول في هذا الفصل التطرق الى المحاور التالية:

- ماهية التحرير المالي؛
- النهج الامثل للتحرير المالي؛
- التحرير المالي و الازمات المالية؛

المبحث الأول: ماهية التحرير المالي

واجهت الدول النامية عدة ضغوطات ومشاكل تعود أسبابها إلى تبني سياسة الكبح المالي لدى هذه الدول، حيث عانت من انعدام فعالية الأنظمة المالية خصوصا فيما يتعلق بتعبئة الموارد وعدم قدرتها على تحقيق تطور مالي في ظل تقييد حركة رؤوس الأموال وانغلاق الأسواق المالية، حيث عانت من انخفاض الاستثمارات مقابل ارتفاعاً في المديونية الخارجية، فشرعت هذه الدول إلى إجراء تغييرات جذرية للانتقال من الاقتصاد المخطط نحو اقتصاد السوق وذلك بدءً بتحرير أنظمتها المالية والسعي نحو تحقيق استقرار في الاقتصاد الكلي. لذا سنعرض فيما يلي مفهوم، انواع و اجراءات التحرير المالي .

المطلب الأول: الكبح المالي

قبل التعرض إلى سياسة التحرير المالي، لابد أولا من الإحاطة بأهم جوانب سياسات الكبح المالي التي انتهجتها الدول النامية، من خلال ما يلي:

1-تعريف الكبح المالي

تعرض العديد من الاقتصاديين لمفهوم الكبح المالي، وفيما يلي سنوجز بعضا منها:

عرفه Roubini و Sala-Martin (1992) بأنه مجموعة سياسات وقوانين وضوابط وقيود كمية ونوعية ورقابية مفروضة من طرف الحكومة، والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا التي تمتلكها [1]

وأطلق Mckinnon (1973) تعبير الكبح المالي على الحالات التي تتدخل فيها الدولة بوسائل ضريبية أو أدوات أخرى مثل وضع سقوف على أسعار الفائدة والتدخل في توظيف الائتمان في النشاط المالي بما يشوه آليات السوق ويحيد بها عن العمل وفقا لاعتبارات العرض والطلب على الأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار، وينحرف بالقطاع المالي بعيدا عن مقتضيات الكفاءة الاقتصادية[2].

و يعرف الكبح المالي على أنه تلك الإجراءات والقرارات التي تسعى للتضييق على النظام المالي من خلال[3] :

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة،

---

[1] محمد بن بوزيان وسيدي محمد شكوري، التحرر المالي وأثره على النمو الاقتصادي، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، جامعة بشار،24-25 افريل2006، ص:02.

[2] ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري و دوره في تمويل الاقتصاد،شهادة ماجيستير،جامعة بسكرة،2008-2009،ص:19

[3] Amal Ben Hassena, ***L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire***, mémoire En vue de l'obtention du Diplôme de maîtrise en Hautes Etudes commerciales, Ecole Supérieure de Commerce de Sfax, Université de Sfax, Tunisie ,2006, P P 25-26.

- فرض ضريبة مرتفعة على القطاع البنكي،
- رفع الاحتياطي الإجباري المفروض على البنوك التجارية،
- وضع قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة والبنكي بصفة خاصة،
- إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض،
- فرض قيود على تدفقات رأس المال.

وبناءا على ماسبق يمكن أن نعرف الكبح المالي على أنه جملة من الإجراءات والتنظيمات التي تخص النظام المالي والمتخذة من قبل السلطات النقدية بهدف إشباع الحاجات المالية للحكومة وبسعر فائدة منخفض.

2- أسباب لجوء الدول النامية لسياسة الكبح المالي

يرجع تدخل الدولة لكبح القطاع المالي إلى عدة أسباب من أهمها[1] :

- أوضاع القطاعات المالية في الدول النامية بعد استقلالها :حيث عانت هذه الدول العديد من المشاكل اعتبرت سببا في فشل قطاعاتها المالية في لعب الدور المنوط بها حيث، كانت الأسواق المالية تتصف بالتشرذم في ظل غياب كثير من الخدمات والأدوات المالية أو في ظل وجود قدر كبير من القصور بها.
- تميز السوق المالي باحتكار لقلة من وحدات الوساطة للأنشطة المختلفة في ظل انعدام رقابة مالية فعالة.
- تأثر السياسة الاقتصادية في الخمسينيات والستينات بالآراء الكينزية فيما يتعلق بتفضيل السيولة حيث أكد كينز أن منافسة البنوك في جذب مدخرات الأفراد وجعلهم يتخلون عن السيولة جعل هذه البنوك ترفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات تتعدى سعر الفائدة الحقيقي التوازني الذي يتحقق عنده التشغيل الكامل، بما دفعه لاقتراح وضع سقوف على أسعار الفائدة الاسمية.
- اعتبرت الدول النامية القطاع المالي كقطاع استراتيجي وأخضعته لمختلف أشكال الرقابة ابتداء من التأميم إلى وضع مجموعة من القيود والضوابط، التي من شأنها توفير تمويل منخفض التكلفة لسد عجز الميزانية العامة للدولة، عن طريق التمويل بالعجز، الذي اعتبر في ذلك الوقت وسيلة مقبولة لتمويل التنمية في ظل عجز القطاع الخاص ومحدودية الموارد المتاحة للدولة .

ورغم كل هذه الأسباب فإن العديد من الدول النامية شرعت في أواخر السبعينات بإصلاحات جذرية على مستوى أنظمتها المالية والاقتصادية وبإيعاز من البنك وصندوق النقد الدوليين اتخذت العديد من هذه الدول إجراءات تهدف إلى إصلاح القطاع المالي وذلك بالتوجه إلى سياسات التحرير .ويرجع ذلك إلى عدت عوامل يمكن التعرف عليها من خلال ما يلي:

[1] ساعد ابتسام، مرجع سابق،ص:21

3- دوافع التخلي عن سياسة الكبح المالي

كان من أهم أسباب ودوافع التخلي عن سياسة الكبح والتوجه نحو التحرير المالي، الآثار السلبية التي عرفتها الدول النامية والتي تمثل أهمها فيما يلي[1] :

- أدى التحكم الإداري في أسعار الفائدة بوضع سقوف عليها في الدول ذات معدلات تضخم مرتفعة إلى جعل سعر الفائدة الحقيقي سالبا أي أقل من سعر الفائدة التوازني في السوق، الأمر الذي انعكس بالسلب على كافة عوائد الأصول المالية الأخرى ومن ثم على أسعارها.
- أدى سوء تخصيص الائتمان، ووضع سقوف لأسعار الفائدة إلى انخفاض التمويل المصرفي، وفي ظل ارتفاع معدلات التضخم تحول الأفراد إلى توظيف مدخراتهم واستثمارها في أصول مادية تتغير أسعارها بمعدل يساوي أو يزيد عن معدل التضخم (العقارات، السلع المعمرة) بدل الأصول المالية ذات العائد الحقيقي السالب.
- أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البدائل الأخرى من الأصول الأجنبية وأدى ذلك إلى تقليص رقعة النظام المالي الرسمي (مقاسا بنسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي) في مواجهة تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي رغم ما يتميز به هذا الأخير من ارتفاع درجة المخاطرة.
- افتقار القطاع المالي إلى التنويع حيث تميز بسيادة القطاع المصرفي وتراجع الأهمية النسبية لأسواق رأس المال.
- أسهم الكبح المالي في هروب رؤوس الأموال من الاقتصاديات النامية إلى أسواق المال الأجنبية التي توفر عائدا حقيقيا موجبا وبمخاطر أقل نسبيا مما هو قائم في القطاعات المالية الوطنية.
- انخفاض درجة" العمق المالي "والتي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة وتقاس بنسبةM_3 (العملة والنقود، الودائع الجارية، الودائع لأجل) إلى الناتج المحلي الإجمالي ويعني انخفاض تلك النسبة انخفاض الأرصدة القابلة للإقراض أي ضعف الاقتصاد الوطني في تمويل الاستثمارات.
- أدى ارتفاع الضرائب المستترة على الودائع والعمليات المصرفية مثل معدل الاحتياطي القانوني ونسبة السيولة المبالغ فيها إلى تدني كفاءة الوساطة المالية.
- تسبب التدخل في توظيف الائتمان وتوجيهه ايداريا واستخدام أساليب غير سريعة في اتخاذ القرارات الائتمانية، إلى تفاقم مشكلة القروض غير المنتظمة أو الراكدة وانخفاض ربحية البنوك.

وقد أدت هذه النتائج المترتبة عن سياسات الكبح المالي إلى اتجاه العديد من الاقتصاديين وعلى رأسهم Mckinnon وshaw (1973) إلى التأكيد على أن هذه السياسات قد تسببت في تدن مستمر لكفاءة الوساطة المالية وفي تشويه أسواق المال بما يتطلب الإصلاح عن طريق سياسات التحرير المالي، والتي تستهدف إزالة كافة أدوات الكبح التي بدأت الدول النامية على إتباعها، بما يؤدي إلى زيادة المدخرات وتحسين حجم ونوعية الاستثمار .

[1] عاطف وليم أنداوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية .مصر،ط،20052، ص:8

المطلب الثاني: تعريف التحرير المالي ومبرراته

حضي التحرير المالي باهتمام متزايد من قبل الدول، انطلاقاً من الدور الذي يلعبه القطاع المالي في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحسين قدرته على تعبئة الادخار وتوفير التمويل اللازم لمختلف الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية.

1- تعريف التحرير المالي

هناك عدة تعاريف للتحرير المالي حيث :

عرفه كل منAMABLE وCHATELAIN وDe BANDT (1997): على أنه تلك السياسة التي تقود إلى رفع الادخار، واستخدام أمثل للموارد المالية المتاحة للاستثمار[1]

كذلك عرفه MURAT UCER (2000) على أنه عبارة عن عملية تتمثل في مجموعة من الإجراءات التي تطبق من أجل إلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي والمصرفي كتحرير معدلات الفائدة، ونزع القيود المفروضة على حساب رأس المال، وذلك بهدف إصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة.

فمن خلال التعريفين السابقين نستنتج أن للتحرير المالي مفهومين أحدهما شامل والأخر ضيق؛ أما المفهوم الشامل يندرج تحت سياق الإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على النظام المالي بهدف رفع كفاءته وإصلاحه.[2] أما المفهوم الضيق فيقصد به تحرير العمليات في السوق المالي وذلك بإلغاء مختلف القيود والضوابط المفروضة على العمل المالي والمصرفي وعلى حركة مختلف أشكال رؤوس الأموال من خلال إعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها أو التقليل من احتكار الدولة لها، وتحرير معدلات الفائدة استجابة لمتطلبات السوق وتعزيز تنافسية هذا الأخير.

ومن خلال تعريف التحرير المالي، نجد أن سياسته تقوم على الثقة الكاملة في الأسواق المالية عند تحريرها من القيود الإدارية لأسعار الفائدة، حيث تترك العمل لقوى السوق مع إلغاء الحدود القصوى لأسعار الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات مع ارتفاع المدخرات، وعليه فالتحرير المالي يقوم على مبدأين أساسيين هما[3] :

[1] Boujelbene Younes et chtioui slim, libéralisation financière et impact du développement financier sur la croissance économique en Tunisie, 2006,p11

[2] عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية :أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد 2002، ص148 .

[3] بن طلحة صليحة، معوشي بوعلام، دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية، مداخلة ضمن ملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية،الواقع و الأفاق،جامعة الشلف،2004 ص477

- تمويل مشاريع باستعمال القروض المصرفية بالتوفيق بين الادخار والاستثمار،برفعها للادخار وخفضها للاستثمار؛
- تحديد سعر الفائدة في السوق، بالالتقاء بين عرض الأموال والطلب عليها للاستثمار،عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري، وعليه فزيادة الأموال الموجهة للقروض يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

2- مبررات التحرير المالي : يُعد التحرير المالي أكثر جوانب الإصلاح الاقتصادي، ويهدف إلى التخلص من سياسات الكبح المالي المتمثلة في[1]:

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع؛
- رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة، مع تقديم قروض بأسعار فائدة تفضيلية لبعض القطاعات؛
- فرض ضريبة ضمنية مرتفعة على القطاع المصرفي من خلال المبالغة في تحديد متطلبات مرتفعة للاحتياطي الاجباري؛
- إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض؛
- فرض قيود صارمة على حرية الدخول والخروج إلى القطاع المالي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة، وقد يصل مداها إلى الحظر المطلق لدخول المستثمرين الأجانب إلى قطاع الخدمات المالية؛
- فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواءً كانت تدفقات داخلية أم خارجية.

وقد واكب ذلك آثار سلبية على الهياكل القانونية والمؤسسية للقطاع المالي، من أهمها[2]:

- كبر حجم العجز المالي، والذي يصل إلى نحو20% من الناتج المحلي الإجمالي؛
- يأتي تمويل عجز الموازنة الحكومية بشكل كاسح عبر النظام المصرفي (في الدول الأخذة في النمو، نجد أن نحو 47% يأتي من البنك المركزي، 7% من ودائع البنوك خلال الفترة 1975- 1985، مقارنة بنحو12%، 23% على الترتيب في الدول المتقدمة)؛
- ارتفاع معدلات التوسع النقدي ومعدلات التضخم؛

[1] عاطف وليم أنداوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر،طبعة 2007، ص ص: 195- 196.

[2] عاطف وليم أنداوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص:197

- عادةً ما تكون أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع سالبة، في حين تكون أسعار الفائدة الحقيقية على القروض مرتفعة في السوق الحرة؛
- يُعاني قطاع التصدير من سعر الفائدة الحقيقي المقوم بأعلى من قيمته الحقيقية؛
- عدم التواصل بين أسواق النقد والمال المحلية، وبين القطام المالي الدولي من خلال الرقابة على الصرف؛
- ارتفاع معدلات التعريفة الجمركية والحصص وغير ذلك من القيود غير الجمركية؛
- افتقار القطاع المالي للتنويع، حيث يتميز بسيادة القطاع المصرفي وتراجع أهمية السوق المالي؛
- انخفاض درجة العمق المالي التي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة وتقاس بنسبة عرض النقودM2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعني انخفاض تلك النسبة انخفاض الأرصدة الوطنية القابلة للإقراض، ومن ثم ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تمويل الاستثمارات، بينما يعني ارتفاع النسبة أن ثمة تدفقات حقيقية كبيرة في الأرصدة الوطنية القابلة للإقراض من أجل استثمارات جديدة.

المطلب الثالث: أنواع التحرير المالي و أهدافه

سنتطرق في هذا الطلب إلى:

-أنواع التحرير المالي

-أهداف التحرير المالي

1- أنواع التحرير المالي

ويشمل التحرير المالي كل من التحرير المالي الداخلي (المحلي) والتحرير المالي الخارجي (الدولي)؛

1-1التحرير المالي الداخلي (المحلي)

والذي يتمثل في تحرير معدلات الفائدة والتخلي عن سياسة توجبه الائتمان وعن الاحتياطي الإجباري، واعتماد أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية وتشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية خوصصة البنوك العمومية وفتح النظام المالي أمام المنافسة الخارجية، ويشمل ما يلي[1]:

- **تحرير معدلات الفائدة:** والتي تتمثل في إلغاء تحديد أسقف لمعدلات الفائدة(المدينة والدائنة). أي إعطاء هامش كبير من الحرية للبنوك في تحديد معدلات الفائدة على القروض التي تمنحها وعلى الودائع التي تتلقاها.

[1] Amal Ben Hassena, Op.Cit,p27

- **تحرير القروض**: والتي تتمثل في التخلي عن سياسة توجيه القروض نحو قطاعات اقتصادية معينة. أي عدم التأثير في مجالات استخدام الائتمان المصرفي وكذلك إلغاء:
  - تحديد أسقف قروض لبعض القطاعات الاقتصادية.
  - تحديد أسعار فائدة مختلفة حسب نوع القروض .
  - تحديد حصص معينة لكل نوع من أنواع القروض (قصيرة متوسطة طويلة الأجل).
- **إلغاء الاحتياطات الإلزامية**: التي تودعها البنوك لدى البنك المركزي ولا تحصل من وراء إيداعها على عائد.
- **تحرير المنافسة البنكية**: والتي تتمثل في إلغاء القيود على إنشاء البنوك المحلية والبنوك الأجنبية،.

ويرى مؤيدو هذا المنهج أن التحرير المالي الداخلي إذا تم بنجاح، فإنه يؤدي إلى زيادة تطور القطاع المالي وإلى ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية عند مستويات ايجابية مقبولة وتشجيع الادخار وإلى كفاءة في تخصيص الائتمان، كما أن التحرير المالي الداخلي هو خطوة تسبق التحرير المالي الخارجي[1].

2-1 التحرير الخارجي(الدولي):

يتمثل التحرير المالي الخارجي في إلغاء القيود على معدلات حساب رأس المال، وهو أمر لازم للتحرير والانفتاح الاقتصادي والمقصود بالتحرير المالي الخارجي التحرر من الحضر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، كما أن تحرير حساب رأس المال يعني إلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات[2]، ويشمل تحرير حساب رأس المال المعاملات التالية[3]:

- **تحرير الأسواق المالية**: والذي يرتبط بإلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم سندات صكوك سوق رأس المال أوراق استثمار والمشتقات وغيرها من الأدوات المالية)، وهي تشمل عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع والإصدارات التي تتم في الخارج بواسطة مقيمين(تدفقات إلى الداخل) أو على مبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم في الخارج مقيمون(تدفقات للخارج).

[1] شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجيستر تخصص نقود ومالية وبنوك(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية،.جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان،2006، ص 43

[2] Amal Ben Hassena, Op.Cit, P33.

[3] شكوري سيدي محمد، مرجع،سابق، ص43.

- **الاستثمار المباشر والمعاملات العقارية:** والتي تتمثل في إلغاء القيود والضوابط على الاستثمار المباشر الوارد إلى الداخل أو المتجه إلى الخارج أو على تصفية الاستثمارات أو على بيع وشراء العقارات، التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.
- **عمليات الائتمان:** تشمل كلا من الائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات وتسهيلات الدعم المالية، التي تشمل كلا من التدفقات إلى الخارج (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين)، أو التدفقات للداخل(الائتمان الممنوح من جانب غير المقيمين).
- **المعاملات التي تقوم بها البنوك التجارية:** والتي تتمثل في إلغاء الحظر على الودائع غير المقيمة وعلى اقتراض البنوك من الخارج(تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).
- **تحركات رؤوس الأموال الشخصية:** والتي تشمل إلغاء الضوابط على الودائع والقروض أو الهدايا أو المنح أو الميراث أو التركات أو تسوية الديون.

فالتحرير المالي الخارجي هو تكملة للتحرير المالي الداخلي، كما أنه يعني تحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية إلى الداخل وهذا ما يرفع من حجم الموارد المالية المتاحة للاستثمار وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

2- أهداف التحرير المالي

تنتهج الدول سياسة التحرير المالي والمصرفي بتطبيق مجموعة من الإجراءات سواء على المستوى المحلي أو المستوى الخارجي وتخص أسعار الفائدة والصرف، نسب السيولة والأسواق المالية، الاستثمار الأجنبي، وذلك لتحقيق مجموعة من الأهداف تمكنها من تحسين ظروف عمل القطاعين المالي والمصرفي وتوفير الأموال اللازمة لزيادة الاستثمارات ونحاول ذكر أهم الأهداف كما يلي:

يهدف التحرير المالي إلى التخلص من مظاهر الكبح المالي الذي عانت منه معظم اقتصاديات الدول النامية حيث ينصرف مفهوم الكبح أو القمع المالي إلى القيود المفروضة على النظام المالي ومن أهمها[1] :

-التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع؛

-رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة، مع تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية لبعض القطاعات؛

-فرض ضريبة مرتفعة على القطاع المصرفي من خلال المبالغة في تحديد متطلبات مرتفعة للاحتياطي؛

[1] عاطف وليم اندراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق،مرجع سابق، ص:85

-إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض.

-فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة وقد يصل مداها إلى الحضر المطلق لدخول المستثمرين الأجانب إلى قطاع الخدمات المالية؛

-فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت داخلة أم خارجة وذلك بهدف تعزيز وحماية ترتيبات القطاع المالي المحلي؛ ومنه يمكننا التعرف على أهداف التحرير المالي من خلال النقاط التالية:

- إنهاء التدخل الحكومي في النظم المالية لعدم فعاليته في تخصيص رأس مال،وتحقيق أهداف السياسة النقدية؛[1]

- تعبئة الادخار المحلي والأجنبي لتمويل الاقتصاد عن طريق رفع معدلات الاستثمار؛

- خلق علاقة بين أسواق رأس مال المحلية والأجنبية من اجل جلب أموال لتمويل الاستثمار؛

- رفع فعالية الأسواق المالية، لتكون قادرة على المنافسة الدولية، وتمكينها من فتح مصادر اقتراض وتمويل أجنبية وخلق فرص استثمار جديدة؛

- تحرير التحويلات الخارجية، مثل تحويل العملات الأجنبية وحركة رؤوس الأموال خاصة مع التغيرات الاقتصادية مثل تغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف؛

-رغبة الدول العظمى في تحقيق مكاسب اقتصادية ومالية) ضمن مفاوضات (خاصة مع بدء الدول النامية في فتح أسواقها المالية، وإدراج تحرير الخدمات المالية ضمن مفاوضات الجات، وفيما بعد المنظمة العالمية للتجارة بصدور ملحق حول الخدمات المالية، وتم الوصول إلى توقيع بروتوكول اتفاق يضم 70 دولة لتحرير 95% من أنشطة البنوك والمؤسسات المالية [2].

[1] سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات وإدارة النقود في إطار عالمية الحادي والعشرين، الصناعة المالية الحديثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون سنة، ص80

[2] سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر،2004 2005,ص19

المطلب الرابع :إجراءات التحرير المالي

تتضمن إجراءات التحرر المالي على مجموعة من العناصر والتي تتم على مستويين هما المستوى المحلي والمستوى الدولي.

1- على المستوى المحلي : وهو يشمل مايلي :[1]

- **تحرير أسعار الفائدة** :يتضمن تحرير أسعار الفائدة بإزالة الرقابة والتثبيت، و تحديد سقوف عليا لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وذلك بإعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة وتركها تتحدد في السوق المالية بالإلتقاء بين عارضي الأموال والطلب عليها والإتجاه نحو تحديدها للإستثمار، عن طريق الملائمة بين الإستهلاك والإنفاق الإستثماري، وبالتالي زيادة النمو الإقتصادي ولا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين.
- **تحرير الإعتمادات والإحتياطيات الإلزامية** :يتضمن الحد من الرقابة على التوجيه الائتمان نحو القطاعات محددة، والحد من الإعتمادات للقطاعات الأخرى والتخفيض أَو حذف الإحتياطيات الإلزامية المغالى فيها على البنوك، والاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية خاصة عمليات السوق المفتوحة للتأثير على العرض النقدي .أي إستخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة)للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية (المباشرة) التي تكون عادة معيقة لإستراتيجية التحرر، إذ يعد إستخدام الأدوات النقدية غير المباشرة جزءا مهما من مجموعة أوسع من الإصلاحات لم تشمل تحرر القطاع المالي فحسب، بل تتناول أيضا تحرر الإقتصاد بوجه عام.
- **تحرير المنافسة المصرفية** :تتضمن بإلغاء وحذف القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والبنوك الأجنبية، وكذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة بتوجيه تخصص البنوك ومؤسسات المالية بإلغاء السقوف الائتمانية المفروضة على البنوك التجارية وإعطاء هذه الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو على القروض.

[1] حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية، مذكرة لنيل شهادة ماجيستير، تخصص نقود ومالية، فرع العلوم الاقتصادية، جامعة شلف،2007/2006، ص ص:64-65

2- إجراءات التحرير المالي على المستوى الخارجي

تتضمن سياسات التحرر المالي على المستوى الدولي العديد من الإجراءات التي يمكن عرضها كالأتي[1]:

- **إلغاء ضوابط الصرف** :وذلك بإعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق، إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية.
- **فتح الحساب رأس المال** :ويعني ذلك حرية إنتقال الأموال من وإلى الإقتصاد، وبالتحديد من وإلى الأسواق المالية .وهذه الحرية تزيد من إمكانية إمتلاك المحليين لأصول الحقيقية والمالية والنقدية الأجنبية، وتسمح لغير المقيمين بإمتلاك الأصول المحلية وتداولها، و السماح للشركات المساهمة الأجنبية الدخول السوق المالية المحلية، وهذا يتضمن حذف العقبات التي توقف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من الإقتراض من الخارج، وإزالة السيطرة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وتقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي وتحرير تدفقات رأس المال.
- **فتح أسواق الأوراق المالية** :تخفيف القيود المفروضة على أسواق الأوراق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام إنضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الإنسحاب منها، لأمر الذي يعزز تشجيع الشركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية، والعمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية، مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية، و السماح للشركات الأجنبية الدخول في السوق المالية وفسح المجال لها إصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك لتعزيز حالة المنافسة في القطاع المال أضف إلى ذلك فسح المجال أمام الشركات الأجنبية للوساطة المالية وأمام المضاربين والمتعاملين الأجانب للإنضمام إلى السوق المالية.

[1] حريري عبد الغني،مرجع سابق،ص:66

المبحث الثاني : النهج الأمثل للتحرير المالي

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بالتحرير المالي والمتمثلة في مؤشراته،عناصره، أهم متطلبات نجاحه. بالإضافة الى بعض الانتقادات و الدراسات المعارضة للتحرير المالي مع ذكر بعض مزايا وعيوب التحرير المالي.

المطلب الأول : مؤشرات التحرير المالي و عناصره

ثمة مؤشرات و عناصر يُمكن الاسترشاد بها لتقويم تأثير التحرير المالي .

1- مؤشرات التحرير المالي

اختلف الاقتصاديون في تحديد نوعية وعدد المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها لقياس درجة التحرر المالي وتطور النظام المالي، وسنحاول التطرق إلى أبرز ماتداول منها في أبحاث الاقتصاديين -وخصوصا تلك المدرجة في الدراسات التجريبية فيما يلي[1]:

- **حجم الوساطة المالية "M2/PIB"**: ويطلق عليه أيضا مؤشر عرض النقود، والذي يمثل مجموع الكتلة النقدية (الودائع لأجل، والودائع الجارية والنقود السائلة) نسبة للناتج الداخلي الخام (PIB)، ويرى ماكينون أن نسبة منخفضة من هذا المؤشر يمكن أن تترجم بمثابة مؤشر للكبح المالي، وارتفاع هذه النسبة يعبر عن دور كبير للوساطة المالية.
- **معدل إجمالي الودائع المصرفية إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام:** يجمع هذا المؤشر الودائع تحت الطلب والودائع الطويلة ومتوسطة الأجل، وهو يقيس قدرة النظام المصرفي على تعبئة الادخار بصرف النظر عن أجله كما أنه يختلف عن المؤشر الأول "M2/PIB" بأنه يشمل كل أنواع الودائع لدى البنوك، باستثناء النقود المتداولة خارج النظام المصرفي، وارتفاع نسبة هذا المؤشر تدل على دور كبير للبنوك في تعبئة الادخار وتمويل الاستثمارات بما يكون له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي.
- **معدل إجمالي أشباه النقود إلى حجم الناتج الداخلي الخام:** يقيس هذا المؤشر قدرة النظام المصرفي على جذب المدخرات الطويلة ومتوسطة الأجل، والذي يعبر على مدى قدرة البنوك على توفير التمويل للعمليات الاستثمارية الطويلة الأجل، وهو يعكس مدى التزام البنوك بتمويل التنمية الاقتصادية.

[1] Numidia BOUAICHI & Pr Farid YAICI, LIBERALISATION FINANCIERE ET DEVELOPPEMENT FINANCIER : APPROCHECOMPARATIVE ENTRE L'ALGERIE, LE MAROC ET LA TUNISIE, Revue des Sciences Économiques et de Gestion, N°14, Bédjaia, 2014, P 96-102.

- **نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى الناتج الداخلي الخام:** يقيس هذا المؤشر مدى مساهمة البنوك المحلية في منح قروض وتسهيلات للقطاع الخاص، حيث أنه كلما زادت نسبة القروض التي يستفيد منها القطاع الخاص بالنسبة للناتج الداخلي الخام، فإن هذا يدل على تطور النظام المصرفي خصوصا بدوره في جمع المعلومات، مراقبة المديرين، تنويع المخاطر، بالإضافة إلى تعبئة الادخار، وتسهيل عمليات التبادل بأكثر فاعلية، تزيد من مساهمته في عملية النمو الاقتصادي.

2- عناصر التحرير المالي

أقرت الدراسات السابقة بأنه مهمااختلفت إجراءات وشروط التحرير المالي إلا أنها تشمل ثلاثة جوانب رئيسية وفقا للمعادلة التالية : LF = 1/3 LSBI + 1/3 LMF + 1/3 LCC

حيث:

- **LF**: Libéralisation financière التحرير المالي
- **LSBI**: Libéralisation du système bancaire interne تحرير النظام المصرفي المحلي
- **LMF**: Libéralisation des marchés financier تحرير الأسواق المالية
- **LCC**: Libéralisation du compte de capital تحرير حساب رأس المال

1. **تحرير النظام المصرفي الداخلي:** يشمل تحرير النظام المصرفي الداخلي ثلاثة عناصر أساسية وهي[1]:

- تحرير أسعار الفائدة الدائنة والمدينة: وذلك من خلال الحد من الرقابة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة والتخلي عن سياسة التحديد الإداري لها، وبالتالي تتحدد حسب قوى السوق.
- تحرير القروض: ويتحقق ذلك عن طريق الحد من عملية التمييز من خلال توجيه الائتمان نحو القطاعات التي تعتبرها الحكومة أولوية للتمويل على حساب قطاعات أخرى، والحد من وضع سقوف ائتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، وبالإضافة لذلك إلغاء أو خفض نسب الاحتياطات الإجبارية المفروضة على البنوك التجارية.
- تحرير المنافسة البنكية: والذي يتحقق بإلغاء وإزالة القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك الخاصة برأس مال محلي أو أجنبي، وكذلك إلغاء القيود التي تمنع خلق بنوك ومؤسسات مالية متخصصة وشاملة.

[1] محلوس زكية، اثر تحرير الخدمات المصرفية على البنوك العمومية الجزائرية، رسالة ماجيستر،غير منشورة، قسم علوم التسيير،كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،2009، ص8.

2. **تحرير الأسواق المالية:** يتم ذلك من خلال عدم تقييد حرية المستثمر الأجنبي عند حيازته أو امتلاكه للأصول والأوراق المالية المصدرة باسم جهات محلية في بورصة القيم المنقولة، والحد من إجبار توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد أي إلغاء الحواجز أمام خروج الأموال الأجنبية المستثمرة في الداخل والأرباح الناتجة عنها[1].

3. **تحرير حساب رأس المال:** ويقصد به العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على المعاملات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، وعدم تدخل السلطات النقدية في تحديد معدل صرف العملة المحلية. كذلك يتضمن حرية التدفقات المالية والنقدية بمختلف أشكالها العابرة للحدود[2]. ويركز خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص على أمرين هما[3]:

- أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات الطويلة الأجل قبل التدفقات القصيرة الأجل، وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير الاستثمار في المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر.
- إن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على المعاملات بالعملة الأجنبية، أنما يتطلب ضبط الإجراءات المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

وبناءا على درجة تحرير كل جانب من الجوانب الثلاثة السابقة الذكر (تحرير النظام المصرفي الداخلي، تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال)، يمكن الحكم على درجة التحرير المالي في الاقتصاد ككل بالنسبة لكل دولة.

المطلب الثاني :متطلبات نجاح التحرير المالي

يشترط نجاح سياسة التحرير المالي توفر مجموعة من المتطلبات قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود والانفتاح المالي حيث يجب مراعاتها، وذالك ما أقره MCKINNON بعد جملة الانتقادات التي تعرضت لها نظرية التحرير المالي، بالإضافة إلى فشل تطبيق سياسة التحرير المالي عند بعض الدول مثلما وقع للشيلي، حيث قام MCKINNON ببناء نموذج جديد عام (1991)، والذي ركز فيه على عنصرين مهمين اعتبرهما كشرط

[1] حريري عبد الغني،مرجع سابق، ص ص: 64-65.

[2] يوسف عثمان ادريس، تحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2004، المجلد41، العدد 03، ص: 50.

[3] محمد زكريا بن معزو، كمال حمانة، العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر، 1970-2010 مقاربة قياسية، التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون،عدد 35، سبتمبر 2013،ص:06.

أساسي لتطبيق ونجاح سياسة التحرير المالي، يتمثل أولهما في استقرار الاقتصاد الكلي أما ثانيهما فهو التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية[1].

وتوالت الدراسات والأبحاث لتضيف لتحليلMCKINNON المزيد من الدقة والتحليل حول شروط نجاح سياسة التحرير المالي، ولعل من أهمها ما يلي:

1- **توفر بيئة اقتصادية مستقرة:** يعد استقرار الاقتصاد الكلي ركيزة أساسية قبل تبني سياسة التحرير المالي، فالبيئة الاقتصادية المستقرة تغيب عنها مخاطر التضخم وعجز الموازنة وغيرها من المخاطر التي تؤثر على الانفتاح على النظام المالي العالمي ومن ثم الاندماج فيه. وتولى الأهمية الى العناصر التالية[2]:

- سياسة نقدية موجهة نحو الاستقرار،
- سياسة مالية فعالة وأسعار الصرف تدعم الإستقرار المالي،
- توافر قطاع مالي كفئ ومستقر.

2- **توافر نظام قانوني وإشرافي مناسب**، وذلك من خلال[3]:

- توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة،
- التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية.

3- **التدرج في تطبيق إجراءات التحرير المالي**: ثمة منهجان لتحرير المالي أحدهما مباشر وفيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد، وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم في شكل متسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحيطة وحذر.

[1] محمد بن بوزيان، سيدي أحمد شكوري، مرجع سابق،ص 7.

[2] عاطف اندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق الماليةخلال فترة التحول الاقتصادي، مرجع سابق،ص:88.

[3] حريري عبد الغني، مرجع سابق، ص ص: 63-64.

المطلب الثالث :الانتقادات و الدراسات الموجهة لنظرية التحرير المالي

مهما تعددت مزايا وايجابيات التحرير المالي فلا بد من وجود منتقدين للنظرية

1-الانتقادات الموجهة لنظرية التحرير المالي[1]

ظهرت عدة دراسات تعارض نظرية التحرير المالي، من أبرزها ما جاء به Davidson(1986) وAsimakopoulos (1986)؛ حيث يشيران من خلال أبحاثهما أن زيادة الاستثمار الأجنبي تزيد من حدة القروض البنكية وزيادة أعبائها، وقد تمحورت معظم الانتقادات حول ثلاث نقاط أساسية سنبرزها في الآتي:

1- افتراض الأثر الإيجابي لإرتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار:

انتقد رواد المدرسة الكنزية نظرية التحرير المالي فيما يخص الأثر الذي يفترض أنه إيجابي لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقة على الادخار والاستثمار، حيث أثبتت الدراسات التجريبية على الأنظمة المالية المحررة عكس افتراض العلاقة الايجابية بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الادخار.

فقد توصل كل من Burkett وDutt(1991)؛ إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يسبب انخفاض الطلب الفعال والذي يعد بدوره نتيجة لانخفاض معدلات الأرباح، وبالتالي ينخفض الاستثمار ومن تم الإنتاج، وهذا الأثر السلبي يفوق الإيجابي لانخفاض معدلات الفائدة على القروض الناتجة عن ارتفاع الموارد القابلة للإقراض.

كما وجد Bandiera(2000)، بعد دراسة أجراها على 10 دول نامية حيث بينت أنه لا توجد علاقة بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الادخار.

ولم يقتصر الأمر على الدول النامية فحسب، إذ توصل كل من الباحثين Mahar وWilliason عام (1998)، إلى أن ارتفاع الادخار في اليابان وبعض دول شرق أسيا، لا يعد نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقة وإنما لنوعية المنتجات البنكية المقدمة في الاقتصاد.

افتراض مثالية الأسواق المالية في الدول النامية:

يرىWeiss وStiglitz (1981) أنه كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي على الإقراض، كلما أصبحت الاستثمارات عرضة للمخاطر، وزاد احتمال توقف المقترض عن السداد، وبالتالي تنخفض أرباح البنك المتوقعة.

[1] غربي ناصر صلاح الدين،سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجيستر(غير منشورة)، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2007،ص: 71.

واستطاع الباحثان الخروج بنتيجة مهمة مفادها وجود معدل فائدة حقيقي أمثل على القروض(i^*) فإذا تجاوزت معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك المعدل الأمثل، يؤدي ذلك إلى تراجع الأرباح المتوقعة للبنوك.وهذا راجع لسببين:

- الاختيار ذو المخاطر المتضادة*،
- تغيير طبيعة المشروع (ظاهرة الحافز).

كما تعاني الأسواق المالية للدول النامية من مشكلة عدم تماثل المعلومات وتتجسد هذه المشكلة في جانبين:

1. الاختيار السيئ،
2. الخطر الأخلاقي.

وفقا لنموذج Weiss وstiglitz فإن لضعف الأسواق المالية وعدم كفاءتها في الدول النامية أسباب تتعلق بعدم تناظر المعلومات وتتمثل في نقص المعلومات الرقابية الخاصة بأنشطة المؤسسات التي توظف الأموال مما يرفع من درجة المخاطرة، كما أن هذه الأنشطة في الدول النامية تفتقد إلى التأمين ضد المخاطر المالية، وتعاني الأسواق المالية لهذه الدول من التمزق المالي؛ بحيث فشل مؤسسة مالية كبيرة قد ينتشر في النظام المصرفي كليا في ظل غياب التأمين الحكومي، إضافة إلى عدم كفاءة الأسواق المنافسة في النظام المالي والعمل في ظل المنافسة غير الكاملة[1].

2- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي:

لقد قاما MCKINNON و SHAW بتحليل دور أسواق التمويل غير الرسمية في كتابيهما سنة 1973، إلا أنهما لم يدخلاهما في نموذجيهما، وذلك ما يعاب على نماذج مدرسة ستانفورد، حيث أن هذه الأسواق تعد من أهم الخصائص الهيكلية التي تميز الاقتصاديات السائرة في طريق النمو، وتلعب دورا مهما في تمويل القطاعات المنتجة خاصة في ظل الكبح المالي حيث يجد أصحاب العجز وذوي الفوائض المالية في القطاع غبر الرسمي ملجأ للتوظيف والتمويل.كما أن القطاع المالي غبر الرسمي حسب أعمال Taylor(1983) و Van Wiginbergen(1983) وBuffie(1984)؛ فإنه يتميز بكفاءة نسبية في تخصيص الموارد المالية باعتباره يقوم

* سوف يتقدم المقترضون الأكثر ميلا للمخاطرة لطلب الحصول على ائتمان من البنك، بينما سوف يتراجع المقترضون الذين يكرهون المخاطرة والذين يعتبرون الأكثر أمانا، بافتراض أنهم لا يتهربون من السداد، ويخرجون من قائمة طالبي الحصول على قروض.

[1] محمد حسني، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، الرياض، 2006، ص ص 762-764.

بوساطة تامة مقارنة بالبنوك التي تقوم بوساطة جزئية (نظرا لاحتفاظها باحتياطي نقدي يقلل من قدرتها على منح القروض)[1]،

2- الدراسات المعارضة للتحرير المالي

هناك العديد من الدراسات أكدت على المخاطر الناتجة عن عملية التحرير، وفي سياق هذه الدراسات نذكر :[2]

- المخاطر الناتجة عن التقلبات الفجائية لرأس المال: ويمكن الإشارة في هذه الحالة إلى الدراسة التي أشار إليها تقرير الاستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن درجة التقلب في استثمار الحافظة المالية (مقاسا على أساس معامل الاختلاف) يصل إلى 0.43في حين يصل إلى 0.35 بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر، وإلى 0.71 بالنسبة للقروض من البنوك التجارية، وذلك إشارة إلى أن درجة التقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار في الحافظة المالية أعلى بكثير من درجة التقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، مما يؤكد على أن التحرير المالي يؤدي إلى دخول رؤوس الأموال وقد تخرج بسرعة، مما يؤدي إلى حدوث أزمات خانقة[3].

- مخاطر تعرض البنوك للازمات: ومن بين الدراسات التي جاءت في هذا المجال نذكر

- يعتبرAlgandro-Das Carlos ، أول من نبه سنة 1985 في مقاله الشهير "وداعا للكبح المالي ...أهلا بالانهيار المالي"، حيث نبه إلى المخاطر الشديدة التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي

- .دراسة أنجزها دمريجوس كونت و ديترياش Detriache and Kunt Demirguc عام 1997، حيث اعتمدا فيها على مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي لكي يحللا العلاقة بين أزمات البنك التي حدثت في 65 دولة خلال الفترة 1980-1994 وإجراءات التحرير المالي، واستخدما الثلاثة متغيرات الأساسية التالية: سعر الفائدة الحقيقي، نسبة المقدمة من الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص، ومعدل نمو الائتمان المصرفي وثبت من تحليلهم، أن ثمة علاقة وثيقة بين تلك المتغيرات وأزمة الجهاز المصرفي التي حدثت في هذه الدول في تلك الفترة

- وفي دراسة لـ شنج Shang عام 1996، فقد أشار إلى أنه في عام 1980 كانت البنوك مدينة بما قيمته 81 مليار دولار، وقد تكبدت خسائر فادحة حينما قامت هذه الدول بتنفيذ اتفاقات الاستقرار الاقتصادي والتكيف الهيكلي وخفضت من قيمة عملتها كجزء من هذه الاتفاقات

[1] محمد بن بوزيان وسيدي محمد شكوري، مرجع سابق، ص6.

[2] رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، دار الخلدونية الجزائر، عدد 2، 2000، ص: 36 -50

[3] رمزي زكي، مرجع سابق ص ص36-50.

– وقد أشار الخبير دانيال هاردي Hardy Daniel إلى أن البنوك في ظل التحرير المالي تسرف في منح الائتمان للقطاع الخاص، وبالذات في فترات الرواج، مما يجعلها عرضة لمخاطر الائتمان والإعسار والسيولة

– مخاطر هروب رؤوس الأموال: سواء للاستثمار المالي أو الحقيقي، حيث تذهب الأموال للاستثمار في الخارج، رغم أنه هناك مفارقات كبيرة بخصوص البيانات، يمكن هنا الإشارة فقط إلى بيانات الأونكتاد حيث تبين أن البلاد النامية تساهم بما نسبته 4.14 %من جملة حركة الاستثمارات الأجنبية المنسابة للخارج في عام 1997 وهو ما يعادل 61 مليار دولار أمريكي.

– مخاطر دخول الأموال القذرة: وقد نشرت في ذلك جريدة times Financial في عددها الصادر في 18 أكتوبر 1994 أتضح: أنه وفقا لتقديرات المسئولين في المملكة المتحدة والولايات المتحدة، وصل مبلغ الأموال التي يتم غسلها سنويا في النظام المالي في أنحاء العالم إلى حوالي 500 مليار دولار، وهو ما يعادل 2 %من الناتج المحلي العالمي.

المطلب الرابع : مزايا و مخاطر التحرير المالي

إن التوجه المتزايد نحو تخفيف القيود المفروضة على العمل المالي والمصرفي، جـــاء في سياق الرغبة في تطوير القطاع المالي وإعطائه المرونة والقدرة الأكبر على أداء أدواره بكفاءة وفعالية كنتيجة لمدى ارتباط النمو الاقتصادي بدرجة التطور المالي، كما يُمكن للتحرير المالي أن يفرض على الدول أعباءً كبيرة.

1 – مزايا التحرير المالي

يُمكن أن يكون للتحرير المالي العديد من المنافع والايجابيات التي تعود على الدول، أهمها:

- يُتيح القطاع المالي المفتوح إتباع سياسات أفضل للاقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، فعمليات التحرير تتطلب من الحكومة تبني سياسات مقبولة ومناسبة نقدية ومالية، ومتعلقة بأسعار الصرف؛
- تحسين تخصيص الموارد المؤقتة المتبادلة دولياً، فالأسواق المالية المفتوحة تُؤثر على المدخرات والاستثمارات وتُؤدي إلى تحسين توزيع الموارد[1]؛
- يسمح التحرير المالي للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى، بخلق فرص استثمارية واسعة وأكثر ربحية، وتوفير ضمانات وتنويعها ضد المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين مختلف الأسواق المختلفة؛

[1] طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاسها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر،2003، ص ص: 30- 31.

- يُمكن التحرير المالي الدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة التمويلية المحلية – أي قصور المدخرات المحلية عن تمويل الاستثمارات– مما سيُؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي، وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي؛
- تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحفظة المالية بالابتعـــاد عن القروض المصرفية التجارية، وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية؛
- يُؤدي التحرير المالي إلى تطوير وتحديث القطاع المالي، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، وبالتالي الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج[1]؛
- تحسين نوعية الخدمات المالية المحلية عن طريق زيادة المنافسة، حيث أن المنافسة تُرغمُ المؤسسات المالية والمصرفية على تخفيض تكاليفها وتحسين تسييرها وجودة خدماتها المقدمة؛
- نقل التقنيات التكنولوجية وإدارة المخاطر من خلال ملكية الأجانب للبنوك.

2 – مخاطر التحرير المالي

رغم المنافع والايجابيات التي يُمكن أن يحققها التحرير المالي، إلا أن له مخاطر يُمكن أن تُؤثر على استقرار اقتصاديات الدول، والتي نذكر منها:

- التعرض لأزمات مالية إثر الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، أو انتقال عدوى الأزمات بسبب عملية التحرير؛
- ارتفاع معدل الصرف الحقيقي بسـب التدفقات الرأسمالية الكبيرة، وما يترتـب عليـــه من فقدان القدرة على المنافسة الخارجية، وزيادة العجز في الحساب الجاري؛
- مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية نحو الخارج؛
- مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)؛
- زيادة التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل مقارنة بالتدفقات طويلة الأجل، وهو مـا أدى إلى مضاربات تسببت في تدفقات عكسية للخارج؛
- إضعاف السيادة الوطنية في مجال رسم السياسة النقدية والمالية[2].

[1] عثمان أبو حرب، الاقصاد الدولي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 166.

[2] رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، مصر،طبعة 1999.، ص: 86.

المبحث الثالث :التحرير المالي و الأزمات المالية

لقد شهد القرن العشرين عدداً من الأزمات المالية خاصة على الدول النامية، حيث كانت أثارها السلبية حادة وخطيرة، هددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية لتشمل دولا أخرى نامية ومتقدمة كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول ولاندماجها في المنظمة العالمية للتجارة، وقد ارتبط مفهوم الازمة المالية بسياسة التحرير المالي نظرًا لكون هذا الأخير من الاسباب المباشرة لحدوث الازمة المالية .

المطلب الاول : مفهوم الأزمات المالية و أنواعها

بالرغم من تعدد مفاهيم الازمات المالية إلا انه يمكن التوصل الى تعريف شامل لها .

1- مفهوم الأزمات المالية

هناك عدة تعاريف للازمات المالية نذكر منها :

1- الأزمة المالية هي " الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية"[1]

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط و سريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج، وقد عرف الاقتصاد الدولي عدة أزمات مالية.

2- الأزمة المالية هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد الوطني، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات، وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء.[2]

[1] عبد المطلب عبد الحميد،"العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية،ط1، الإسكندرية،2001 ، ص33 :

[2] عبد الحكيم الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية دار الفكر الجامعي، ط1،الإسكندرية، مصر، 2005، ص 32.

3- يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما آو لمجموعة من الدول، و التي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامها الرئيسية، و الذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه أثار سلبية علي قطاع الإنتاج و العمالة، و عادة ما تحدث الأزمة المالية بصورة مفاجئة[1] .

2- أنواع الأزمات المالية[2]

2-1 الأزمات المصرفية: تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة فى طلب سحب الودائع. فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، و بالتالى يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك. وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت الى بنوك أخرى، فتسمى فى تلك الحالة أزمة مصرفية "Systematic Banking Crisis". وعندما يحدث العكس، أى تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة فى الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان او Credit Crunch. وقد حدث في التاريخ المالي للبنوك العديد من حالات التعثر المالي مثل ما حدث فى بريطانيا لبنك " Overend & Gurney" وما حدث في الولايات المتحدة عندما انهار "بنك الولايات المتحدة Bank of United States" فى عام 1931 وبنك "Bear Stearns".

2-2 أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على آداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات Balance of Payments Crisis. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالى تحدث أزمة قد تؤدى لانهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث فى تايلاند وكان السبب المباشر فى اندلا ع الأزمة المالية فى شرق آسيا عام 1997. وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو خفض سعر صرف العملة الوطنية قد يبدو قراراً تطوعياً من السلطة النقدية، الا أنه فى أغلب الحالات يكون قراراً ضرورياَ تتخذه فى حال وجود قصور فى تدفقات رأس المال الأجنبى أو تزايد فى التدفقات الخارجة. بعض تلك

[1] حسيني عرفات التقي، التمويل الدولي،دار المحلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999 ، ص200

[2] عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والاسباب .

www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc 16/04/2017

الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالى، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً فى تباطؤ النمو الاقتصادى وحدوث الانكماش بل قد تصل الى درجة الكساد.

2-3 أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات": تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. فى هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره فى الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر فى الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

المطلب الثاني : بعض الأزمات المالية قبل سنة 2000

شهدت الأسواق المالية الدولية في القرن العشرين عدة أزمات و انتكاسات اتسمت بالدورية، ومن أشهر هذه الأزمات مايلي:

1 الكساد العظيم سنة 1929

شهدت العلاقات النقدية والمالية الدولية استقرارا نسبيا بعد تجاوز الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال فترة الحرب العالمية الأولى، ومع استمرار ارتفاع أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك منذ عام 1924على مدى خمس سنوات متتالية أين وصلت إلى أعلى مستوياتها في 28 أكتوبر1929 حيث سجل مؤشر داوجونز ارتفاعا كبيرا إذ انتقل من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة % 273 مما أدى إلى حدوث أزمة حقيقية بخسارة المستثمرين لعملياتهم في الأسواق المالية بحوالي 200 مليار دولار،وإفلاس حوالي3500 بنك في يوم واحد. وتميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية[1]:

- زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.
- كانت لها صفة الدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
- استمرارها لفترة طويلة نسبيا.

[1] – مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في العالم النقد و المال). الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 2، 2000، ص ص: 100-103.

- عمق وحدة هذه الأزمة، ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت الودائع لدى البنوك بـ 33% كما انخفضت عمليات الخصم و الاقتراض بمقدار مرتين، ووصل عدد البنوك المفلسة من عام 1929 إلى 1933 أكثر من 10000 بنك، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث كان سعر الخصم في بنك انجلترا خلال الفترة 1930-1933 بحدود 3.1% مقابل 5.5% في عام 1929 حيث يرجع سبب ارتفاع أسعار الفائدة في بداية الأزمة إلى تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، فالمستويات المتدنية لأسعار الفائدة تسببت في إطالة أمد الأزمة، كما أن المقرضين كانوا يغالون في طلب الضمانات على القروض، مما كان يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها.
- اختلاف مدة وحدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.
- ترافق الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، ففي انجلترا تم إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر1931، و قد نتج عن ذلك تدهور قيمة الجنيه الإسترليني، وعموما سببت هذه الأزمة في تخفيض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي(50%-84%) بالمقارنة مع المستوى قبل الأزمة.
- توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا و النمسا.

2- أزمة الاثنين الأسود 1987

عرفت بورصة وول ستريت بنيويورك في 19 أكتوبر1987 انخفاضا متتاليا في أسعار تداولاتها المالية صاحبه اندفاع المستثمرون إلى بيع أسهمهم مما أدى إلى انخفاض مؤشر داوجونز بمقدار 508 نقطة في يوم واحد، مما أثر على باقي البورصات العالمية وكانت الخسائر كبيرة، ففي بورصة نيويورك سجل انخفاض قدره 800 بليون دولار بنسبة26% ، ولندن22% ، وطوكيو17% ، وفي بورصة فرانكفورت15% ، وفي أمستردام12 % و تعود أسباب الأزمة إلى انهيار أسعار 30 نوعا من أسهم أشهر الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث فقد مؤشر داوجونز نسبة % 21.6 من مستواه السابق، وانخفضت أسعار أسهم بورصة نيويورك نتيجة الخلل في التوازن بين العرض والطلب الناشئ من جراء كثرة أوامر البيع بشكل واسع[1].

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص:202.

ومن أبرز الحقائق التي يكشف عنها الجدول الآتي هو الاتجاه النزولي لمؤشرات الأسهم في كافة الأسواق.

جدول رقم (2–1) : نسب التغيير في قيم المؤشرات 22 دولة خلال عام 1987 وخلال أكتوبر من نفس العام.

البلد	بالعملة المحلية أكتوبر 1987		بالدولار أكتوبر 1987	
أستراليا	41.8 –	03.6–	44.9–	4.7+
النمسا	11.4 –	17.6 –	5.8–	0.7+
بلجيكا	23.2–	15.5–	18.9–	3.1–
كندا	22.5–	4.00+	22.9–	10.4+
الدنمارك	12.5–	4.5–	7.3–	15.5+
فرنسا	22.9–	37.8–	19.5–	13.9–
ألمانيا	22.3–	26.8–	17.1–	22.7–
هونغ كونغ	45.8–	11.3–	45.8–	11.00–
إيرلندا	29.6–	12.3–	25.4–	4.7+
إيطاليا	16.3–	32.4–	12.9–	22.3+
اليابان	12.8–	8.5+	7.7–	41.4+
ماليزيا	39.8–	6.9+	49.3–	11.7+
المكسيك	35.00–	0158.9+	37.6–	5.5
هولندا	23.3–	18.9–	18.1–	0.3+
نيوزيلندا	29.3–	28.7–	36.00–	23.8–

المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص590

وتتلخص أهم الأسباب المؤدية إلى حدوث أزمة الاثنين الأسود في النقاط التالية[1]:

- .نشاط السوق المالية الدولية بشكل مذل حيث بلغ ذروته سنة 1987
- قوة ارتباط الأسواق المالية فيما بينها.
- ضخامة الصفقات والعمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.
- تنوع الأصول المتعامل بها.

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص 204.

•استخدام أحدث الأساليب في الاتصال، وأكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة والعمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.

•قوة العلاقات النقدية والمالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة، ومثال ذلك تداول العملات الرئيسية كالدولار حيث تسببت تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر1987

•التفسيرات المتناقضة التي تتعلق بكفاءة السوق المالية.

3-أزمة أكتوبر1989

بدأت آثار الأزمة في شهر سبتمبر 1989 عقب إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة والتجزئة بنسبة 5%،9%على التوالي، مع امتناع البنك المركزي الأمريكي "البنك الاحتياطي الفدرالي" عن تخفيض أسعار الفائدة، وفي 13 أكتوبر 1989 انخفض مؤشر داوجونز بنسبة 190 نقطة، أي بمقداره7% ، وفي طوكيو فقد مؤشر نيكاي 647 نقطة، كما أضاع مؤشر فايننشال تايمز 142 نقطة. وتختلف أزمة 1989 بالمقارنة بأزمة أكتوبر1987 لأسباب كثيرة أهمها [1] :

1- تحسن الظروف الاقتصادية و عدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية.

2- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات و تحسن أرباحها)، فان أصحاب الأسهم لم تكن دوافعهم قوية للتخلي عنها بطرحها للبيع، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا و بعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.

3- اقتصار بيع الأوراق المالية (الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار، دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم و نطاق العمليات و بالتالي عدم تسببها في التأثر بشكل كبير على الأسعار.

4- عدم ظهور و انتشار التوقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ .

5- إن إسراع المستثمرين (في 1987) لبيع أسهمهم تسبب فعلا في تسارع انخفاض الأسعار و إلحاق خسائر كبيرة بالبائعين، أما في 1989 فقد فضل المستثمرين التريث و عدم الاستعجال بالبيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق و الحد من انخفاض الأسعار.

[1] مروان عطون، مرجع سابق، ص ص :220 – 223 .

6- في أزمة أكتوبر 1987 اتسم موقف الحكومة باللامبالاة (خاصة في الو.م.أ)، مما أثر سلبا وزاد في تفاقم الأزمة، لكن في أكتوبر 1989 سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايدة بحجم كبير جدا من السيولة، وهذا ما ساعد على احتواء الأزمة.

أما في ألمانيا الاتحادية فإن الأوساط المالية لم تكن تعتبر ما يحدث في البورصات أزمة حقيقية وإنما مجرد اضطراب طفيف في أسعار، لا يمتلك مقومات الأزمة، و فعلا اتجهت الأوضاع للاستقرار تدريجيا.

4- أزمة الأسواق الناشئة (المكسيكية، الأرجنتينية)

يقصد بالأسواق الناشئة، أسواق عدد من البلدان المختلفة التي تتلقى كميات ضخمة من تدفقات رأس المال الخارجي، فأصبحت أكثر اندماجا في السوق الدولية وأكثر استجابة و أشد حساسية لآليات السوق، الأزمة المالية في سوق ناشئة تعني أن اقتصادا صاعدا تعود على تلقي تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال لفترة طويلة من الزمن، ثم توقفت هذه التدفقات، وبدأ الاقتصاد يواجه طلبا متزايدا و فجائيا لمدفوعات خدمة هذه التدفقات الوافدة في صورة تدفقات عكسية خارجة لرأس المال، و تؤدي هذه التدفقات العكسية إلى ارتباك مالي نظرا لأنها قد تؤدي إلى التوقف عن دفع ديونه، مما يستلزم الدخول في مفاوضات لإعادة جدولة الديون أو للحصول على قروض جديدة تمكنه من تمويل مدفوعات القروض القديمة[1].

4-1 الأزمة المكسيكية

لقد حدثت أزمة المكسيك سنة 1994 وكشفت عن ضعف اقتصاديات الدول النامية و الأسواق الناشئة في الصمود و التكيف مع الصدمات التي تحدثها العولمة المالية بسبب التحرير المالي و الاقتصادي و تحول هذه الدول إلى اقتصاد السوق.

نجمت هذه الأزمة عن تدفق مذهل لرؤوس الأموال إلى خارج، بشكل سريع مثير للانتباه، وممهد الانهيار النظام المالي العالمي، فحسب قول"Michel Camdessus" المدير التنفيذي السابق لصندوق النقد الدولي: إن الأزمة المكسيكية عام 1995 كانت الأزمة الكبيرة الأولى في عالمنا الجديد، عالم الأسواق المعولمة، التي جرت وراءها أزمات في عدد كبير من الدول العالم، ولا سيما في بلدان جنوب شرق آسيا و غيرها من بلدان أوربا الشرقية.

فلقد ازدادت أزمة سعر الصرف في المكسيك تفاقما و بلغت ذروتها عندما انخفضت قيمة (البيزو) بحوالي 40% في 2005/01/31 من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، مما دفع بالأسواق المكسيكية إلى الشعور

[1] - يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الإسكندرية، الدار الجامعية، السنة غير مذكورة، ص 291.

بالخوف من استمرار العجز الكبير في حساب المعاملات الجارية لميزان المدفوعات، أما فيما يتعلق بالتدفقات المالية للمكسيك بعد هذا التاريخ كان لها أثر على الاستهلاك يفوق بكثير أثرها على الاستثمار. [1]

يمكننا ذكر أهم أسباب أزمة سعر الصرف المكسيكي :

- تقيم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، و اختفاء التدهور في المدخرات الخاصة وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية، الناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بسبب تنفيذ المكسيك لبرنامج الإصلاح الاقتصادي، الاعتقاد بأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى للإصلاح.

- الارتفاع الكبير في الاستهلاك و في إستراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيما بعد، و هذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقسيم البيزو.

- يعد ارتفاع سعر الفائدة و إدارة الدين الحكومي، قصير الأجل و التوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، و الذي دفع الحكومة إلى انتهاج سياسة نقدية متشددة و توسيع مجال التدخل في سعر الصرف للمحافظة على استقرار العملة.

-إن تقلبات سعر الصرف و الاضطرابات المالية المتتالية نتجت عنها آثار سلبية كراثية على الاقتصاد المكسيكي، حيث انخفضت قيمة العملة المكسيكية (البيزو) بـ 40 % من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994، و يرجع ذلك إلى أسباب اقتصادية خارجية أدت إلى انخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة، و أسباب سياسية داخلية تمثلت في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي، و التساهل في السياسة النقدية خلال 1994، حيث أدت إلى التوسع السريع الممنوح إلى البنوك من قبل البنك المركزي المكسيكي و الممنوح للقطاع الخاص من قبل البنوك التجارية و بنوك التنمية، كما لا ننسى قرار الحكومة بتعويم البيزو و تخليها عن إدارة نظام سعر الصرف.

4-2 أزمة الأرجنتين

كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر 1994 و أوائل 1995 أثار ذات قيمة في أسواق الأرجنتين المالية، في ظل نظام مالي ضعيف و معدلات تبادل غير مرنة، واعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبي قصير الأجل، أظهرت الأرجنتين الكثير من مؤشرا التعرض لازمات مالية، ومن ثم كانت النتائج غير مبشرة بالخير.

فعلى الرغم من الأداء الاقتصادية القوي للأرجنتين في عام 1994 و بداية 1995، حيث بلغ معدل نمو الدخل القومي الإجمالي 7.7% وانخفض معدل التضخم من 20.6% إلى 3.9% في سنة 1994، إلا أن القلق كان

[1] – العقون نادية، تحرير حركة رؤوس الأموال و آثارها على ميزان المدفوعات، دراسة حالة الجزائر الفترة 1990- 2000 . رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2003- 2004، ص 99.

يساور المستثمرين المحليين و الأجانب بشأن استقرار سعر الصرف، فبدؤوا بسحب أموالهم من البنوك على إثر الانهيار الذي حدث في المكسيك، فتحولت طلبات السحب إلى حالة من الذعر الشديد، وأصبحت البنوك بنقص السيولة و عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات[1].

فعجزت الأرجنتين عن سداد ديونها الخارجية المقدرة بـ 145 مليار دولار، وبلغ معدل البطالة 20%، بالإضافة إلى تدهور قيمة العملة المحلية بحوالي 30% في أواخر 2001، مما استوجب على وزير الاقتصاد تخفيض الإنفاق الحكومي بنسبة 20%، و خفض المرتبات إلى النصف، كما أدى الوضع إلى السحب من مدخرات صندوق التأمينات و المعاشات لدفع الرواتب المستحقة، وانتشر الفقر و الفساد، فثار الشعب الأرجنتيني و استقال رئيس الدولة، لكن استطاعت الأرجنتين الحصول على قرض دولي طارئ قدره 20 دولار من صندوق النقد الدولي من أجل تصحيح الأزمة[2].

1- **أسباب الأزمة** : ترجع أهم أسباب عجز الاقتصاد الأرجنتيني إلى[3]:

1. نمو الصناعة في الأرجنتين خلق أسوار حماية مرتفعة منذ الستينات، و عدم عمل هذه الصناعات على رفع كفاءتها الإنتاجية، فعجزت عن المنافسة وتعرضت المنشآت للإفلاس.
2. ضعف ثقة المنشآت الصناعية في برنامج الإصلاح الأرجنتيني، مما قلل من رغبتها في إجراء التغيرات الهيكلية في أنماط الإنتاج.
3. عدم مرونة أسواق العمل في الأرجنتين، وتعرضها للاضطرابات و التشوهات مما أدى إلى ارتفاع التكلفة و انخفاض الكفاءة الإنتاجية في الصناعات المختلفة.
4. ارتفاع القيمة الحقيقية للبيزو الأرجنتيني و الذي يرجع سببها إلى سياسة سعر الصرف الثابت المتبعة لمحاربة التضخم، تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وضعف الجانب الحقيقي للاقتصاد الأرجنتيني.

5- أزمة جنوب شرق آسيا 1997

لقد انبهر كثير من الاقتصاديين بمعدلات النمو الاقتصادي التي حدثت في آسيا الشرقية، إذ شكل النموذج التنموي الأسيوي مثالا نال إعجاب كثير من الملاحظين في المجال الاقتصادي و المالي، و لعل هذا ما دفع برجال الأعمال للاستثمار فيها، حيث عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997 مثل اندونيسيا في

[1] – محمد صفوت قابل، الدول النامية و العولمة، مصر، الدار الجامعية،طبعة 2004، ص 268.

[2] – محمد صفوت قابل، مرجع سابق، ص 275.

[3] – عبد القادر محمد عبد القادر عطية، السيدة مصطفى إبراهيم، إيمان محب ذكى، قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الناشر قسم الاقتصاد، 2005، ص 113.

1978، كوريا سنة1980 وغيرهما، إلا أن أخطرها من حيث العمق الداخلي و البعد العالمي كانت أزمة 1997، فكيف حدثت هذه الأزمة؟

على مدى العقود الثلاثة السابقة للازمة المالية الآسيوية، كانت اندونيسيا، تايلاند، كوريا و ماليزيا يتمتعون بسجل رائع في الأداء الاقتصادي، لكن تجاهل هذه البلدان للمشكلات التي طفت على السطح ظنا منها أنها محصنة، سبب لها تفاقم في أزمة سعر الصرف في سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة و تدني الأرباح في أسواق الأسهم مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى 200% من السعر السابق[1]،وبدأ المستثمرين يتخلصون من الأوراق المالية التي لديهم لإيداع قيمتها في البنوك و الاستفادة من سعر الفائدة، وبلغت نسبة انخفاض أسعار الأسهم ما بين 25% و 50% من أسعار السائدة في السوق، وقد بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية و كان ذلك في 1997، حينما قام ستة من كبار تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض "البات" العملة الوطنية لتايلاند بعرض كمية كبيرة منه للبيع، ففشلت الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل احتياطي رهيب لأسعار الأسهم بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق.

ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا فانهارت عملتها بنسبة 17.8% في 1997/09/15 مقارنة بسنة 1996، أما التايوان فقد حافظت على مستوى عملتها، لكن انخفض مؤشر سوق المال بها نحو 20%.

وبالنسبة لهونج كونج أقوى الحلقات في المنظومة الآسيوية، و التي تستحوذ على احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، امتدت العدوى إليها مما دفع بالحكومة إلى رفع سعر الفائدة إلى 200% فوقع تحول ضخم للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية.

مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم و السندات و التأثير على أسواق الدول المتقدمة في العالم (بورصة: نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت و طوكيو)، ولكن سرعان ما عادت هذه الأسواق للانتعاش، بينما استمرت الأزمة في الأسواق الآسيوية.

[1] – العقون نادية، مرجع سابق، ص 102.

وتتمثل اسباب أسباب أزمة دول جنوب آسيا في ما يلي[1]:

- تدفق رؤوس الأموال نحو هذه البلدان بسبب معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة و الاستقرار السياسي المدعم لثقة المستثمرين في أسواقها المالية بالإضافة إلى إلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال.
- تميل التنمية بالقروض القصيرة الأجل.
- منح القروض للقطاع الخاص بدون دراسة سليمة أو ضمانات كافية.
- ضعف و قصور الجهاز المصرفي و المالي وفساده و عدم القدرة على تطويره، وانسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية.
- حرية البنوك في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة وبدون مخاطرة في صرف العملات الأجنبية، مما أدى إلى زيادة الإنفاق.
- الرفع في أسعار الفائدة بهدف الحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية مما حوّل الاستثمار في الأوراق المالية، إلى إيداعات بالبنوك.
- في تايلاند كانت المشكلة حقيقية، أما ماليزيا فمشكلتها هي التصريحات المناهضة للسوق والغرب لرئيس حكومتها.
- التوسيع في التعامل بالمشتقات المالية و الصرفية، وفتح المجال واسعا أمام المضاربات المحفوفة بالمخاطر.
- الاعتماد الكبير في تمويل العجز في الموازنة العامة لبعض دول جنوب شرق آسيا على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

المطلب الثالث : الأزمات المالية بعد سنة 2000

هناك عدة أزمات مالية حدثت مطلع القرن الواحد العشرين من بينها :

1- أزمة سنة 2000 (فقاعات شركات الأنترنت)

عرف العالم نوعًا جديدًا من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات فى سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير فى"NASDAQ" وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحًا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة فى عام 2000

[1] – بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، بيروت، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، 2003، ص 163.

– النتائج المترتبة

–انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.

–تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتى أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.

–استمرار الانخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالى 87% فى 2002.

–قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25 % إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

2– الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2008)[1]

مع زيادة الطلب على المساكن و العقارات بالولايات المتحدة الأمريكية و ارتفاع أسعارها تبعا لذلك، حفز هذا الوضع البنوك و المؤسسات المالية على زيادة حجم الاستثمارات في هذا القطاع سواء بالتوسع في منح القروض حتى بأدنى الضمانات، أول من خلال التوسع كما و نوعا على التداول بالأوراق المالية و مشتقاته المبتكرة و المرتبطة بهذا القطاع، وهذا انطلاقا من فرضية أساسية هي : الارتفاع المستمر لأسعار المساكن و العقارات، و لكن حدث ما لم يكن في الحسبان، حيث انخفضت أسعار المساكن و العقارات و انفجرت فقاعة أسعار المساكن، ممهدة لإفلاس عدد كبير من البنوك و المؤسسات المالية الأمريكية، كما امتدت شرارة هذه الأزمة باقي البنوك و المؤسسات المالية العالمية، و يرجع الكثير من الاقتصاديين أزمة الرهن العقاري أو أزمة فقاعة أسعار المساكن إلى ما يلي:

- التوسع في منح القروض العقارية عالية المخاطر
- توريق القروض العقارية
- ضعف رقابة السلطات النقدية
- تصنيف وكالات التصنيف الائتماني السندات العقارية تصنيف مرتفع الأمان
- ارتفاع حالات التخلف عن السداد و انفجار فقاعة أسعار المساكن.

[1] ساعد مرابط،مداخلة نحت عنوان، الازمة المالية العالمية 2008 : الجذور و التداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس –سطيف، 2009، ص:9

3- أزمة الدين السيادي في اليونان 2010 [1]

تتمثل الديون السيادية في سندات تقوم الحكومة بإصدارها بعملة أجنبية وطرحها للبيع لمستثمرين من خارج الدولة، أي أنه شكل من أشكال الاقتراض .ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة علي الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية و أن يكون لديها هيكل تدفقات نقدية من النقد الاجنبي، حرصا منها على ثقتها على المستثمرين الأجانب، ولو عجزت الحكومة عن الوفاء بمديونيتها تجاه الديون السيادية تنشأ هنا أزمة مالية خطيرة وهي أزمة الديون السيادية، كما هو الحال في أزمة الديون السيادية اليونانية .

دخلت اليونان كعضو في الإتحاد الأوروبي، بعد تطبيق المعايير المالية والاقتصادية عليها، ولقد تبين في عام 2004، بأن اليونان خفضت قيمة نسبة عجز الموازنة عن النسبة الحقيقية، حيث كانت 3.8% إلى الحد الأقصى المسموح به والبالغ3%، وفي عام 2010 تم إكتشاف بأن الحكومة وبنوك أخرى مئات الملايين من الدولارات، كرسوم مقابل ترتيب عمليات Goldman Sachs اليونانية قد دفعت إلى بنك لإخفاء الدين الحقيقي، وذلك باستعمال أدوات مالية مشتقة معقدة .بدأت الأزمة اليونانية نتيجة الأزمة المالية العالمية عام 2007، حيث أن السياحة والنقل البحري يتأثران كثيرا في الأزمات، ونتيجة لذلك بدأ الدين الحكومي يتضخم بسرعة،

وفي بداية2010 ، بدأ القلق يزداد تجاه النمو المتزايد للدين الحكومي، وقد طلبت الحكومة اليونانية من صندوق النقد الدولي خطة إنقاذ، وخفضت ستاندرد اند بورز التصنيف الائتماني لليونان لتصبح+ BB ، حيث أصبح العائد على السندات لأجل سنتين 15.3% وبهذا انخفضت أيضا الأسواق المالية للأسهم .وفي2011 ، ظهر الدين الحكومي كمسألة خطيرة ومزعجة للحكومة اليونانية وبالضبط في منتصف جوان 2011 خفضت ستاندرد أند بورز التصنيف الائتماني للحكومة اليونانية إلىCCC مع العلم بأن هذا التصنيف هو من أقل التصنيفات للدول في العالم، وأن اليونان، دولة متعثرة لا تستطيع تسديد ديونها

وصُنفت الديون اليونانية على الشكل التالي:

- 270 -مليار يورو ديون للقطاع العام.
- 300 -مليار يورو عجز لمؤسسات التأمين الاجتماعي عامي 2005 - 2006.
- 280 -مليار يورو ديون الشركات والأفراد للبنوك.

[1] www.alhewar.org/debat/show.art.asp date.v، 12 04 2017:تاريخ الإطلاع

على الرغم من تلك القروض واعتماد سياسات التقشف إلا أن الدولة لم تعد قادرة على الوفاء بديونها أو قروضها ولا حتى توفير أسباب المعيشة للفرد اليوناني على أرضه، فدعت الحكومة في عام 2015 بقيادة رئيس الوزراء تسيبراس إلى استفتاء شعبي لقبول أو رفض حزمة مساعدات مالية جديدة كخطة إنقاذ جديدة من الاتحاد الأوروبي وكانت النتيجة هي "لا" بنسبة تصويت وصلت إلى 61.24% من الأصوات[1].

قاد ذلك الاستفتاء حكومة تسيبراس إلى الاقتراض مجددًا في يوليو من نفس العام بعد عدة مفاوضات وتفاهمات مع التروكيا أفضت إلى صفقة مساعدات من الاتحاد الأوروبي مدتها 3 سنوات بقيمة 86 مليار يورو أنقذت البلاد من شبح الإفلاس ومن خروجها من منطقة اليورو، ولكن بشروط قاسية من بينها برنامج خصخصة طموح يشتمل على بيع الموانئ والمطارات وغيرها من الأصول الحكومية.

والجدول أدناه يبين حجم القروض المقدمة لليونان خلال الفترة 2010-2011

الجدول رقم (2-2) القروض الممنوحة لليونان خلال الفترة 2011/2010

الدفعات	االتاريخ	منطقة اليورو	صندوق النقد الدولي	المجموع
الدفعة الأولى	ماي 2010	14.5	5.5	20
الدفعة الثانية	سبتمبر 2010	6.5	2.6	9.1
الدفعة الثالثة	ديسمبر/جانفي 2011/2010	6.5	2.5	9
الدفعة الرابعة	مارس 2011	10.9	4.1	15
الدفعة الخامسة	جويلية 2011	8.7	3.2	11.9
الدفعة السادسة	ديسمبر 2011	5.8	2.2	8
المجموع	*	52.9	20.1	73

المصدر : Source: The International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook Database, September 2011

[1] حصاد أزمة الديون اليونانية خلال عام 2015 http://www.noonpost.org/ تاريخ الاطلاع 2017/05/16

أسباب الأزمة المالية اليونانية

هناك عوامل داخلية و عوامل خارجية أدت إلى ظهور هذه الأزمة[1] :

1**العوامل الداخلية** حقق الاقتصاد اليوناني انتعاشا و نشاطا خلال الفترة 2001– 2007 حيث نما الاقتصاد بنسبة 4% وساهم بذلك تسهيل التوسع في منح القروض والتسهيلات الائتمانية من قبل البنوك، مما أدى إلى زيادة استهلاك القطاع الخاص، وزاد الإنفاق خلال هذه الفترة بنسبة 87 % بينما زادت الإيرادات بنسبة 31%، كذلك ساهم ضعف التحصيل الضريبي، في زيادة عجز ميزان المدفوعات، بسبب الفساد المتفشي في جهاز القطاع العام، وتقدر قيمة التهرب الضريبي بمبلغ 20 بليون يورو سنويا، وزادت الرواتب بمعدل 5% سنويا، بينما بلغت الزيادة في الإتحاد الأوروبي نصف هذه النسبة مما أدى إلى ضعف التنافسية، وزيادة عجز الميزان التجاري.

2–العوامل الخارجية : إذ تتمثل أهم الأسباب الخارجية في:

–**الدخول في عضوية العملة الأوروبية** : أصدرت الحكومة اليونانية بيانات اقتصادية غير حقيقية، تتماشى مع اتفاقية ماسترخت –نسب الدين العام وعجز ميزان المدفوعات إلى مجمل الناتج المحلي –وذلك لكي يتسنى لها دخول عضوية العملة الأوروبية، مما أدى إلى التأخير في اتخاذ إجراءات مالية واقتصادية لحل هذه المشاكل.

–الأزمة المالية العالمية 2008: تأثرت اليونان بالأزمة المالية العالمية، ودخلت في ركود اقتصادي بسبب ضعف الدخل من السياحة والنقل البحري، وضعف التنافسية، مما أدى إلى زيادة نسبة البطالة لتصبح 9% في عام2009، وبلغت نسبة عجز ميزان المدفوعات إلى مجمل الناتج المحلي % 13.6 في عام2009 ، آما بلغت نسبة الدين .العام إلى مجمل الناتج المحلي115%

–المبالغة في الدين العام: منذ نهاية عام2009 ، ازدادت مخاوف الدائنون والمستثمرون في بعض الدول الأوروبية(اليونان، ايرلندا، ايطاليا، اسبانيا، البرتغال) وهذا أدى إلى ظهور أزمة ثقة في السندات الحكومية اليونانية . إن مصاحبة تخفيض التصنيف الائتماني لليونان لهذه المبالغة في الدين العام، أدى إلى قرع جرس الإنذار في الأسواق المالية.

[1] محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية إلى أين ؟، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 19 العدد الخاص 3 و4 ، الأآاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2011 ، ص 13.

خاتمة

من خلال استعراضنا لمختلف العناصر الواردة في هدا الفصل ارتأينا الى تحديد تعريف شامل للتحرير المالي وهو بمجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا، ولكن التحرير من كل القيود لا يعني عدم تدخل الحكومة في السوق المالي، بل يبقى للحكومة درجة من التدخل في حالة فشل السوق، من خلال الإشراف وتنظيم هذا السوق.

يؤدي التحرير المالي إلى تدويل وإنتقال أزمات البنوك والأزمات المالية، ولعل ذلك من أهم تحديات والآثار السلبية للتحرير المالي.

بين الشروط الضرورية التي ينبغي توفرها حتى تنجح اي سياسة تهدف الى اصلاح و تحرير القطاع المالي هي :

- ومن توفر بيئة اقتصادية مستقرة
- توافر نظام قانوني وإشرافي مناسب
- التدرج في تطبيق إجراءات التحرير المالي

كما استخلصنا أن القطاع المالي و الاقتصادي على المستوى العالم عانى من مجموعة من الأزمات المالية الدولية منذ 1929 أزمة الكساد العظيم إلى أزمة الدين السيادي في اليونان 2010، و ترجع أهم أسباب هاته السلسلة من الأزمات إلى اضطرابات في أسعار الصرف و تدفقات رؤوس الأموال و تشوهات النظام المصرفي.

الفصل الثالث

سياسة التحرير المالي في الأسواق المالية العربية

بالتركيز على الحالة المصرية

(2016-2011)

تمهيد:

بدأت معظم الدول العربية منذ منتصف عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرير المالي، باتخاذ مجموعة من الأساليب بغية تعزيز مستوى كفاءة النظام المالي وإصلاحه كليا، سارت نحو تخفيف القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، من أجل تخصيص أكفأ للمدخرات، وبذلك زيادة جاذبية البلدان العربية للاستثمارات الأجنبية، وكذا الوصول إلى الأسواق المالية الخارجية، إذ قامت بتطبيق برامج الإصلاح لتدارك الصعوبات والسلبيات التي تحد من قدرة النظام المالي على التطور والنمو، وقد ركزت على تحديث النظام المصرفي وتطوير الأسواق المالية من جميع النواحي التشريعية والمؤسسية لحماية المستثمرين، وتعزيز الثقة في الأسواق.

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة :

- تحديات سياسات التحرير المالي في الدول العربية
- تجارب بعض الدول العربية في التحرير المالي
- السوق المالية المصرية في ضل الحرير المالي (2011-2016)

المبحث الأول: تحديات سياسات التحرير المالي في الدول العربية

على الرغم من التطورات في التشريعات و الأنظمة التي حققتها الأسواق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة، إلا أن تلك التشريعات مازالت تعاني في بعض الدول العربية من عدد من جوانب الضعف التي تحد من قدرتها على القيام بالدور المطلوب منها وتقلل من فاعليتها .

إذ سنحاول من خلال هذا المبحث أن نبين واقع الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي و تحديات تحرير القطاع المالي في الدول العربية و كيفية مواجهة هذه تحديات .

المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية في ظل التحرير المالي

مع بداية تطبيق الإصلاحات التي مست القطاع المالي في الدول العربية، تم إنشاء بورصات مختلفة إلا أن نتائجها كانت متباينة بين البورصات فهناك بورصات لم ترق للتطور المرغوب كبورصة الجزائر، وأخرى عرفت تنامي كبير كبورصات دول الخليج، كما تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نموا مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها لإستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية لم يتأت إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، ولكن رغم هذا فلقد عرفت الأسواق المالية العربية تطورات كبيره في مستوى أدائها خلال السنوات الأخيرة ، كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم(3–1) :تطور اداء الاسواق المالية العربية (2011–2016)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015	2016
القيمة السوقية(مليار دولار)	894.1	940.5	1137.7	.1203.1	1059.5	1036
قيمة الأسهم المتداولة(مليار دولار)	393.1	624.4	534.9	835.3	500.5	443.6
عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	156	260.6	260.6	416.7	289	309.7
عدد الشركات المدرجة	1392	1358	1358	1405	1502	1521
معدل دوران الاسهم%	44	66.4	47	69.4	44.3	42.8

المصدر :صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرات الفصلية المتعددة.

إستمرت الأسواق المالية العربية في أدائها الجيد على مدى سنوات 2011- 2014 لتبلغ 1203.1 مليار دولار سنة 2014 مقابل 894.1 مليارددولار سجلت بنهاية عام 2011م أي نسبة نمو موجبة وجاء هذا الإرتفاع في أداء الأسواق المالية العربية على أعقاب ارتفاع أسعار الأسهم في هذه الأسواق خلال هذه السنوات إلى مستويات مرتفعة .

كما عرفت سنتي 2015 و 2016 سنتي تحدي لأسواق المال العربية، فقد تراجع أداء هذه الأسواق خلال هاتين السنتين وهو التراجع الذي بدأ مساره منذ سبتمبر 2014 مع بدء الانخفاض في أسعار النفط العالمية . فقد خسرت الأسواق المالية العربية مجتمعة خلال عام 2015 نحو 143.6 مليار دولار من قيمتها السوقية، ما يمثل حوالي 12% من هذه القيمة، لتصل في نهاية سنة 2015 إلى 1059.5 مليار دولار وفي نهاية ديسمبر 2016 بلغت قيمتها السوقية 1036 مليار دولار[1]، مقابل 1203.1 مليار دولار سنة 2014.

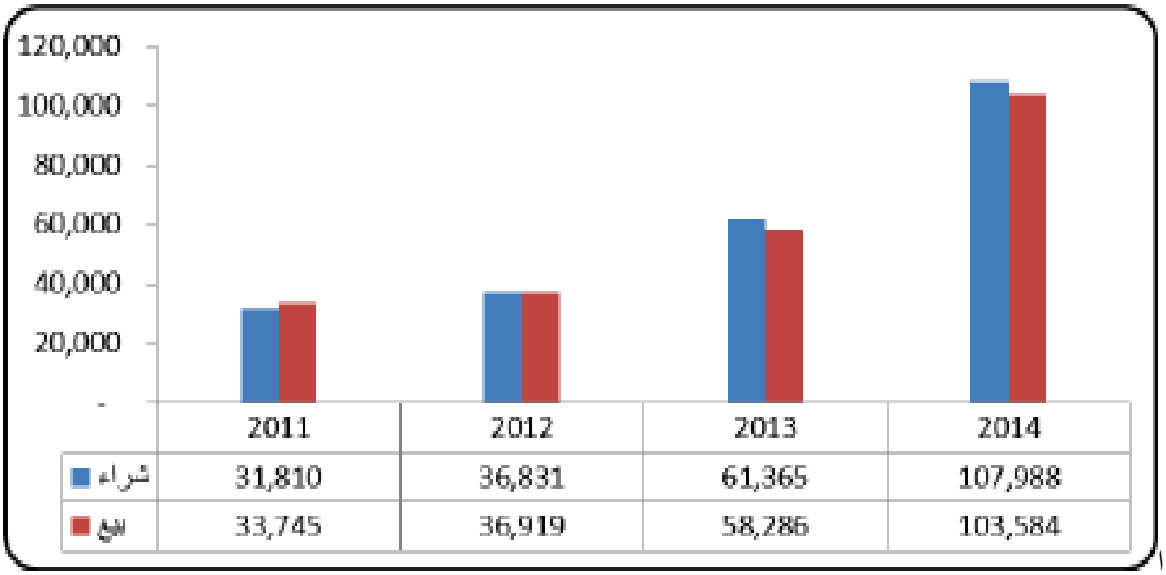
وعرفت الأسواق العربية خلال عام 2015 ، شح في السيولة، كما تعبر عنه مؤشرات التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال العام حوالي 500.5 مليار دولار، بنسبة تراجع وصلت إلى حوالي % 48.0 بالمقارنة مع القيمة المماثلة المسجلة خلال العام السابق 2014 ، البالغة نحو 835.3 مليار دولار .لينخفض بناء عليه، معدل دوران الأسهم العربية من نحو % 69.4 عن عام 2014 إلى نحو % 44.3 عن عام 2015، علماً أن هذا المعدل كان قد تجاوز % 100 في سنوات ما قبل الأزمة المالية العالمية.

كما عرفت تعاملات الأجانب في الأسواق المالية العربية تطورا كبيرا بعد تبني سياسة التحرير المالي ،حيث ساهم التحرير في جذب المستثمر الأجنبي وخاصة في السنوات الأخيرة وهو ما يوضحه الشكل التالي :

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرات الفصلية 2016 ص:8

الشكل رقم(3-1):تطور تعاملات الأجانب في اسواق المال العربية 2011-2014

الوحدة : مليار دولار



	2011	2012	2013	2014
شراء	31,810	36,831	61,365	107,988
بيع	33,745	36,919	58,286	103,584

المصدر : صندوق النقد العربي،التقرير الإقتصادي الموحد، التطورات النقدية والمصرفية في أسواق المال العربية، الفصل السابع ص :182

من خلال الشكل يظهر تحسن كبير في تعاملات المستثمر الاجنبي في البورصات العربية خلال السنوات 2011-2014 ،حيث بلغت إجمالي قيمة مشتريات الاجانب في البورصات العربية حوالي 108 مليار دولار سنة 2014 أي مانسبته 12.9% من اجمالي قيمة الاسهم المتداولة خلال نفس السنة أي بزيادة تفوق 46.6 مليار دولار عن سنة 2013 .

في المقابل بلغت اجمالي قيمة مبيعات الاجانب في البورصات العربية حوالي 103.6 مليار دولار أي مانسبته 12.4% من اجمالي قيمة الاسهم المتداولة من نفس السنة وهو مايشكل زيادة بنحو 45.3 مليار دولار عن سنة 2013 .

المطلب الثاني: تحديات تحرير القطاع المالي في الدول العربية

تجعل سياسات التحرير المالي إمكانية تعرضها لأزمات حادة أمرا متوقعا، ويمكننا أن نركز هذه التحديات في ثلاث محاور رئيسية:

- إمكانية تعرض الأسواق المالية العربية إلى أزمات مالية مفاجئة.
- هروب رؤوس الأموال العربية للخارج.
- دخول الأموال القذرة.

1- التعرض للأزمات المفاجئة: يعد تحرير بعض الدول العربية حساب رأس المال والسماح رؤوس الأموال الأجنبية بالتدفق إلى الداخل والخارج، تزايد احتمالات تعرض القطاع المالي إلى أزمات مالية مفاجئة تهدد استقرار الاقتصاد المالي بكامله، وينشأ ذلك من خلال حالتين هما :[1]

1-1 حالة خروج الأموال بصورة مفاجئة

نظرا لكونها من الأموال الساخنة التي تسعى إلى المضاربات وقد يكون الدافع وراء تدفقها وجود اختلالات في السوق أو سوء استخدام السياسات (النقدية والمالية، سعر الصرف)، يؤدي 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 الانخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو ثمن سلعة الاستيراد الأساسية، أو تغيير في نسبة الضرائب المفروضة والتي تأثر على عائد مثل هذه التدفقات، حيث يفضل المشترى الأجنبي أن يحول أمواله إلى الخارج عن طريق بيع ما بحوزته من أوراق مالية محلية، مما يترتب عليه آثار سلبية على القطاع المالي والاقتصاد ككل.

1-2 حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل الدول المضيفة: ويحدث ذلك غالبا في حالة حدوث صدمة مواتية تزداد على أثرها تدفقات رؤوس الموال الأجنبية إلى الداخل فيترتب عليها توسع في حجم الأصول المحلية، وزيادة في الطلب على السلعة المحلية، وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم، مما يؤثر على أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وعليه مهما كانت حالة خروج أو دخول رؤوس الأموال بصورة مفاجئة فانه يحدث تقلبات في أسعار الأسواق المالية، وهذا بسبب تقلبات في أسعار الصرف والفائدة ، وإذا تمثل مصدرا من مصادر عدم اليقين بمنع المستثمرين المحليين والأجانب من الاستمرار في الاستثمار، وتثير شكوكا حول استمرارية تدفقات الاستثمار الحافظة وهو الأمر الذي يبين خطورة الاعتماد عليه كمصدر من مصادر التمويل الرئيسية.

[1] حريري عبد الغني،مرجع سابق،ص:121

2- هروب رؤوس الأموال العربية للخارج

تقدر حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج ما بين800 و 2000 مليار دولار علما أن ثلثي هذا المبلغ يتخذ شكل ودائع لدى البنوك العالمية كما تستثمر بعضه في مشاريع مختلفة وفي أسواق المال العالمية، وتعتبر رؤوس الأموال الخليجية هي الأكثر المستثمرة في الخارج، و هذا راجع إلى أن هذه الدول تسمح بخروج رؤوس الأموال بشكل حر من تلك الدول التي تضع قيودا على حركة رؤوس الأموال، فقد تدفقت عشرات المليارات إلى الخارج بطرق التحايل على القانون و التهريب.[1]

3- إمكانية دخول الأموال المشبوهة

إن تزايد اتجاه الدول العربية نحو التحرير الاقتصادي والتحرير المالي في ظل الإصلاح الاقتصادي والانضمام إلى المنظمة العالمية التجارة، ومع سرعة اندماج الأسواق المالية من جراء توقيع بعض الدول العربية على اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المصرفية والمالية، حيث أصبحت هذه الأخيرة هدفا لظاهرة غسيل الأموال، ودخول رؤوس الأموال المشبوهة إليها ، خاصة وأن معظم الدول العربية ترحب بالاستثمار الأجنبي الوافد إليها من الخارج للخروج من أزماتها ونكباتها الاقتصادية التي تواجهها كمحاولة لتحسين أحوال الاقتصادية و الاجتماعية، وبذلك سهلت إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف وقوانين تشجيع جذب رؤوس الأموال الأجنبية.[2]

4 – إنضمام بعض الدول العربية إلى اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية(GATS)

إن اتفاقية (GATS) لها تأثيرات اقتصادية على مختلف نواحي الأنشطة وخصوصا القطاع المالي، وهذا نتيجة عدم تكافئ الفرص بين الدول المتقدمة والدول العربية، فالدول المتقدمة تملك قدرة تنافسية عالية في مجال الخدمات المالية واستعمالها للتكنولوجيا المتطورة، في حين الدول العربية مازالت تعاني من عدم توازن بين كفاءات قطاع الخدمات المالية.

وعليه يمكن تقسيم الدول العربية من حيث التعامل مع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية إلى مجموعتين:[3]

1 – تشمل المجموعة الأولى على الدول العربية التي لديها أسواق مالية، ولكنها تلتزم بتقديم إلزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواق المال ومنها الأردن، السعودية وعمان.

2 – تضم المجموعة الثانية الدول العربية المنظمة إلى الاتفاقية العامة للتحرير تجارة الخدمات المالية،

[1] حريري عبد الغني،مرجع سابق،ص122

[2] زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، دار الخلدونية، العدد الثاني، 2000 ، ص :35

[3] شذا جميل خطيب، العولمة المالية ومستقبل أسواق رأس المال العربية، دار المجدلاوي،عمان الأردن،ط1، 2008 ، ص:128

قد قدمت التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية وتشمل كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الامارات المتحدة العربية، المغرب، وهذا فالدول العربية الموقعة على إتفاقية (**GATS**) ملزمة بتطبيق مبادئها ومنها : [1]

– فتح السوق المالية والمصرفية أمام المؤسسات المالية الأجنبية والمشتركة وبذلك ستواجه الدول العربية أوضاعا صعبة من جراء هذا التحرير ويرجع هذا إلى ضعف قدرات وتواضع إمكانيات الدول العربية في مجال الخدمات المالية والمصرفية و إنخفاض كفاءتها وهذا يؤدي إلى إنخفاظ قدرتها التنافسية، فضلا أن معظم الدول العربية مستوردة صافية للخدمات.

– الإلتزام بتطبيق مبدأ المعاملة الوطنية، أي العمل على الإلتزام.بمنح نفس المعاملات للمؤسسات الوطنية والأجنبية القائمة في مجال الخدمات المالية والمصرفية. وبهذا فالدول العربية تتخوف من سيطرة المؤسسات المالية الأجنبية على السوق المالية المحلية، في ضوء تحرير تجارة الخدمات المصرفية والمالية. حيث يعد الموردين الأجانب أكثر كفاءة من الموردين المحليين، وهذا يحد من قدرة الدول العربية على توفير معاملة تفضيل لشركاتها الوطنية أمام المنافسة الأجنبية. لذا لابد من إعطاء أهمية للدور الإشرافي الذي يمكن أن تقوم به الحكومة والبنك المركزي في وضع السياسة والشروط المنافسة التي تحول دون إساءة البنوك الأجنبية والقيام بعمليات مالية غير سليمة.

المطلب الثالث: سبل مواجهة تحديات التحرير المالي في الدول العربية

يفرض التحرير المالي مجموعة من التحديات على القطاع المالي العربي ، وهو ما يتطلب من حكومات الدول العربية والبنوك المركزية ضرورة تحديث وتطوير القطاع المالي من أجل تكيفه بفاعلية مع سياسات التحرير المالي. وذلك من خلال اتخاذ بعض الإجراءات اللازمة من التحوط ضد الأزمات وتطوير أسواق رأس المال.

1– سياسة التحوط ضد الأزمات :دفعت الأزمات المالية التي نتجت عن عملية التحرير المالي المحلي والدولي الدول العربية إتباع أساليب تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات، ويتم هذا عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال، أهمها[2]:

1-1 نظام الاحتياطي الشيلي: حيث قام البنك المركزي الشيلي بغرض نسبة من الاحتياطي على كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيره الأجل للإستثمار في المحفظة وامتدت لتشمل عمليات الإئتمان والقروض المتعلقة بالإستثمار المباشر، وتودع هذه الإحتياطات لدى البنك المركزي وتكون بدون فائدة، مع تغير نسبة الفائدة حسب

[1] حريري عبد الغني ,مرجع سابق,ص146.

[2] شذا جميل خطيب ،مرجع سابق،ص:128

الظروف الاقتصادية السائدة.، وأكدت العديد من الدراسات فاعلية هذه السياسة نظرا لعدم تأثيرها على تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل، إضافة إلى كونها ساهمت في رفع متوسط آجال التدفقات قصيرة الأجل.

1-2 الرقابة الحذرة : يجب العمل على ضرورة الإرتقاء بالممارسات المحاسبية وإجراءات التدقيق و الرقابة الإحترازية، حيث أكدت التجارب والدراسات أن الرقابة الحذرة على تدفقات رؤوس الأموال تعد أمرا ظروريا للحد من إقتراض البنوك في ظل تطور الأدوات والإبتكارات المالية، وارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية، ونمو المشتقات المالية، وهذا بالإضافة إلى دورها في الحد من الإقتراض الخارجي قصير الأجل لكل من الشركات والحكومات. وأكدت هذه الدراسات على فاعلية تلك الرقابة على إمتصاص الأزمات المالية، لذا يتوجب على الدول العربية العمل على إحكام الرقابة وتفعيلها من أجل معالجة مواطن الخلل في أسواقها لتعزيز مصداقية اقتصادياتها، ولكن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب توافر كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة وتطبيق البرنامج بنجاح.

1-3 القيود على خروج رؤوس الأموال: أثبتت التجارب أن فرض قيود دائمة وعدم وجود أسس اقتصادية صحيحة يؤدي إلى عدم فاعلية الرقابة على رؤوس الأموال لحماية القطاع المالي من التأثيرات الخارجية، ولكن أظهرت بعض الدراسات أن الرقابة على حركة رؤوس الأموال كانت بصورة عامة أكثر فاعلية في فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال، مثل الرقابة على الصرف الأجنبي والتجارة أو على رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، مما يودي إلى حماية الاقتصاد من الصدمات المالية المفاجئة.

2- أساليب تهدف إلى توفير السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال

من خلال توفير احتياطيات تعمل على تغطية الدين قصير الأجل، ووضع خطوط ائتمان للطوارئ [1]:

2-1 توفير احتياطيات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل

تؤكد بعض الدراسات أن الاحتياطي الدولي المناسب يجب أن لا يقل عن مبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل، والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه، وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن مستوى الاحتياطي الأمثل يختلف باختلاف الحالات السائدة في الاقتصاد، منها:

- نسبة العجز في الحساب الجاري

فكلما كانت نسبة العجز، فإن الاحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل بكثير.

[1] حريري عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا،العدد 15،2015ص:44

– مستوى السيولة المحلية

لا بد أن تؤخذ مستوى السيولة المحلية في الاعتبار، وأن يتم ربطه بالاحتياطي الدولي، في حالة تدفق رؤوس الأموال للخارج.

2-2 خطوط الائتمان الطوارئ

هو اتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين، بحيث يتعهد المقرض بموجبه بأن يقرض الدولة صاحبة الاتفاق مبلغا يتفق عليه مسبقا في حالة حدوث ظروف طارئة، ويكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات الحكومية، ومن مزاياه، إنخفاض تكلفة الاستخدام مقارنة بتكلفة الاحتفاظ بالاحتياطات دولية كبيرة، والحصول على قروض بسعر فائدة منخفض مقارنة بسعر الفائدة الذي يمكن أن تقترض به في حال الأزمة.

3- تطوير أسواق الأوراق المالية العربية[1]

يعتبر دور أسواق رأس المال العربية ذات أهمية بالغة في دفع عجلة التنمية والإسراع بمعدلات التنمية، وقد أخذ دور هذه الأسواق في الدول العربية يكتسي أهمية كبيرة في توفير الاحتياطيات التمويلية في ظل توجه الدول العربية إلى التحرير الاقتصادي والتحرير المالي وإفساح للقطاع الخاص في تنشيط الاقتصاد .ولكن لقيام هذه الأسواق بدورها بفاعلية وكفاءة مرهون بقدرها على تطوير حجم السوق وتدعيم بنيتها المؤسسية والتنظيمية في سبيل تعظيم المنافع وتقليص المخاطر الناجمة عن التحرير المالي، وخاصة تحرير حساب رأس المال واندماج الأسواق المالية العالمية، ومن ثم فتطور حجم السوق يعتمد على تنمية جانبي الطلب على الأوراق المالية والعرض في سوق الأوراق المالية.

4- تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية

يتطلب أي سوق للأوراق المالية مجموعة من الأنظمة والآليات التي تعمل على تسيير المعاملات في السوق، وتسهم من ثم في رفع مستوى كفاءة السوق، وتشكل هذه الآليات مع الهيكل التنظيمي البنية الأساسية للسوق، التي تؤثر في أداء السوق ككل، وترتبط عملية تطوير البنية الأساسية للسوق بالعديد من العوامل منها[2] :

– توفير نظام الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة .

[1] حريري عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي،مرجع سابق،ص ص:44-45

[2] بوكساني رشيد،مرجع سابق،ص:265

– تنمية المؤسسات العاملة في سوق المال، مثل شركات الوساطة، شركات الاستثمار، شركات الخدمات وإنشاء مؤسسات صناع السوق إذ تعتبر مهمة في تنشيط وضبط السوق.

– تعزيز الدور الرقابي للسوق والشفافية والإفصاح، وذلك من خلال نشر المعلومات، إعداد القوائم المالية وفقا للنظم المحاسبية العالمية، الحد من عمليات التداول المستندة إلى معلومات داخلية، ويتعين على المسئولين الحد من هذه العمليات وتجريمها.

– تطوير نظم التسوية والمقاصة والحفظ المركزي.

5– العمل على ربط أسواق رأس المال العربية

يعتبر تطوير وربط الأسواق المالية العربية من أهم متطلبات الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة ويتطلب ربط وتطوير الأسواق المالية العربية توافر مجموعة من العناصر من تحسين المناخ الاستثماري وتنمية المؤسسات المالية العربية، ودعم الهياكل والأنشطة لدعم التعاون المالي والنقدي العربي بتطوير وتوحيد الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق المالية العربية .لذا يجب مراجعة القوانين والأنظمة المالية لتحقيق أقصى قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق من أجل تطوير آليات عمل الأسواق وعلى تحقيق الربط فيما بينها[1].

[1] حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، مرجع سابق،ص:129

المبحث الثاني :بعض تجارب الدول العربية في التحرير المالي

قامت معظم الدول العربية بإنتهاج سياسات التحرير الإقتصادي و التحرير المالي في ضل برامج التعديل الهيكلي المقترحة من قبل المؤسسات المالية الدولية و صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، و تحرير التجارة .بما فيها تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية الموقعة مع المنظمة العالمية للتجارة، وسنحاول في هذا المبحث التطرق الى بعض التجارب العربية الرائدة في التحرير المالي ومن أهم هذه التجارب، التجربة التونسية والتجربة الأردنية والتجربة الجزائرية، و التي اتبعت سياسة النهج التدريجي في التحرير المالي.

المطلب الأول: التجربة التونسية في التحرير المالي

تعتبر التجربة التونسية في التحرير الاقتصادي والتحرير المالي من أهم التحارب على مستوى الوطن العربي وعلى المستوى الدولي، حيث بدأت تونس سياسة التحرير الاقتصادي والتحرير المالي في وقت مبكر على غرار المغرب، حيث قامت بعقد إتفاق مع صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بداية من عام 1986، وقد حققت تونس نتائج هامة في مجال التحرير الاقتصادي والتحرير المالي.

1- برنامج التثبيت والتكييف الهيكلي في تونس: لجأت تونس على غرار الدول النامية والدول العربية التي انتهجت النهج الاشتراكي إلى صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، لإصلاح اقتصادها نتيجة الاختلالات الهيكلية التي كان يعاني منها الاقتصاد التونسي، بسبب عدد من المؤشرات الاختلال الداخلي والخارجي، تمثلت في تدهور شروط التبادل التجاري وتقلص دورها في الأسواق الإقليمية وتباطؤ المعونة الخارجية مع ما صاحب ذلك من سياسات مالية توسعية، وأدى ذلك التدهور إلى زيادة العجز المالي وعجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وتنامي المديونية الخارجية، وتراكم متأخرات مدفوعات الديون الأجنبية في بعض الحالات.

أسفرت هذه الظروف التي كان يعاني منها الاقتصاد التونسي إلى بدأ برامج التكييف الهيكلي مع المؤسسات المالية الدولية في بداية 1986 من أجل الإسراع بعملية الإصلاح الاقتصادي من خلال الإسراع بعملية التحرير الاقتصادي لقطاعات التجارة والأسعار والاستثمار وتحرير وإصلاح القطاع المالي والشركات العامة، ولتحقيق ذلك تم تطبيق برنامج إصلاحي متكامل ومتناسق على محورين :[1]

- يتمثل المحور الأول في الاعمال التي يتوجب القيام بها في المدى القصير قصد إيقاف تدهور الوضع وتوفير الظروف الملائمة للنمو الاقتصادي، وتشمل تعديل قيمة الدينار وتطبيق سياسة مالية إنكماشية والعمل على

[1] حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، مرجع سابق،ص:137

تعبئة الموارد المالية لتمويل الاقتصاد.

- خصص المحور الثاني للإصلاح الاقتصادي على المدى المتوسط من خلال النهوض بالصادرات في الإستثمار والسيطرة على الإستهلاك.

2- إجراءات التحرير المالي في تونس:قامت السلطات التونسية بالإجراءات التالية:[1]

2-1 تحرير سعر الفائدة: قام البنك المركزي التونسي بتحرير أسعار الفائدة، حيث بدأ برفع أسعار الفائدة الإسمية على غرار الدول العربية التي قامت بالتعديل الهيكلي للاقتصاد، وتم ذلك على الفور تحرير أسعار الفائدة على الودائع، أما تحرير معدلات الإقراض فقد تم بصورة تدريجية حيث تم الوصول إلى أسعار فائدة محررة كليا إبتداءا من سنة 1996، وأدى إستخدام الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية في إضفاء مزيدا من المرونة على مستوى نسب الفائدة، مما يعكس التطور الفعلي لعنصري العرض والطلب في سوق رؤوس الأموال.

2-2 الحد من الإعتمادات والإحتياطات الإجبارية: قام البنك المركزي التونسي باستخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية عبر اللجوء إلى عمليات السوق المفتوحة وعمليات الشراء والبيع لأذونات الخزينة التي تم إقرارها منذ سنة 2003، بالتوازي مع الآليات التقليدية الأخرى لتأمين إعادة تمويل الأعوان الاقتصادين. وتم إلغاء سياسة إعادة الخصم ابتداء من نوفمبر 1996 ،كما قام البنك المركزي التونسي إبتداء من 2002 بتغيير نسبة الإحتياطي القانوني و التي كانت تساوي 2% على كل الودائع، حيث بدأ يفرض 2% على الودائع الجارية، و 1% بالنسبة للمتوسطة الأجل، أما بالنسبة للودائع طويلة الأجل فهي معفاة من الاحتياطي القانوني وهذا لتشجع البنك على تحفيز الزبائن على الادخار.

2-3 تحسين الهيكل الإشرافي والإطار التنظيمي: قام البنك المركزي التونسي بتنظيم نشاط البنوك الأجنبية وذلك بإصدار القانون رقم108/85 المو١فق ل1985/12/6 المتعلق بالبنوك الأجنبية(Offshore) حيث أوجب عليها أن تتمكن من تعبئة مواردها بالعملة الصعبة الكافية لمواجهة طلب السحب، كما يسمح للبنك المركزي التونسي من أخذ التدابير التي تحفظ أمن المودعيين.

2-4 وضع إطار تنافسي في القطاع المالي : يتكون القطاع المصرفي التونسي من 14 بنكا تجاريا و06 بنوك تنمية، وبنكي أعمال و08 بنوك أوفشورو ثلاث شركات مالية، إضافة إلى 17 مكتب تمثيل أجبي ما يعني حسب بعض الخبراء أن عملية انفتاح السوق المالية والقطاع المصرفي التي تتم بشكل متدرج تبدو اليوم تسير في الاتجاه الصحيح، رغم وجود عدد محدود للمصارف الأجنبية في شكل فروع و مكاتب تمثيل أو المشاركة في

[1] حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، مرجع سابق،ص:138

رأس مال المصارف المحلية، هذا ما يشكل ضعف للقطاع المصرفي االتونسي.

قام البنك المركزي التونسي بتنفيذ برنامج تحديث الجهاز البنكي وإعادة هيكلته عبر استكمال إرساء نظام المقاصة الإلكترونية ومواصلة تطوير مركزية الإرشادات ودفع خدمات النقد الالكتروني والتوجه بصفة تدريجية نحو إصدار بطاقة دفع لكل حساب بنكي، أو بريدي في سنة 2010.

3- التحرير المالي الخارجي:إن أكثر الإصلاحات أهمية تلك المتعلقة بالتحرير المالي الخارجي، التي بدأت منذ 1994 بإلاحلال الدائم للدينار التونسي، مع خلق سوق الصرف والدخول في قانون دفع الإستثمار للمستثمرين غير مقيمين في تونس. [1]

3-1 تحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات: استلزمت سياسة التحرير المالي الخارجي لصندوق النقد الدولي، إلغاء الرسوم الحمائية للواردات، وقد تم تخفيض التعريفة التي تصل إلى 200%، فأكثر إلى 4% في المتوسط، كما تم تحرير أكثر من 85% من الواردات وفي إطار الشراكة الأوروبية تم تنفيذ برنامج تفكيك الجمركي بداية من 2002 وذلك بإلغاء الرسوم على 40% من الواردات من الاتحاد الأوربي، تخفيض الرسوم بنسبة 56**%**الى 30% من هذه المواد، تخفيض الرسوم ب 34% فى بقية الواردات المتأتية من الاتحاد الأوربي. كما شرعت تونس في تنفيذ الاتفاقيات المبرمة في إطار إرساء منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى وهذا منذ 1998 .

3-2 الصرف الأجنبي: ساهم المرسوم الخاص بقابلية الدينار للتحويل لسنة 1993 (قانون 48 لسنة 1993) في تدعيم التوجه التدريجي نحو التحرير الكامل للدينار من خلال إضفاء مزيد من المرونة على بعض العمليات الجارية في تسهيل معاملات الصرف الأجنبي بالنسبة للأجانب العاملين في تونس، وتستطيع الشركات أن تقوم بحرية إعادة تحويل الأرباح ورأس المال مما في ذلك الأرباح الرأسمالية.

3-3 تحرير حساب رأس المال: لإستكمال إجراءات التحرير المالي قامت السلطات التونسية بالعمل على تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات، حيث قامت بتحرير عمليات رأس المال لمواكبة تفتح المؤسسة المالية على محيطها العالمي على غرار إلغاء سقوف الإقتراض من الخارج كالسقف المسموح به للاستثمار بالخارج.

كما تم السماح من خلال صدور قانون 1995للمستثمرين غير المقيمين للاستثمار في الأسهم التونسية سواء المقيده في الأسواق المالية أو غير المقيده، والحصول على حصص في المؤسسات غير المقيمة المتواجدة في

[1] – حريري عبد الغني ،آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، مرجع سابق ,ص160.

تونس، كما سمح لهم من تحويل الفوائد والارباح والقيم المضافة المحققة من طرف المستثمرين الأجانب وهي غير معرضة للضريبة ويمكن تحصيلها في أي وقت مما أدى إلى زيادة إجمالي التداول حيث بلغ 919 مليون دينار تونسي عام1995 مقابل 90 مليون دينارتونسي سنة 1991سنة وتم إقرار فتح سوق السندات للمستثمرين الأجانب غير المقيمين في مرحلة أولى في من كل إصدار لسندات الخزينة القابلة للتداول .

4- تقييم سياسة التحرير المالي في تونس بعد التطبيق التحرير مباشرة [1]

لقد حققت تونس عدة نتائج إيجابية على صعيد التوازنات الكلية في ظل التحرير المالي نذكر منها:

- عرف نمو الناتج المحلي إلاجمالي خلال الفترة 2001- 2005 حوالي 4.1 %كما سجل نموا حقيقيا سنة 2004 قدر ب6% أما من الفترة سنة 2011 إلى غاية سنة 2015 فعرف تراجعا متواصلا وذلك نسبة إلى الأحداث السياسية والإجتماعية التي عرفتها تونس خلال هذه الفترة حيث سجلت نمو بنسبة2.1%سنة 2014 و 0.8% سنة2015.

- ارتفعت نسبة الاستثمار من الناتج المحلي من23.2 %سنة 1996م إلى 4.5 % كمتوسط سنوات 2000-2004,كما تراجع معدل التضخم من 4.8 % عام 2014 إلى 4.1 %عام 2015م ,كما تم تسجيل إنخفاض في نسبة العجز في الميزانية إلى 0.42 % عام 1997م في حين إستقرت نسبة المديونية في حدود 52.3 بالمئة من الدخل القومي المتاح من سنة 2001م ,وقد ضل الميزان التجاري يسجل نتائج سالبة طيلة الفترة من 1990م إلى غاية 1994م حيث بلغ العجز حوالي 267 مليون دينار عام 1994م وهو ما يمثل 1.7 % من الناتج الإجمالي , كما سجل عجزا ب3.14 % كمتوسط للفترة من 2001م إلى 2005م اما من الفترة 2011 إلى 2015 فقد تراجع العجز بما نسبته 8.7% من الناتج المحلي الخام سنة 2015.

- فيما يخص الإستثمارات لأجنبية فقد شهدت ارتفاعا وصل إلى 782مليون دولار سنة 2015م.

- كما سجل سعر صرف الدينار التونسي في السوق النقدية تراجعا بنسبة مقابل الدولار8.4% و2% أمام اليورو.

كما عرفت البورصة عدة نتائج إيجابية سنة 2015 تمثلت في تطور حجم التداول ليصل إلى4000 مليون دينار مقابل 2597 مليون دينار سنة 2014 في حين بلغ عدد الشركات المدرجة 78 شركة وعدد الأسهم المتداولة

[1] بورصة تونس, التقرير السنوي 2015, ص12.

363 مليون سهم سنة 2015 بارتفاع نسبي عن سنة 2014.كما بلغت مساهمة الأجانب في حجم التداول على سندات رأس المال ماقيمته 316 مليون دينارسنة 2015 أي بنسبة 15.6% [1].

المطلب الثاني: التجربة الأردنية في التحرير المالي

قامت الأردن بتطبيق سياسات التحرير المالي، في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي والتعديل الهيكلي المدعمة من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، و ما زاد من تعميق سياسة التحرير المالي هو انضمامها إلى المنظمة العالمية للتجارة، وتوقيع عقد الشراكة الأوربية، وبالتالي فتح الأسواق الأردنية امام البنوك والمؤسسات المالية الأوروبية.

1- برامج الإصلاح الاقتصادي والتعديل الهيكلي في الاردن

يتسم الاقتصاد الأردني بصغر حجمه ومحدودية موارده الطبيعية وبنمو سكاني مرتفع نسبيا، الأمر الذي جعله شديد التأثر بالظروف السياسية والاقتصادية الداخلية والإقليمية والدولية، حيث حصل اختلال في الاقتصاد الأردني بسبب ظروف الكساد التي أصابت المنطقة خلال عقد الثمانينات، متأثرا بحرب الخليج الأولى، وانحسار المساعدات العربية نتيجة انخفاض أسعار النفط، فتراجعت عوائد التصدير في الأردن وانخفضت تحويلات العاملين الأردنيين العاملين في الخارج مما أدى إلى تباطؤ النمو الاقتصادي الأردني ، إلى عجز كبير في الموازنة مع تراجع معدل النمو الاقتصادي الحقيقي بنسبة 13.4بالمئة [2] وعجز في القدرة على خدمة المديونية التي بلغت 80 بالمئة من الناتج الإجمالي سنة 1988 وذلك نتيجة لإعتمادها على سياسة الإقراض بنسبة كبيرة ووصل معدل التضخم في نفس السنة إلى 6.6 من المئة ,ونتيجة للإختلالات المالية الداخلية و الخارجية التي تميز بها الاقتصاد الأردني أدى بالحكومة إلى تبني تنفيذ سياسة الإصلاح الاقتصادي والتعديل الهيكلي خلال الفترة 1989الى1992 مدعمة من قبل صندوق النقد الدولي و البنك العالمي على غرار باقي الدول العربية الأخرى لمساعدتها في علاج اختلالاتها الهيكلية.

ولكن أزمة الخليج الثانية عام 1990 أعاقت تنفيذ البرنامج، فسبب ذلك انخفاض في الدخل الحقيقي، و عرقلة التجارة الخارجية، وتزايد البطالة بشكل حاد، وتوقفت تدفقات المعونات الخارجية.

وعند توقف حرب الخليج الثانية عام 1992، تم تبني برنامج تصحيح ثاني عام 1992 بالتعاون مع

[1] بورصة تونس,التقرير الإقتصادي2015,ص27

[2] وفاء عبد الامير دباس،الاستثمارات الاجنبية في المؤسسات الصغيرة الاردنية الواقع و الطموح ،مداخلة في المؤتمر الدولي :متطلبات تأهيل مؤسسات صغيرة و متوسطة في الدول العربية ،17-18 افريل 2006 جامعة الشلف، ص:27

الصندوق والبنك الدوليين، ومانحين ومقرضين دوليين آخرين، من خلال تبني برامج شاملة بالاستقرار وإعادة هيكلة الاقتصاد (تنفيذ برنامج للخصخصة) ليصبح أكثر انفتاحا على الخارج خاصة في المجالات التجارية والاستثمارية والمالية، كما قامت الحكومة بالعمل على تحسين وتطوير بيئة الاستثمار في الأردن وتبني برنامج التحول الاقتصادي والاجتماعي عام 2001 وبرنامج تحسين الإنتاجية.

2- إجراءات التحرير المالي للأردن:[1]

2-1 التحرير المالي الداخلي : يشتمل التحرير المالي الداخلي على ما يلي :

- **تحرير أسعار الفائدة** :عملت السلطات الأردنية على تحرير أسعار الفائدة المصرفية، حيث قامت بتحرير أسعار فائدة الإيداع إبتدءا من 1988بصورة تدريجية، كما قامت بإتمام تحرير أسعار الفائدة وذلك بتحرير أسعار فائدة الإقراض في سنة 1990،.
- **الحد من الاعتمادات والاحتياطات الإجبارية:** تم تخفيف العديد من القيود المفروضة على البنوك الأردنية، حيث قام البنك المركزي الأردني بتخفيض نسبة الاحتياطي القانوني خاصة على الودائع الأجنبية فانخفضت من 35%في بداية الإصلاح الى 14% سنة 1995 ثم الى 12% في 1999,كما قام البنك المركزي الأردني في عام1993 بإدخال أدوات غير مباشرة لسياسة النقدية للتحكم النقدي من خلال إصدار شهادات إيداع من قبل البنك المركزي كأداة تدخل رئيسة في السيولة المحلية، وهذا كنتيجة للسقوف المتشددة التي يفرضها القانون الأردني على الدين المحلي؛. تقرر الإلغاء التدريجي لتسهيلات إعادة الخصم من قبل البنك المركزي. [2]
- **تحسين الهيكل الإشرافي و الإطار القانوني والتنظيمي:** قامت السلطات الأردنية بالتركيز على إصلاح وتطوير الإطار القانوني والمؤسسي للقطاع المالي و المصرفي وذلك بإصدار عده قوانين تنظم القطاع المالي، ومن أهم هذه القوانين ما يتعلق بالتطوير الأسواق المالية، خاصة في أساليب وأدوات التمويل في الأسواق المالية كالتمويل التأجيري ولتعزيز سياسة الاشراف، قام البنك المركزي بفرض سيطرته على التوجه العام للسياسة النقدية، وممارسة رقابته على إدارات تلك البنوك وكذلك الرقابة على أدائها من حيث السيولة والمخاطر وكفاءة رأس المال ، وهذا رغم تبنيه سياسة الحد من القيود على انتقال رؤوس الأموال وهذا حتى يتحكم في التجاوزات التي يمكن أن تقوم ما البنوك المحلية أو الأجنبية وبالتالي تجنب الوقوع في أزمة مالية كما حدث في دول جنوب شرق أسيا. كما عملت هيئة الأوراق المالية كجهة رقابية وكخطوة لحماية المستثمرين على تشديد الرقابة على

[1] زياد فريز ،التطور المالي و النمو الاقتصادي، حالة الاردن، الفصل السادس، ندوة تطولر القطاع المالي و النمو الاقتصادي ، 07-08 ديسمبر 2003 ص:246

[2]البنك المركزي الاردني تقرير الاقتصادي 2006 ص 27

سوق رأس المال من خلال نشر المعلومات الصحيحة والإفصاح عن الأحداث الجوهرية التي توثر على أسعارالأوراق المالية.

- **زيادة تنافسية القطاع المصرفي وتقوية الإطار المؤسسي**: اتخذت السلطات النقدية في الأردن العديد من الخطوات اللازمة لتهيئة النظام المصرفي في الأردن للمنافسة الإقليمية والدولية، حيث أفسح البنك المركزي للمصارف التجارية العمل في بيئة محلية تنافسية تعتمد على قوى السوق بعيدا عن التدخلات المباشرة من جاب السلطة النقدية في تسيير أعمالها، كما عمل البنك المركزي بصورة مكثفة على تشجيع عمليات الاندماج بين المصارف المحلية، خاصة وأن العديد منها تعتبر بنوك صغيرة الحجم من حيث معايير الصناعة المصرفية الدولية هذا إصافة إلى تعزيز رؤوس أموالها وتحسين ملاءتها المالية .مما يتناسب ومتطلبات اتفاقية بازل وتعديلاتها. كما قام البنك المركزي الأردني لتقوية الإطار المؤسسي بتأسيس عدة شركات وهيئات منها تأسيس الشركة الأردنية لضمان القروض سنة 1994 والشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري في سنة 1996، وتأسيس مجلس المدفوعات الوطني سنة 1998، وتم فصل الهيئة التنفيذية عن الهيئة الرقابية في سوق عمان المالي (بورصة عمان) سنة1999، كما تم تأسيس مؤسسة صمان الوداع في عام 2000، ولتقوية المنافسة في السوق ١المصرفي تم في عام 1997 تحويل بنك الإسكان إلى بنك تجاري والغاء كافة الإمتيازات الممنوحة له، كما تم تأسيس بنك إسلامي جديد عام 1997.[1]

إلى جانب البنوك التجارية تعمل كل من بنوك الاستثمار التي تتخصص بالاستثمارات وتوظيف الأموال في القطاعات الاقتصادية الأخرى، وكذلك فروع البنوك الأجنبية غير أردنية التي تمثل فروع لبنوك أجنبية في الأردن بالإضافة إلى بنكين إسلاميين.

2- **التحرير المالي الخارجي**: عملت السلطات الأردنية على تحرير القطاع الخارجي، وذلك بتحرير أسعار الصرف وتحرير حساب الجاري لميزان المدفوعات، كما تبنت حرية حركة رؤوس الأموال بفتح أسواق رأس المال، كتوجه نحو تحرير حساب رأس المال.

2-1 تحرير حساب الجاري لميزان المدفوعات: شهد عام 1999 تعليق قانون الجمارك رقم 20 لسنة 1998 والذي كان يهدف إلى تقليل القيود التجارية لكي .تنسجم مع متطلبات دخوله إلى منظمة التجارة الدولية، حيث تم تخفيض الحد الأعلى للتعريفة من 40% إلى30 % وتخفيض الرسوم على مدخلات الإنتاج الصناعي إلى 10% مع الإبقاء على النسب تقل عن تلك، وتم تخفيض الرسوم الجمركية على عدد من السلع

[1] زياد فريز،مرجع سابق ،ص:247

الكمالية بنسبة 5% كما انضمت الأردن إلى منظمة التجارة العالمية عام 2000، والتي أصبحت سارية المفعول اعتبارا من ماي 2002 ،كما تم تأسيس مناطق تجارة حرة مثل المناطق الصناعية المؤهلة ومنطقة العقبة الاقتصادية.[1]

2-2 تحرير حساب رأس المال: إتخذ البنك المركزي الأردني في عام 1997 قرارا يقضي بتحرير حركة رأس المال وتبني القابلية الكاملة لتحويل الدينار الأردني للمعاملات الجارية والرأسمالية على حد سواء، كما قامت الأردن بتحرير القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال إصدار قانون تشجيع الاستثمار الذي يقر بمعاملة المستثمر الأجنبي نفس معاملة المستثمر الوطني سواء التملك أو بالمشاركة، وبموجب قانون تشجع الاستثمارات غير الأردنية الصادرة في عام 1997 أجاز للمستثمر الغير الأردني أن يملك كامل أي مشروع أو أجزاء منه باستثناء قطاعات لا يحق له أن يملك ما يزيد 50% من المشروع، وذلك في قطاع النقل والمقاولات والتجارة والبنوك والتامين والاتصالات والمنتوجات الزراعية.

تحرير أسواق رأس المال: قامت السلطات الأردنية من خلال القانون الصادر عام 1997 إلى فتح الباب أمام غير الأردنيين لتملك أكثر من 50% من رأسمال الكثير من الشركات المدرجة في البورصة، وقد بلغت ملكية غير الأردنيين في عام 2001 ما نسبته 38.5% من القيمة الرأسمالية للبورصة ونسبة ملكية غير العرب 5% كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين من أسهم الشركات المتداولة في بورصة عمان (380.3) مليون دينار في العام 2004 بنمو نسبته(40.2%) مقارنة بقيمة الأسهم المشتراة في العام 2003 التي بلغت (281.1) مليون دينار، وشكلت الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الأردنيين ما نسبته(10%) من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبل المستثمرين غير الأردنيين خلال عام 2004 حوالي(4. 311) مليون دينار بنمو ملحوظ بنسبة(56%) من اجمالي الأسهم المباعة خلال عام 2003 والبالغة(199.2) مليون دينار وبذلك يكون صافي الاستثمار غير الأردني في بورصة عمان ما قيمته (68.9) مليون دينار خلال عام 2004 وسجل صافي الإستثمار لغير الأردنيين في عام 2005 وللعام الرابع على التوالي، تدفقا موجبا قدره 413 مليون دينار بزيادة قدرها 344.1 مليون دينار عن مستواه المحلي في2004 ،حيث بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين غير الاردنيين حتى نهاية 2005 نحو 2152.2 مليون دينار وبلغت قيمة الاسهم 1739.2 مليون دينار حيث أصبحت هذه السوق من أنشط الأسواق في العالم العربي.

[1] زياد فريز ، مرجع سابق ،ص:267

3- نتائج سياسة الإصلاح الاقتصادي و التحرير المالي في الأردن:إن من أهم نتائج سياسات التحرير المالي نذكر:

- إرتفاع معدلات الإستثمار حيث بلغت 37% سنة 1992 ليصل إلى42 **%**سنة2015 ليرتفع معدل نمو الإستثمارإلى أكثر من 6,6%.

- من أجل إنجاح سياسات التحرير المالي قامت الأردن جاهدة إلى تحسين مركزها المالي وخفض الإنفاق الحكومي من خلال تقييد التدفقات الجارية والرأسمالية وإصلاح أنظمتها الضريبية، وقد أدى تشديد السياسة المالية إلى انخفاض حاد في عجز الميزانية من14 % من الناتج المحلي الإجمالي كمتوسط للفترة 1981-1995إلى 3.90% لعام 1999، وزاد انخفاض عجز الميزانية في االسنوات اللاحقة حيث سجل 3% سنة 2001 و3.2% سنة 2002 كما انخفض سنتي 2003-2004 اذ سجل 2.7% ولكن ارتفع العجز سنة 2015 إلى5.2%, ورغم محاولة التحكم في العجز المالي الا أنه مازال يشكل تحديا امام السلطات الاردنية[1].

وقد أدت السياسة المالية التقييدية وإتباع سياسة نقدية غير مباشرة في تحسين في معدلات التضخم من 9% للفترة1981الى 0.6% سنة 1999، ثم إرتفع ليصل إلى 3.5% سنة 2005 ليصل إلى 4.6% سنة 2015 رغم الارتفاع في معدل التضخم إلا أنه متحكم فيه[2].

- تميز الدين العام الجاري بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالارتفاع المستمر خلال الفترة 2014 إلى 2015 بنسبة 31.6 و35.3% على التوالي وكانت خدمة الدين 8.2 %و14.6% لسنتي 2014و2015 على التوالي ،ويعود هذا الارتفاع بصورة رئيسية إلى إصدار سندات وأدوات لتمويل عجز الموازنة، حيث ارتفعت نسبة الدين العام الداخلي نسبة الى معدل الناتج المحلي،أما خدمة الدين الخارجي فقد ارتفع سنة 2015إلى 61.6% لتبلغ حوالي2.1 مليار دولار[3].

أما فيما يخص ميزان المدفوعات أظهرت المعاملات الجارية والرأسمالية للأردن مع العالم الخارجي سنة 2015 حدوث عجز في ميزان العمليات الجارية بنسبة 3.2% مقارنة بسنة 2014 ونسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما ميزان العمليات الرأسمالية فقد سجل فائضا في سنة 2015 يقدر ب10% من الناتج المحلي الإجمالي بعدما كان يسجل عجزا في السنوات السابقة 2012، 2013، 2014، قدر العجز ب3.9**%**، 14.2%، 3.9**%** على التوالي.

[1] البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2015، ص:50

[2] البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2015، ص:20

[3] البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2015، ص:54

المطلب الثالث:التجربة الجزائرية في التحرير المالي

كان من الضروري على الجزائر أن تؤسس سوقا لرأس المال، كمصدر إضافي للتمويل، إذ كان هذا السوق بمثابة مركز اقتصادي غائب عن السوق المالي منذ الاستقلال، بسبب النظام الاقتصادي المركزي المتبع من طرف الدولة، ولم تبدو ملامح هذا السوق إلا بعد الإصلاحات التي شرعت فيها سنة 1988.

1- نشأة وتطور بورصة الجزائر

في إطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية[1]:

- المرحلة التقريرية(1990_1992): نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على امكانية معاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء " شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320000دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى932000000 دج كما غير اسمها إلى " بورصة الأوراق المالية".كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91- 169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم رقم 91- 170 الذي يحدد أنواع القيم المتقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

-المرحلة الابتدائية(1993- 1996): بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نحن على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.[2]

- **مرحلة الانطلاق الفعلية** (1996- 1999): مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتثنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد

[1] مداني احمد, أساليب حماية الأسواق المالية العربية من الأزمات المالية حالة الأسواق الناشئة,مذكرة دكتوراه, جامعة الشلف 2014/2013,ص284

[2] شمعون شمعون،مرجع سابق،ص28

ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من راسمالها.

2-الاصلاح البنكي وبداية التحرير المالي في الجزائر

لقد أدت سياسة التسيب الإداري والمركزي للقطاع المال إلى تهميش البنوك الجزائرية وفقدان للمصداقية المالية فأثر هذا سلبا على الاقتصاد، حيث انخفضت كفاءة الإستثمارات نتيجة لانخفاض تكلفة رأس المال وإنخفضت مستويات النمو، وقد زاد إنخفاض أسعار المحروقات سنة 1986الوضع الاقتصادي والمالي تأزما، الأمر الذي استلزم تطبيق سياسة إصلاح اقتصادية ومالية بغية النهوض بالقطاع المصرفي و مالي،وقد تمثلت أول خطوات الإصلاح في قانون القرض والبنك لسنة 1986، وبموجب هذا القانون تم إدخال إصلاحات جذرية على وظيفة البنوك وإرساء المبادئ العامة والقواعد التقليدية للنشاط المصرفي، وقد تضمن هذا القانون إجراءات هامة في الميدان المالي.

إلا أن أهم الإجراءات التي جاءبها القانون رقم 86-12والتي كان من المفروض أن تسد لتنظيم جديد لتمويل الإقتصاد من خلال المخطط الوطني للقرض، ليتم تطبيقها، حيث أن المادة 60من القانون 86-12ربطت تطبيقه بإعداد قانون أساسي للبنك المركزي ومؤسسات القرض، إلا أن نشر هذا القانون الأساسي سجل تأخرا كبيرا، والنتيجة كانت أن القانون البنكي (86-12)لم يعد يتماشى مع التغيرات الإقتصادية والإجتماعية الحديثة)خاصة بعد أحداث أكتوبر 1988 والتي أحدثت تغييرا جذريا سياسيا وإقتصاديا، وهذا بالإنفتاح على الإقتصاد الرأسمالي والتمهيد للإندماج في إقتصاد السوق(، الأمر الذي تطلب إلغاءه في أفريل 1990، وحل محله القانون 90-10المتعلق بالنقد و القرض.

2-1 قانون النقد والقرض وبداية التحرير المالي [1]

بناء على توصيات صندوق النقد الدولي التي ترتكز على مبادئ وأسس ليبيرالية شرعت الجزائر في أول خطوات تحرير قطاعها المالي، فصدر القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض سنة 1990 والذي اعتبر بمثابة نقطة تحول في سير وتنظيم القطاع المالي الجزائري، وبموجب هذا القانون استعاد ة البنك المركزي الجزائري استقلاليته ودوره كأعلى سلطة نقدية في البلد واستعادت البنوك والمؤسسات المالية وظيفتها كوسيط مالي، كذلك فإنه من بين أهم الإجراءات التي جاء بها قانون النقد والقرض هو تأسيس مجلس النقد والقرض، بالإضافة إل تأسيس مجموعة من الأليات التي تسهر على مراقبة وتنظيم النظام المالي والتي تتمثل في:

- لجنة الرقابة المصرفية

[1] بن بوزيان محمد , محمد شكوري ،مرجع سابق ص:9

- مركزية المخاطر
- مركزية عوارض الدفع
- هيئة التأمين على الودائع
-جهاز مكافحة إصدار الشيكات بدون رصيد.

كما تضمن قانون النقد والقرض مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى تنظيم العلاقة بين البنك والمؤسسة، حيث أنه بموجب هذا القانون أصبح على البنوك أن تقيم علاقتها مع المؤسسات على أساس تجاري مبني على تحقيق الربح وتحمل المخاطر، ولهذا فإن تمويل البنك للمؤسسة أصبحت تحكمه مجموعة من العوامل:

- تحليل القدرة الآلية للمؤسسة.
- مردودية المشروع الممول الذي تقوم به المؤسسة.
- قدرة المؤسسة على تسديد مبلغ القرض في الأجال المحدودة.

وهذا حتى تكون البنوك أكثر صرامة في تسيير مواردها المالية من جهة، وتشجيعا للقطاع الإنتاجي على تحقيق الكفاءة الإنتاجية من جهة أخرى، وتم كذلك إلغاء التمييز بين القطاع العام والقطاع الخاص في منح القروض المصرفية.

2-2 التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة [1]

إبتداءا من 1990 وفي إطار الإصلاحات مع صندوق النقد الدولي، اعتمدت السلطات النقدية سياسة التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة متبعة في ذلك منهج ماكينون وشاو في تحرير القطاع المالي،وقدكان الهدف الرئيسي من تحرير معدلات الفائدة في الجزائر هو إعطاء من جهة أحسن تعويض للإدخار بغرض تعبئته و توجيهه نحو تمويل الإستثمار ،ومن جهة أخرى إرغام المؤسسات على عقلنة سلوكها بإعطاء الإقتراض تكلفته الحقيقية.

2-3 تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي

حيث وقعت الحكومة هذا البرنامج في افريل 1994 وذلك بالإتفاق مع صندوق النقد الدولي وكان الهدف من هذا البرنامج تحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية وإعداد الظروف لإعادة بعث النمو الاقتصادي [2].

[1] بن بوزيان محمد , محمد شكوري ،مرجع سابق ص:19

[2] محمد زكريا بن معزو,قياس العلاقة بين التحرير المالي و النمو الإقتصدي دراسة حالة الجزائر,جامعة عنابة ,مجلة الباحث ,العدد 13 ،2013,ص:20

3- شروط التحرير المالي

من خلال الإطلالة على السوق المالي الجزائري، يمكن القول أن هناك ثلاث شروط ضرورية ينبغي توفرها حتى تنجح أي سياسة تهدف إل إصلاح وتحرير القطاع المالي، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- استقرار الاقتصاد الكلي.
- التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي.
-الرقابة الجيدة والحصينة على القطاع المالي.

وإذا حاولنا مقارنة مدى انطباق هذه الشروط الثلاثة على النظام المصرفي الجزائري طيلة فترة الاصلاحات الممتدة من قانون النقد والقرض (1990)إلى وقتنا الحالي، فيمكن ملاحظة ما يلي: [1]

- **استقرار الإقتصاد الكلي** :فيما يتعلق باستقرار الاقتصاد الكلي والذي يعتبر من بين أهم شروط نجاح سياسية الإصلاح المالي الصرف، فلقد تزامن تطبيق الإصلاحات المصرفية في الجزائر مع وضعية من عدم الإستقرار الإقتصادي والسياسي، وبالتالي لم تكن هناك استمرارية في تطبيق الإصلاحات نظرا لتعدد الحكومات وبالتالي المسؤولين على القطاع في فترات قصيرة، وما يترتب عن ذلك من تغير في السياسة الإصلاحية، بالإضافة إلى أن عدم الإستقرار الأمني حال دون دخول البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية المجال المصرفي الجزائري، والتي كان له تأثير سلبي على المنافسة، وأبقى على سيطرة البنوك العمومية فيما يتعلق بالنشاط المصرفي

-**التدرج في تطبيق الإصلاحات** :لقد أظهرت تجارب التحرير المالي في العديد من الدول أن الإصلاح المالي الذي يتم بسرعة أبطأ مما ينبغي يؤثر سلبا على فعالية الإصلاح ويؤدي إل ظهور إختلالات عديدة إذا استغرق وقتا طويلا، وفيما يتعلق بالجزائر فقد لاحظنا أنه كان هناك تأخرا كبيرا في تطبيق الاصلاحات المصرفية، فبعد حوالي 15 سنة عن انفتاح النظام المصرف الجزائري أمام البنوك الخاصة، فإن البنوك العمومية لا تزال تهيمن على أكثر من 90%من أنشطة الإقراض والإيداع البنكي، كما أنه من بين مايقارب 1050 وكالة مصرفية في الجزائر، فإن حصة القطاع الخاص لا تتجاوز 37 وكالة، أي ما نسبته 03% فقط، مقارنة بـ 1013وكالة عمومية 97% كذلك فقد اعتبرت المؤسسات العمومية في الجزائر من بين أهم العوامل التي عرقلت تقدم الإصلاحات البنكية، فبالرغم من أن معظم هذه المؤسسات كانت تتميز بوضعية مالية غير جيدة وتسجيلها لخسائر متتابعة، فإن البنوك كانت مبنية على تمويلها، وهذا ما أدى إلى ارتفاع كبير في

[1] بن بوزيان محمد محمد شكوري ،مرجع سابق.20

الكشوف البنكية لهذه المؤسسات، وتضاعفت ديون هاته البنوك والتي أصبحت في معظمها ديونا غير مضمونة الدفع، وفي وضعية مثل هذه لا يمكن أن نتكلم عن حلقة سوق بين البنك والمؤسسة أي أنه لم يكن هناك تكامل في الإصلاحات بين القطاعين المالي والحقيقي، وبمعنا آخر فإن الإصلاح المالي في الجزائر لم يكن كجزء متكامل ومندمج في عملية الإصلاح الإقتصادي.

-الإشراف والرقابة على القطاع المالي :يعتبر الإشراف الجيد والرقابة اللصيقة على القطاع المالي أهم عامل يساعد على نجاح الإصلاحات المصرفية ويعمل على تفادي الأزمات البنكية، ويرتبط هذا العامل بالحكم الراشد، والذي يعمل على إرساء إطار مؤسساتي فعال يساعد على نجاح الإصلاحات المالية من خلال دوره في [1] :

- محاربة البيروقراطية والفساد.
- حماية المودعين وحقوق المساهمين والدائنين .
- ضمان التطبيق الصارم للعقود.

-العمل بالمخطط المحاسبي و المالي الجديد حيث يعتبر الإفصاح المالي روح أي سوق مالية وأساس نجاحه والذي يحقق جوا من الثقة بين المتعاملين في حال توفره وطبقا للقانون 07-11 المؤرخ في 2007/11/25 و المتضمن المخطط المحاسبي المالي فإن المخطط بدأ العمل به إبتداءا من جانفي 2010 محل المخطط المحاسبي الوطني والذي يتطابق مع المعايير الدولية والذي يسمح بتطوير بورصة الجزائر ويجعل المعلومات المالية ذات جودة عالية[2].

-المشاركة على تكوين قاعدة معطيات (بيانات) للتشجيع على الجاهزية وتفسير المعلومات المالية.

4- نتائج سياسة التحرير المالي في الجزائر:

فيما يتعلق بالجزائر فيلاحظ أن هناك ضعفا في الرقابة والإشراف على البنوك، فبعد فضيحة كل من بنك الخليفة والبنك الصناعي والتجاري الجزائري واللذان يعتبران من أكبر البنوك الخاصة في الجزائر، فقد انتشرت الفضائح المالية لتشمل كذلك البنوك العمومية، على غرار الفضيحة التي مست البنك الوطني الجزائري والتي أثارت الكثير من الجدل والتي لا تحدد لحد الأن الخسائر الناتجة عنها، وهذا يدل على أن إيداع الاموال سواء في بنوك عمومية أو خاصة في الجزائر لن يتوفر على الثقة الضرورية، نظرا للعجز الذي تعرفه

[1] مداني احمد,مرجع سابق ,ص298

[2] عبد القادر دبون ،محمد الهاشمي حجاج،أهمية المعلومات المالي والمحاسبية واثرها على كفاءة بورصة الجزائر، الملتقى العلمي الدولي حول الإصلاح المحاسبي في الجزائر يومي 29و30 نوفمبر 2011،جامعة ورقلة,ص :337

أنظمة الرقابة الداخلية في البنوك والمؤسسات المالية الجزائرية والتي لا تنطبق مع إجراءات الرقابة الداخلية الذي ينص عليها مجلس النقد والقرض، وأن بنك الجزائر الذي يمثل البنك المركزي يستعمل أدوات قاصرة وغير فعالة في الرقابةعلى البنوك التجارية العامة والخاصة ، وهذا ما يسمح ببوز العديد من قضايا الإختلاس وتحويل الاموال، والتي كلفت الخزينة العمومية خلال السنوات الأخيرة أكثر من 2,2 مليار دولار, هذا بالإضافة إل الأثار السلبية على سمعة البنوك الجزائرية في الخارج والذي يعتبر عائقا أمام تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر، وتحويلات المالية الجزائرية في الخارج، وفقدان الثقة في القطاع البنكي داخليا، وهذا ما أثبتته فضيحة بنك الخليفة والتي ترتب عنها انخفاضا كبيرا في ودائع البنوك الخاصة. ولعل ابرز نتائج التحرير المالي لسنوات (2000-2009) و التي تخص المؤشرات الاقتصادية الكلية موجزة في الجدول كما يلي:

جدول رقم (3-2) :المؤشرات الإقتصادية الكلية للإقتصاد الجزائري (2000-2009)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
معدل النمو%	2.2	2.6	4.7	6.9	5.10	5.10	2	3	2.4	2.4
معدل البطالة %	29.5	27.3	25.9	23.71	17.7	15.26	12.3	11.84	11.3	10.53
معدل التظخم %	0.33	4.22	1.41	2.58	3.56	1.64	1.8	4.6	4.86	5.73
المديونية الخارجية (مليون دولار)	23342	20855	21397	22411	21113	16357	5140	5145	4708	3998

المصدر:محمد زكريا بن معزو,قياس العلاقة بين التحرير المالي و النمو الإقتصادي مرجع سابق،ص:25

كما كانت النتائج المحققة للفترة الأخيرة(2013-2015)على النحو التالي حيث: حقق النمو الاقتصادي انخفاضا سنة2014 بنسبة 3.8% وسنة 2015 3.9% بعد فترة من النمو السلبي فيما حقق ميزان المدفوعات عجزا سنة 2015 حسب إحصاءات الجمارك,كما عرفت سنة 2015 إنخفاض سعر صرف الدينار مقابل الدولار ب 20% كما إرتفعت معدلات التضخم سنوات2013-2014و وصلت الزيادة سنة 2015 إلى4.4% بالنسبة للمؤشر العام للاسعار[1]

وبالتالي يجب أن يكون الدافع الرئيسي للإصلاح المالي في الجزائر هو تقوية مصداقية البنوك والمؤسسات المالية والحماية الفعالة للمدخرين، وهذا بضمان حماية أموالهم، وتشجيع المستثمرين، وضبط أحسن وتنظيم للمحيط الذي تعمل فيه البنوك، كما ينبغي أن يرتبط التحول في القطاع البنكي بتجديد وتطوير كل من

[1] التقرير السنوي لبنك الجزائر2015 ,ص6

www.bank of algeria.com 21-05-2016

المنشآت والمؤسسات المصرفية من جهة وبرقابة فعالة للبنوك من طرف البنك المركزي، من أجل تقوية إجراءات الامان، بالإضافة إل الأخذ بعين الإعتبار كفاءة اليد العاملة كضرورة حتمية.

وحتى يتمكن النظام المالي والمصرف الجزائري من لعب دور فعال في تحقيق التنمية الإقتصادية ودعم النمو الإقتصادي ينبغي على الهيآت المسؤولة على هذا القطاع مراعاة الجوانب التالية:

-. ينبغي على السلطات الجزائرية تعزيز دور الوساطة المالية لتسهيل نمو القطاع الحقيقي وهذا بالإسراع في تطبيق الإصلاحات المالية، وتبني المزيد من إجراءات التحرير خاصة فيما يتعلق بخوصصة البنوك العمومية وفتح رأس المال أمام الخواص، وتسهيل إعتماد البنوك الأجنبية مع تعزيز قدرة الحكومة والبنك المركزي في الإشراف على القطاع المالي تجنبا للأزمات البنكية.

- لابد من تشجيع إنشاء بنوك متخصصة في تمويل الإستثمارات الطويلة الأجل، تعوض ضعف إلتزام البنوك العامة والخاصة في هذا المجال، بالإضافة إلى إنشاء سوق مالي وتطوير مؤسسات الادخار التعاقدي حيث تساهم بدرجة كبيرة في تراكم الموارد القابلة للإستثمار.

- يجب إعاد تأهيل البنوك وتوسيع وظائفها وخدماتها، لان هذه الوظائف محدودة حاليا، حيث تكتفي البنوك الجزائرية بتقديم خدمات كلاسيكية، لذا ينبغي إعتماد خدمات مصرفية متنوعة تساعد على تعبئة الإدخار وتفعيل القروض الإستهلاكية لامتصاص الكتلة النقدية المتداولة خارج الوساطة المصرفية.

المبحث الثالث : السوق المالية المصرية في ضل التحرير المالي (2011–2016)

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق في العالم وأقدم الأسواق على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط .مرت بمراحل مد وجزر عديدة ارتبطت بالفلسفة الإقتصادية السائدة خلال هذه المراحل إلى أن استقر الوضع إلى التوجه لإقتصاد السوق عن طريق تحرير الخدمات المالية والتجارة الخارجية و مواكبة العصرنة للالتحاق بالأسواق المالية في الدول المتقدمة .

المطلب الأول : إجراءات التحرير المالي في مصر

1– الوضع الاقتصادي قبل التحرير: بدأت عملية الإصلاح الاقتصادي في مصر عندما تفاقمت أزمت الديون حيث وصلت نسبة الديون إلى الناتج المحلي الاجمالي نحو 159 % في عام 1985، و ظهور عجز في ميزان المدفوعات بنسبة وصلت نحو 14% من الناتج المحلي إلاجمالي لعام 1988/1987، وارتفاع معدل التضخم حيث وصل في نهاية الثمانينات ما بين21% إلى24%، واختلال الهياكل الإنتاجية، وضعف الإنتاج ومعدلات النمو وظهور الاختلالات المالية[1].

تم انطلاق الاقتصاد المصري في تطبيق سياسة التحرير الاقتصادي والمالي بدعم من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في عام 1991. حيث مرت التجربة بثلاثة مراحل حيث ركزت المرحلة الأولى على تثبيت وتقليص التشوهات و استهدفت اتباع سياسة نقدية ومالية تقييمية وإزالة القيود على أسعار الفائدة. أما المرحلة الثانية فكانت هيكلية في طبيعتها، واستهدفت تحرير القطاعين المالي والتجاري وتطبيق برامج الخوصصة وتطوير القطاع الخاص،و خصصت المرحلة الثالثة لترسيخ إنجازات المرحلتين السابقتين.

2– إجراءات التحرير المالي المصري: في سبيل إزالة كافة أوجه الكبح المالي، التي أعاقت القطاع المالي المصري، كان لابد من تطبيق سياسة التحرير المالي في ظل سياسة التحرير الإقتصادي، وبرامج التعديل الهيكلي، وجاءت سياسة التحرير المالي في مصر متدرجة ومتوازنة وشاملة لجمع عناصر القطاع المالي الداخلي و الخارجي .

2–1 التحرير المالي الداخلي: تمت إزالة العديد من القيود على القطاع المالي الداخلي، فعملت الحكومة وسلطات البنك المركزي على تحرير أسعار الفائدة، وإلغاء السقوف الائتمانية، وتخفيف العديد من القيود المفروضة على البنوك بتحرير المنافسة البنكية وقد شمل ذلك الإجراءات التالية:

2–1–1 تحرير أسعار الفائدة: قام البنك المركزي في 20 ديسمبر 1990 بإقرار حرية تحديد أسعار الفائدة

[1] بحوري نبيل ،واقع الأسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها,مذكرة ماجستيير ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير,جامعة المدية,2011,ص138.

على القروض وعلى الودائع بإزالة السقوف المفروضة عليها، وبذلك منحت البنوك حرية تحديد أسعار الفائدة الخاصة بها بعدما كانت تحدد من طرف البنك المركزي. وقد أدى ذلك إلى انخفاض أسعار الفائدة المدينة والدائنة، إذ انخفض معدل الفائدة على الودائع قصيرة الأجل إلى 10 % في المتوسط، في حين بلغ متوسط سعر الفائدة على الاقتراض نحو 14 %. وقد ساعد ذلك في تقليص العجز للميزانية بتقليص الإصدارات الجديدة من اذونات الخزانة مما أدى إلى زيادة الطلب على الاقتراض والأسهم ومن ثن توظيف الفوائد ا المالية المتراكمة في البنوك،إن نجاح سياسة تحرير أسعار الفائدة يعكس النجاح الذي حققته السياستين المالية والنقدية في خفض معدلات التضخم.[1]

2-1-2 الحد من الاعتمادات والاحتياطات الإجبارية: وذلك بإلغاء السقوف الائتمانية و تخفيف العديد من القيود المفروضة على البنوك.

- تم الإلغاء االسقوف الإئتمانية على.القطاع الخاص ابتداء من اكتوبر1991مما أدى إلى ارتفاع معدل الناتج المحلي الإجمالي للفترة 1991-1995م.[2]

- تم تبسيط القيود المفروضة **على** البنوك : حيث تم تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني، الذي تلزم به البنوك بإيداعها لدى البنك المركزي من 25 % الى 14 % من قيمة الودائع على الجنيه المصري و إلى 10% من قيمة الودائع بالعملات الأجنبية.كما تم تخفيض نسبة السيولة التي تحتفظ بها البنوك من 30 % سنة 1991الى 20% بالنسبة للودائع من الجنيه و25 % من الودائع بالعملات الأجنبية.كما ركزت سلطات البنك المركزي على تطوير أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، ولهذه الغاية باشر البنك المركزي بإجراء مبيعات علنية أسبوعية لأذون الخزينة، بهدف تعبئة المدخرات و استحداث آلية سوق لتحديد سعر الفائدة، مع طرح السندات نات الآجال الطويلة في السوق . وساعدت هذه. العملية على ضبط احتياطي المصارف، وبالتالي ضبط التوسع الائتماني. وتم تحرير رسوم الخدمات وترك تحديدها لقوى العرض والطلب.

3-1-2 وضع إطار تنافسي في القطاع المالي : عملت السلطات لزيادة تنافسية على القطاع المالي على فتح المجال للبنوك الأجنبية بالقيام بالعمليات بالعملة المحلية، شريطة أن يكون الحد الأدنى لرأس المال 15 مليون دولار وهذا إبتداءاً من عام 1993 .

كما ألغيت العديد من القيود كانت مفروضة على البنوك الخاصة، وتمت من خلال ذلك خوصصة حصص

[1] -حريري عبد الغني ,مرجع سابق ,ص154.

[2] -بوكساني رشيد ،مرجع سابق,ص184.

ملكية البنوك العامة والمؤسسات العامة الأخرى في بنوك مشتركة، بعد أن تم تعديل قانون البنوك ليسمح للشركات الأجنبية بامتلاك ما يزيد عن 51%من رأس مال البنوك المشتركة، كما طرحت خوصصة بعض البنوك العامة الكبرى. ونتيجة لهذا الإعلان الحكومي والتعديلات التي أدخلت على قانون المصارف والائتمان، فقد تم بنجاح إنجاز عدة عمليات بيع استخدمت فيها مناهج مختلفة للخوصصة، إلا أن خوصصة المصارف العمومية مازال التحدي قائما بالرغم من موافقة الحكومة على خوصصة أحد مصارف التجارية الحكومية الأربعة عام 1997 إلا أن ذلك مازال محل الدراسة.[1]

أما في مجال التأمينات، فقد سمح للأجانب ابتداءاً من 1998.بملكية كاملة في هذا القطاع كما قام بنك الاستثمار القومي برفع سعر الفائدة على الأموال المقترضة من هيئات التأمين والمعاشات والهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية الى 13 **%** وبذلك أصبحت تلك الأموال تدر عائدا موجبا.

2-1-4 تحسين الهيكل الإشرافي والإطار التنظيمي: إلى جانب الإجراءات التحريرية، شملت الإصلاحات وعملية التحرير المالي إدخال إجراءات احترازية جديده، استهدفت تحسين الإطار التنظيمي والهيكل الاستشرافي، حيث اعتبارا من 1991 تم تدريجيا إدخال قواعد خاصة بالتعامل مع النقد الأجنبي ورأس المال و الموجودات والسيولة المعرفية والتدقيق المحاسبي، وتركز الاستثمار في الخارج وتركز الإئتمان وهذا طبقا للقانون رقم 37 لسنة1992 والقانون رقم 97 لسنة 1996 الخاص بتنظيم الرقابة على البنوك والائتمان. ولقد كانت البنوك الاستثمارية الأسرع في تحقيق هذه المعايير من البنوك القطاع العام، ويرجع ذلك إلى أن هذه البنوك تشارك فيها بنوك أمريكية وأجنبية أخرى تطبق معايير كفاية رأس المال، وكذلك هدف تعزيز الشفافية، بدأ اعتبارا من 1997 بإلزام البنوك بنشر تقاريرها المالية استنادا إلى المعايير المحاسبية الدولية

2-2 تحرير القطاع المالي الخارجي: قامت السلطات المصرية بتحرير القطاع الخارجي، وذلك بتحرير أسعار الصرف وتحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات، كما عملت على استكمال إجراءات التحرير المالي بتحرير حساب رأس المال وفتح أسواق رأس المال.

2-2-1 تحرير أسعار الصرف: بدأت إجراءات تحرير أسعار الصرف في فيفري 1991حيث تم توحيد سعر صرف الجنيه على مرحلتين، تمت المرحلة الأولى في فيفري 1991 أين تم دمج الأسعار متعددة في سعرين, يعكس أولهما سعر السوق الأولية، بينما يعكس الثاني سعر السوق الحرة للنقد الأجنبي بينما تم دمج السعرين في سعر واحد للسوق الحرة في المرحلة الثانية، ابتداء من 28 أكتوبر

[1] -حريري عبد الغني ,مرجع سابق ,ص155.

1991 واتماما لسياسة تحرير سعر الصرف تم إصدار قانون النقد الأجنبي رقم 38 لسنة 1994، الذي حل محل القانون رقم 97 لسنة 1976، الذي أعطى الحق للإفراد والمؤسسات الاحتفاظ بفوائد معاملاتهم من النقد الأجنبي، وحقهم في القيام بمعاملات بالنقد الأجنبي سواء بالتحويل إلى الداخل أو إلى الخارج على أن يتم ذلك عن طريق المصارف المتعددة والجهات الأخرى المرخص لها بالتعامل.[1]

2-2-2 تحرير الحساب الجاري: اتخذت السلطات المصرية إجراءات سريعة لتحرير الحساب الجاري من رأس المال، حيث رفعت معظم القيود الكمية على الواردات السلعية باستثناء الحصر المقرر على استيراد الملابس الجاهزة وبعض المنسوجات، كما تم تخفيض الرسوم الكمية على الواردات بحيث أصبح الحد الأقصى للتعريفة الجمركية المقررة على الواردات 43% باستثناء بعض السلع (كالخمور، الدواجن، والتبغ...)[2]

2-2-3 تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات المصري

من أجل استكمال إجراءات التحرير المالي، قامت السلطات المصرية بالسير في إجراءات تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات، حيث أسهم تحرير كل من تحرير سعر الفائدة وسعر الصرف مع خفض معدلات التضخم إلى جانب إجراءات جديدة اتخذتها السلطات لتحسين المناخ الاستثماري من خلال إصدار كلا من:

القانون رقم 95 لسنة 1992 بشأن سوق المال، وقانون رقم 8 لسنة 1998 بشأن ضمانات حول الاستثمار بشكل كبير في تزايد تدفقات رأس المال الأجنبي سواء في شكل استثمارات مباشره وغير مباشره ، أي استثمار الحافظة عن طريق المؤسسات المالية وأهمها صناديق الاستثمار، خصوصا مع إعطاء المستثمرين حرية كاملة لتحول أصل وعوائد الاستثمار إلى الخارج ، وكان قانون 95 لسنة 1992 بمثابة مرحلة جديدة لتنظيم سوق الأوراق المالية واستكمال القطاع المالي .

2-2-4 فتح الأسواق المالية المصرية: قامت مصر بتوقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية في ديسمبر 1997، وبموجب هذه الاتفاق تلتزم مصر بفتح الأسواق المالية ومجال توفير الخدمات المالية والمصرفية أمام المستثمرين من الدول الأخرى الموقعة على الإتفاقية.

كما تلتزم مصر بإزالة كل القيود التي تحول دون مشاركة الأجانب في سوق الأوراق المالية، سواء في

[1] حريري عبد الغني ,مرجع سابق ,ص157.

[2] بهوري نبيل مرجع سابق،ص:139.

عمليات الاكتتاب والتجارة في الأوراق المالية، أو من خلال دخول شركات السمسرة أو شركات المقاصة أو التسوية أو الحفظ أو أنشطة الترويج والتسويق وتنشيط السوق، وكذلك شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، وإنشاء صناديق الاستثمار رأس مال المخاطر.

المطلب الثاني: تطور مؤشرات أداء البورصة المصرية في ضل التحرير المالي 2011– 2016

تعتبر سنة 2011 فترة عصيبة مر بها السوق المالي المصري حيث واجهت البورصة المصرية أزمات داخلية وخارجية حادة(أزمة سياسية وأزمة إقتصادية) أثرت على الإستثمارات الأجنبية التي تراجعت إلى أدنى مستوى لها خلال سبع سنوات لتسجل نحو2.2 مليار دولار خلال الفترة 2011/2010, كما تم تخفيض التصنيف الإئتماني للسندات المصرية ,كما شهدت سنة2012 وضعا إقتصاديا صعبا حيث مرت مصر بسلسلة متتالية من التطورات السياسية أثرت سلبا على الأوضاع الاقتصادية حيث لم تلائم الظروف زيادة النمو وتحسين مناخ الإستثمار وإعادة ثقة المستثمرين مرة أخرى[1]، وفي أعقاب تلك الأحداث حققت البورصة المصرية نموا لم تحققه منذ سنة 2007 إقترب من 51% والذي يعتبر نموا قياسيا والأعلى على مستوى البورصات الناشئة في سنة 2012. [2]

1تطور أداء مؤشرات السوق المالي المصري: سجل السوق ارتفاعات قوية خلال عام 2016 حيث اتجهت مؤشرات البورصة للارتفاع بشكل كبير خلال تعاملات العام ليقفز المؤشر الرئيسى30 EGX لأعلى مستوى فى تاريخه ليتجاوز حاجز 12000 نقطة بارتفاع قدره 76% عن عام 2015 الذي قدر بحوالي 10000 نقطة[3].

وبالنظر إلى تسلسل الأحداث ومدى تأثيرها على السوق المصرى، فقد بدأ السوق عام 2016 بانخفاض نتيجة أوضاع الأسواق العالمية السيئة في ذلك الوقت وتراجع أسعار النفط، ليهبط المؤشر الرئيسى للبورصة بنحو 14%خلال شهر يناير فقط، وبدأ السوق فى التحسن التدريجى وزادت حدة الصعود مع قرارات الإصلاح الاقتصادى التي اتخذتها الحكومة فى مطلع نوفمبر وفي مقدمتها تحرير سعر الصرف والذى كان له أثر كبير على استعادة المستثمرين الأجانب وبالتالي عاود السوق الصعود بقوة ليسجل خلال شهر نوفمبر وديسمبر فقط ما يقرب من 47% ويشهد شهر ديسمبر تسجيل المؤشر لأعلى مستوى في تاريخه، ليغلق العام على ارتفاع بلغ76%.

[1] البورصة المصرية,التقرير السنوي 2011,ص01

[2] البورصة المصرية,التقرير السنوي2012,ص02

[3] البورصة المصرية,التقرير السنوي2015 ص:22

أما مؤشري EGX70 وEGX100 فقد ارتفعا بحوالي 22% و 39% ، على التوالي[1].

والجدول التالي يبين اداء مؤشرات السوق خلال عام 2016:

جدول رقم (3-3):أداء المؤشرات السوق المالية المصرية 2016

المؤشر	الفتح	أعلى قيمة	أقل قيمة	الإغلاق
مؤشر EGX 30 مقوم بالجنيه	7,006.01	12,420	5,713	12,334.89
مؤشر EGX 70	378.69	468	331	463.44
مؤشر EGX 100	790.57	1,100	681	1,096.00

المصدر: البورصة المصرية,التقرير السنوي 2016,ص25

2- تطور مؤشرات التداول:من خلال التقرير السنوي للبورصة المصرية فإن أداء البورصة المصرية لسنة 2016 حقق نحو 285 مليار جنيه مقارنة بنحو 248 مليار جنيه خلال 2015 وتعد قيمة 2016 ثاني أفضل أداء بعد أحداث ثورة 2011 ,وقد إرتفع مستوى حجم التداول إلى نحو 69 مليار ورقة مالية مقارنة ب 45مليار ورقة مالية سنة 2015 بينما سجلت عدد العمليات ما يزيد عن 6 مليون عملية خلال هذا العام مقارنة بنحو 4.9مليون عملية.

جدول رقم (3-4):إجمالي التداول المؤشرات البورصية (2011-2016)

مؤشرات البورصة	2011	2012	2013	2014	2015	2016
قيمة التداول (مليار جنيه)	148	185	162	291	248	285
كمية التداول (مليار)	18.5	34	29	57	45	69
عدد العمليات (مليون)	5.6	6.2	4.8	7.3	4.9	6.0
متوسط ق.ت.يومي(مليون)	543	518	428	883	567	820
معدل دوران السهم%	32	29	21	38	27	30

المصدر:من إعداد الباحث بلإعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية (2011-2016)

وتفصيلاً لما سبق فقد استحوذت قيمة التداول في السوق الرئيسي على غالبية التداول في السوق مسجلة ما يزيد عن 265 مليار جنيه خلال العام الحالي مقارنة بنحو 226 مليار جنيه خلال عام 2015 (شاملين السندات والصفقات)كما سجلت كمية التداول للسوق الرئيسي نحو 66 مليار ورقة مالية مقارنة بنحو 43 مليار ورقة مالية في عام2015 .

والشكل التالي يبين تطور قيمة وحجم التداول في السوق المالية المصرية خلال الفترة 2011-2016:

[1] البورصة المصرية,التقرير السنوي2016 ،ص:24

الشكل رقم(3–2):قيمة و حجم التداول في السوق المصرية 2011–2016



المصدر:التقرير السنوي البورصة المصرية 2016 ،ص36

3– تطور أعداد المستثمرين المسجلين فى السوق المالي المصرى خلال السنوات 2012–2016

تعتبر السوق المصرية الأكثر جاذبية للمستمرين الأجانب والعرب وكذا المصريين رغم الظروف الإقتصادية والسياسة الصعبة التي مرت بها مصر في الآونة الاخيرة ،حيث تعمل البورصة المصرية على جذب المستثمرين من خلال التعديلات التي تقوم بها على قواعد القيد و الإفصاح والشفافية في تحسين مناخ الإستثمار في مصر.والجدول التالي يوضح تطور أعداد المستثمرين(مصريين،عرب،و أجانب) الجدد في السوق المالية المصرية .

الجدول رقم (3–5) :عدد المستثمرين المسجلين في السوق المصري خلال الفترة (2012–2016)

البيان	2012	2013	2014	2015	2016
مصريين	20,084	14,693	19,621	15,219	14,884
عرب	742	538	571	733	692
أجانب	1,398	1,076	1,480	2,046	1,684
الإجمالي	22,222	16,307	21,672	17,998	17,260

المصدر: من إعداد الباحث بإعتماد على التقارير السنوية للبورصة المصرية2012–2016

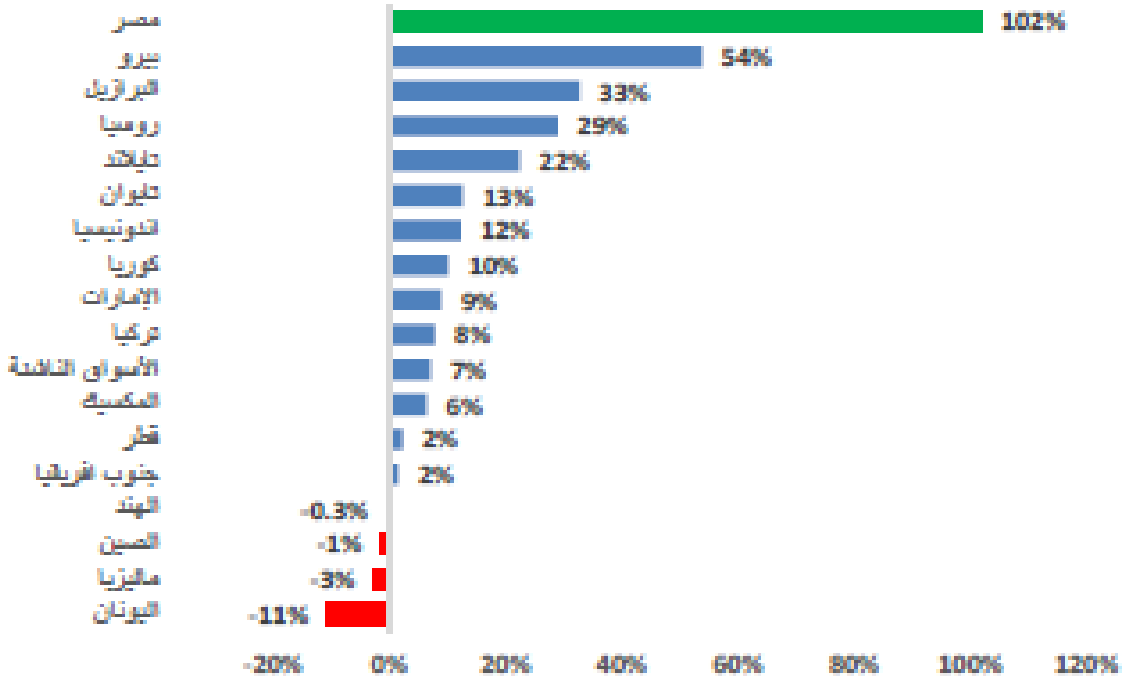
واصلت البورصة المصرية خلال سنة 2015 و 2016 جذب المستثمرين الجدد وإن كان بمعدلات أقل من سنة 2014، حيث تم تسجيل حوالي 18 و 17[1] ألف مستثمر جديد على التوالي، مقارنة بأزيد من 21 ألف مستثمر في 2014 وهو ما يعود إلى الظروف الإقتصادية الصعبة والمفاهيم المغلوطة عن البورصة والتي تحد من دخول المستثمرين الجدد إلى السوق ، بينما كانت سنة 2012 قد سجلت أعلى معدل لها من حيث جلب عدد المستثمرين فسجلت البورصة مايزيد عن 22 ألف مستثمر رغم أنها جاءت بعد ثورة يوليو 2011 مباشرة .

المطلب الثالث : مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات الأجنبية.

1– مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات الناشئة : شهدت الأسواق الناشئة تحسناً في الأداء خلال عام 2016، وجاءت البورصة المصرية في المقدمة بأداءً متميزاً مقارنة بأداء الأسواق الأخرى وذلك بالرغم من الظروف الصعبة التي شهدها العام 2016 عالمياً ومحلياً فوفقاً لمؤشر مؤسسة مورجان ستانلي للسعر بالعملة المحلية فقد تصدرت البورصة المصرية كافة الأسواق خلال 2016 ،بإرتفاع بلغ 102% .

والشكل التالي يبين اداء البورصة المصرية مقارنة بالبورصات الناشئة

الشكل رقم (3–3): معدل التغير في مؤشر أسعار مورجان ستانلي (MSCI) للأسواق الناشئة بالعملة المحلية خلال2016

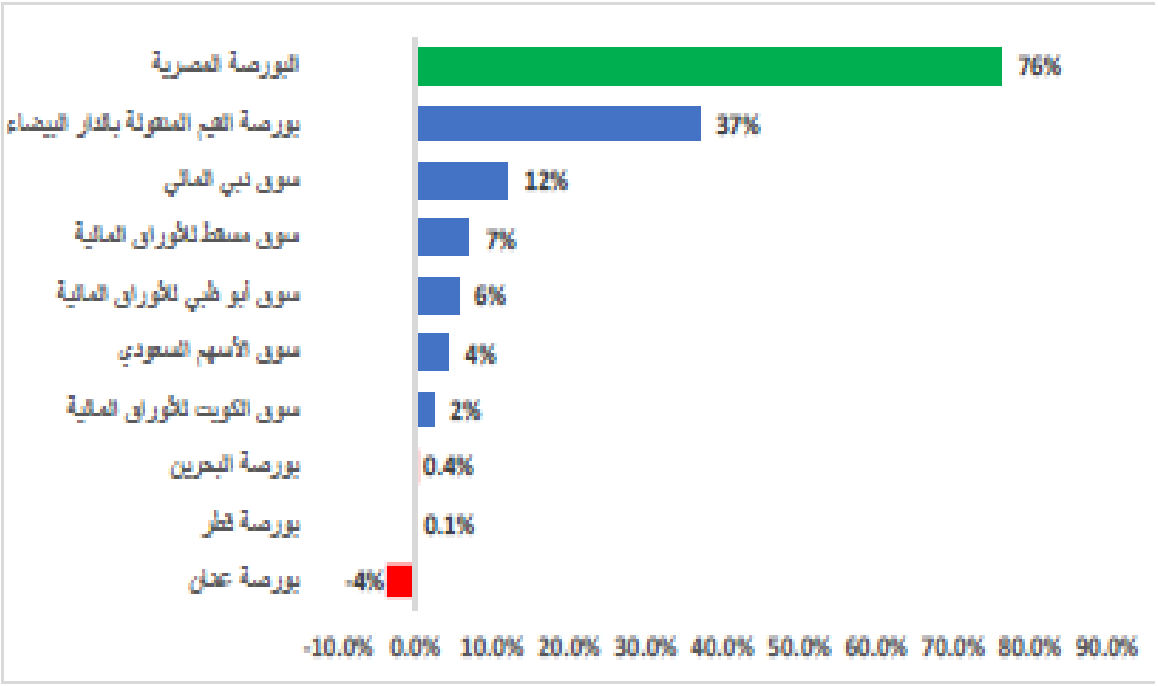


المصدر :الموقع الإلكتروني لمؤسسة مورجان ستانلي

[1] التقرير السنوي ، البورصة المصرية 2016،ص:41

2- مقارنة أداء البورصة المصرية بالبورصات العربية : شهدت الأسواق العربية تبايناً في الأداء خلال تعاملات عام 2016 ، وقد استطاعت البورصة المصرية أن تتصدر كافة الأسواق العربية بارتفاع قدره 76% وبفارق كبير عن أقرب البورصات إليها،بورصة الدار البيضاء ب37%، وذلك بالرغم من التراجعات والارتفاعات البسيطة التى شهدتها جميع البورصات العربية في نهاية العام، وذلك عقب انخفاض أسعار النفط، والأحداث السياسية في المنطقة. والشكل التالي يبين أداء مؤشرات البورصة المصرية مقارنة بالبورصات العربية :

الشكل رقم (3-4)أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام 2016



المصدر: التقرير السنوي ، البورصة المصرية 2016،ص:33

المطلب الرابع :نتائج سياسة التحرير المالي في مصر : يمكن تلخيصها في:

- تقلص عجز الميزانية خلال سنوات الإصلاح الاقتصادي حيث انخفضت من24.6% عام 1988 الى 5.2% عام 1992.ثم ارفع العجز الى 1.2% سنة 1999 لكنها تبقى نسبة مقبولة و بذلك تحكمت الحكومة في احد روافد تغذية التضخم أما في سنوات الاخيرة 2013-2014 فحققت ارتفاعا بقيمة 1.5 مليار دولار و 3.7 مليار دولار [1]على التوالي .

- انخفاض قيمة المديونية المصرية، حيث انخفضت نسبة خدمة الديون خلال سنوات 2000-2001-2002 -2003-2004 على التوالي

- قامت السياسة النقدية بكبح معدلات التضخم بمساعدة السياسة المالية حيث انخفض من19.2 عام 1992 الى 7.1 عام1994 حيث وصل الى 8.2 % سنة 2014 و 11.4% سنة 2015.[2]

- سجل الحساب الجاري تحسنا في فترة الإصلاح حيث سجل العجز بنسبة 3.59 % في المتوسط خلال الفترة 1985-1989، الى تحقيق فائض عبر سنوات الإصلاح1990-1994 يقدر ب33.6 % في المتوسط إلى الناتج المحلي الإجمالي، ولكن عاود العجز إلى الظهور خلال السنوات 1995-2000 وبنسبة عجز في المتوسط تقدر ب1.06% ولكن في السنوات الأخيرة بدأ يسحل الحساب الجاري في فوائض بنسبة 0.3 %، 0.66%، 3.3%؛ 4.3% ؛2.4%؛ 0.7% إلى الناتج المحلي الإجمالي سنوات من 2001 الى 2005 على التوالي.

تعتبر سياسة النهج التدريجي في التحرير المالي قد مكنت مصر من تجنب التعرض لتلك الأزمات التي تعرضت لها دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا، إلا أن هناك تخوفات من الإنجازات التي لم تحقق كافة التوقعات، خاصة نتيجة تركز مصارف مقاصة بأكثر ثلاثة مصارف بقيت عند مستوى 65%مقارنة ب19 %في الولايات المتحدة الأمريكية، و 22% في اليابان، و 41% في فرنسا من بين الدول المتقدمة ،و 50%في الأرجنتين،و55% في تيلاندا و59% في تونس من بين الدول النامية [3]بالإضافة إلى مقدرة الدولة وتحكمها في المصارف الكبرى، لهذا.يمكن القول أنه مازال هناك الحاجة للقيام بمزيد من العمل على عاتق السلطات وخاصة في مجال إدخال إصلاحات في التشريعات الاحترازية وحسن الإدارة وتحسين هيكل القطاع المالي.

[1] البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2015/2014 ،ص73

[2] البنك المركزي المصري، القرير السنوي 2015/2014 ،ص64

[3] -حريري عبد الغني ,مرجع سابق ,ص157.

الخاتمة

تبين لنا من خلال هذه الدراسة ان تطبيق الدول العربية لسياسة التحرير المالي كان لها الدور الكبير في التطور الذي شهده القطاع المالي في بعض الدول العربية ،حيث استمرت الأسواق المالية العربية في أدائها الجيد منذ بداية التحرير الى غاية هذه السنوات الأخيره مع تسجيل بعض التذبذبات في الأداء بسب الظروف التي مرت بها المنطقة (الربيع العربي ، الأزمة المالية العالمية).

على الرغم من هذه التطورات الا ان تبني سياسة التحرير المالي في البلدان العربية واجهتها عدة تحديات تمثلت أساسا في : إمكانية تعرض الأسواق المالية العربية إلى أزمات مالية مفاجئة ،هروب رؤوس الأموال العربية للخارج ،كما ان تبني سياسة التحرير المالي قد يسهل من دخول الأموال المشبوهة للأسواق العربية .

ومن خلال دراستنا لبعض التجارب العربية في التحرير المالي (تونس ، الأردن ، الجزائر و مصر) كان لها الأثر الإيجابي على التطور الحاصل في القطاع المالي و حتى الإقتصادي ، و خاصة مصر التي تعتبر من التجارب الرائدة للتحرير المالي في الدول العربية وحتى في الدول النامية وهذا لإعتمادها على التدرج في التحرير المالي ،مما سمح لها بتحقيق نتائج جد إيجابية على مستوى المالي و الإقتصادي مقارنة بمثيلاتها في الدول العربية و أسواق الدول الناشئة.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

يتمثل موضوع هذه الدراسة في أثر التحرير المالي على الأسواق المالية العربية الفترة الممتدة (1990-2016)، والهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو معرفة أو تحديد أثر التحرير المالي على الأسواق المالية العربية، لأن الهدف من وراء تبني سياسات التحرير المالي هو تطوير الأسواق المالية، نحو الأفضل لخدمة القطاع المالي و الاقتصادي. ولأجل الدراسة وضعنا بعض الفرضيات تحت الاختبار فتوصلنا للإجابات التالية:

بالنسبة للفرضية الأولى والتي تعتبر أن تخلف الأسواق المالية العربية يعود إلى حداثة نشأتها مما يتطلب فترة زمنية متوسطة أو طويلة لاستكمال بناء أطرها التشريعية والتنظيمية.

حيث لم تتمكن أسواق المال العربية، بسبب حداثتها ومحدوديتها من منافسة الاسواق المالبة في الدول المتقدمة، حيث لا توجد حتى الآن أدوات خاصة بطرح مشاريع جديدة في هذه الأسواق في ظل قصور أنظمتها التشريعية والتنظيمية التي تجعلها عرضة لتقلبات الأسعار بصورة مباشرة، وهو ما يؤكد صحة هذه الفرضية.

بالنسبة للفرضية الثانية والتي تنص أن سياسة التحرير المالي هي مجموعة من الإجراءات و الأساليب تنتهجها الدول للتقليل من الآثار السلبية للكبح المالي، حيث أن الدول تنتهج سياسة التحرير المالي بتطبيق مجموعة من الإجراءات و الأساليب سواء على المستوى المحلي أو الخارجي وتخص أسعار الفائدة والصرف، نسب السيولة والأسواق المالية، الاستثمار الأجنبي، وذلك لتحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل أساسا في إلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي و التخلص من مظاهر الكبح المالي الذي عانت منه تلك الدول، وهو ما يؤكد صحة هذه الفرضية.

بالنسبة للفرضية الثالثة التي تعتبر أن التحرير المالي كان له الأثر الواضح على تطور القطاع المالي في الدول العربية، حيث تبين لنا من خلال دراستنا لبعض تجارب الدول العربية بتطبيقها لسياسة التحرير المالي انه كان لهذا الأخير دورا هاما في التطور الذي شهده القطاع المالي وخاصة النظام المصرفي والحد من سياسات الكبح المالي التي كان يعاني منها، كما سمح هذا التحرير باستمرار أسواق الأوراق المالية العربية في أدائها الجيد منذ تبني هذه السياسة والتي ساهمت بتطوير قطاعها المالي والاقتصادي وبزيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية بشكل متصاعد، وهو ما يؤكد صحة هذه الفرضية .

النتائج

- تحتل الأسواق المالية أهمية كبيرة ودوراً مهماً باعتبارها وسيلة استقطاب وتعبئة للمدخرات والأموال غير المستثمرة من خلال طرحها على شكل أدوات استثمارية مثل الأسهم والسندات تكون مهيأة للطلبات الاستثمارية، ويتم من خلالها موازنة الطلب والعرض على تلك الأموال، كما يتم فيها إعادة طرح وبيع الأسهم والسندات بغرض رفع رأس مال الشركات والحصول على التمويل.

خاتمة عامة

– يتضح لنا من خلال استعراضنا لبعض خصائص الأسواق المالية العربية مدى الضعف الذي مازالت تعاني منه الأسواق العربية سواء من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق أو من حيث الأدوات الاستثمارية المعروضة مما يجعلها اقل جاذبية للاستثمار الأجنبي كما تعاني الأسواق العربية من قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواقها المالية.

– يتحدد مفهوم التحرير المالي بأنه مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي والمصرفي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا.

– تحدد مستوى التحرير المالي الذي طبق في الدول العربية، من خلال التحرير المالي الداخلي الذي يشمل تحرير القطاع المالي من خلال تحرير أسعار الفائدة، تطبيق أدوات غير مباشرة، للسياسة النقدية والحد من الرقابة على الاعتمادات و الاحتياطات الإجبارية، أما بالنسبة للتحرير المالي الخارجي فيتم من خلال تحرير حساب رأس المال وأسواق الأوراق المالية وتحرير سعر الصرف.

– كما كان للتحرير المالي الأثر الواضح على تطور أداء الأسواق المالية العربية، حيث كان له دور ايجابي في زيادة معدلات النمو من خلال زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية ،وزيادة معدلات الادخار، وتخفيض تكلفة رأس المال والعمل على تطوير القطاع المالي و تعميقه، كما كان له دور في تحسين عمل السياسة النقدية والمالية وسياسة سعر الصرف .

– كما أن للتحرير المالي الأثر السلبي ينجم عن عدم نجاعة تطبيق إجراءات التحرير وهذا ما يؤدي إلى إحداث أزمات مالية يكون آثارها على الاقتصاد الدولي، كأزمة جنوب شرق آسيا و أزمة المكسيك، والأرجنتين .

– أدت إجراءات التحرير المطبقة في مصر إلى تطوير واضح في النظام المالي والمصرفي من خلال التوسع في نشاطه و هيكله التنظيمي مما سمح لها باحتلال مكانة مرموقة في الأسواق المالية العربية و حتى العالمية .

– أدى تطبيق سياسة التحرير المالي إلى تطور القطاع المالي بما فيه البنوك وأسواق الأوراق المالية التي أصبحت من الأسواق المالية الناشئة النشطة، ورغم هذا التطور الملحوظ فإن الأسواق المالية العربية بصفة عامة مازال لم تصل إلى المستوى الذي تتميز به بعض الدول المتقدمة و بعض دول جنوب شرق آسيا .

الاقتراحات

حتى يتم إنجاح و الاستفادة أكثر من التحرير المالي في الدول العربية نقترح بعض التوصيات :

- ضرورة إتباع النهج التدريجي في تنفيذ برامج التحرير المالي بهدف تطوير القطاع المالي الشكل الذي يحقق تدفق الادخار المحلية نحو الاستثمارات الأفضل وتشجيع الاستثمارات الأجنبية.

خاتمة عامة

- على الدول العربية وهي تشهد مرحلة من إندماج الاسواق المالية العالمية في ضوء التحرير المالي ،أن تولي اهتماما أكبر لتطوير أسواقها المالية تمهيدا لاندماجها في سوق مالية موحدة لتتمكن من مواجهة التكتلات المالية الإقليمية والعالمية .
- تعميق إصلاح القطاع المصرفي العربي والسير نحو الاندماج من أجل مواجهة تحديات التحرير المالي.
- العمل على تطبيق اتفاقية الجات فيما يخصص تحرير الخدمات المالية والمصرفية.
- نشر الوعي بأهمية الأسواق المالية ودورها بالنهوض بالاقتصاد و تحقيق التنمية الشاملة.
- إعادة النظر في هيكل البورصات العربية والعمل على القيام بمحاولات إصلاح وتطويرها وكذا الربط بينها.
- العمل على تحسين المناخ الاستثماري وتنمية المؤسسات المالية العربية وتطوير الأطر القانونية.
- تنويع الأوراق المالية يساعد في جلب المستثمرين الأجانب.

أفاق الدراسة

نظراً لشساعة موضوع التحرير المالي من جهة وقلة الدراسات الأكاديمية التي تناولت هذه الظاهرة من جهة أخرى، ارتأينا لتقديم مجموعة من المواضيع :

- التحرير المالي وكفاءة الأداء المصرفي في الجزائر
- علاقة التحرير المالي بالأزمات المالية و التعثر المصرفي
- أثر التحرير المالي على النشاط الاقتصادي

قائمة المراجع

كتب

1. أحمد أبو الفتوح علي الناقة: نظرية النقود والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإسعاع الفنية، الإسكندرية، مصر ، سنة 2001 .
2. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية،مصر، 2003.
3. احمد محمد لطفي احمد- معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الاحكام الشرعية-دار الفكر الجامعي، الطبعة الاولى،الاسكندرية 2006.
4. أرشد فؤاد التميمي وأسامة سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن، 2004.
5. بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، بيروت، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، 2003.
6. حسيني عرفات التقي ، التمويل الدولي،دار المحلاوي للنشر ،عمان ،الأردن ، 1999 .
7. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
8. حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية ، أسواق المال: بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية ، شركات التامين وشركات الاستثمار ، الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2000 .
9. خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية ، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي طرابلس (لبنان): المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ،ج 2.
10. رسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الإسكندرية – الطبعة الأول، مصر 1999 .
11. رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، مصر،طبعة 1999.
12. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في عصر العولمة ، القاهرة: مكتبة مدبولي ،1999.
13. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
14. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ، الطبعة الاولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
15. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات وإدارة النقود في إطار عالمية الحادي والعشرين، الصناعة المالية الحديثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون سنة.
16. شذا جميل خطيب، العولمة المالية ومستقبل أسواق رأس المال العربية، دار المجدلاوي،عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2008 .
17. شمعون شمعون البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999
18. طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ،مصر 2000.
19. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاسها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر،2003.
20. طاهر حيدر حردان ، مبادئ الإستثمار ، المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن،1997.
21. عاطف وليم أنداوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر،طبعة 2007.
22. عاطف وليم أنداوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية .مصر، 2005.
23. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005 .
24. عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية لنشر، مصر 1996.

25. عبد الحكيم الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية دار الفكر الجامعي، الطبعة الاولى،الإسكندرية، مصر، 2005.
26. عبد الغفار حنفي ،رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2000.
27. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، السيدة مصطفى إبراهيم، إيمان محب ذكى ، قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الناشر قسم الاقتصاد ، 2005.
28. عبد المطلب عبد الحميد،"العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية،الطبعة الاولى، الإسكندرية، 2001 .
29. عثمان أبو حرب، الاقصاد الدولي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
30. محمد حسني، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، الرياض، 2006.
31. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية' الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
32. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
33. محمد صفوت قابل، الدول النامية و العولمة، مصر، الدار الجامعية،طبعة 2004.
34. محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مؤسسات–أوراق–بورصات ،دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن، 2005 .
35. مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في العالم النقد و المال). الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء 2، 2000.
36. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، طبعة 1999 .
37. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة توزيع المعارف ، الإسكندرية ، طبعة 1997.
38. هوشيار معروف ، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003.
39. يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الإسكندرية، الدار الجامعية، السنة غير مذكورة،

الرسائل و الأطروحات

1. براق محمد، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية مع حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، معهد العلوم الاقتصادية ، 1999.
2. بهوري نبيل ،واقع الأسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها,مذكرة ماجستير ,كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير,جامعة المدية,2011
3. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص إقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، دفعة 2006/2005.
4. حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على إقتصاديات الدول العربية،مذكرة لنيل شهادة ماجيستير ، تخصص نقود ومالية ،فرع العلوم الاقتصادية ، جامعة شلف،2007/2006.
5. ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري و دوره في تمويل الاقتصاد،شهادة ماجيستير،جامعة بسكرة، 2008-2009.
6. سعيدي فاطمة الزهراء ، الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية ، رسالة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، تخصص : نقود و مالية ، دفعة 2013 .

7. سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004 2005.
8. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ،اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في العلوم التجارية ،جامعة بسكرة 2015/2014 .
9. شكوري سيدي محمد ، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجيستر تخصص نقود ومالية وبنوك(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية،.جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان،2006.
10. العقون نادية، تحرير حركة رؤوس الأموال و آثارها على ميزان المدفوعات- دراسة حالة الجزائر الفترة 1990- 2000 . رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2003- 2004.

الملتقيات و المداخلات والمجلات:

1. أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات،بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة بكلية ، إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان ،الأردن ،خلال 14-2009/04/15 .
2. بن طلحة صليجة، معوشي بوعلام، دور التحرير المصرفي في إصلاح المنظومة المصرفية، مداخلة ضمن ملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية،الواقع و الأفاق،جامعة الشلف،2004 .
3. حريري عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا،العدد 15.
4. حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ورشة عمل (إدارة أسعار الصرف) بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 المنظمة العربية لتنمية الإدارية .
5. رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، دار الخلدونية الجزائر، عدد 2 ،2000 .
6. زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة الدراسات الاقتصادية، دار الخلدونية، العدد الثاني،2000 .
7. زياد فريز ،التطور المالي و النمو الاقتصادي، حالة الاردن، الفصل السادس، ندوة تطولر القطاع المالي و النمو الاقتصادي ، 07-08 ديسمبر 2003 .
8. ساعد مرابط،مداخلة نحت عنوان ، الازمة المالية العالمية 2008 : الجذور و التداعيات ،الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس –سطيف ،2009 .
9. عبد القادر دبون ,محمد الهاشمي حجاج,أهمية المعلومات المالي والمحاسبية واثرها على كفاءة بورصة الجزائر, الملتقى العلمي الدولي حول الإصلاح المحاسبي في الجزائريومي 29و30 نوفمبر 2011,جامعة ورقلة.
10. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصر وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994.
11. محمد بن بوزيان وسيدي محمد شكوري، التحرر المالي وأثره على النمو الاقتصادي، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، جامعة بشار،24-25 افريل2006.
12. محمد حبش، الأزمة المالية اليونانية إلى أين ؟، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، المجلد 19 العدد الخاص 3 و 4 ،الأآاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، الأردن ، 2011 .
13. محمد زكريا بن معزو,قياس العلاقة بين التحرير المالي و النمو الإقتصدي دراسة حالة الجزائر,جامعة عنابة ,مجلة الباحث ,العدد 13 ،2013.

14. محمد زكريا بن معزو، كمال حمانة، العلاقة طويلة الأجل بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر، 1970-2010 مقاربة قياسية، التواصل في الاقتصاد والإدارة والقانون،عدد 35، سبتمبر 2013.
15. وفاء عبد الامير دباس،الاستثمارات الاجنبية في المؤسسات الصغيرة الاردنية الواقع و الطموح ،مداخلة في المؤتمر الدولي :متطلبات تأهيل مؤسسات صغيرة و متوسطة في الدول العربية ،17-18 افريل 2006 جامعة الشلف.
16. يوسف عثمان ادريس، تحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2004، المجلد41، العدد 03.

باللغة الفرنسية:

1. F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, dunod, Paris, 1993, volume 2.
2. B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990
3. Shelagh heffer nan, » Modern banking in theory and practice » new york,1998.
4. Amal Ben Hassena, L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire, mémoire En vue de l'obtention du Diplôme de maîtrise commerciales,de Sfax, Tunisie ,2006..
5. Belkacem BENALLALL, Les effets de l'application de la politique de libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie (1970/2010) .
6. Friedrich Ebert Stiftung, Actes de la jeune recherche en Economie,Société et Culture. Lauréats du concours FES Algérie 2012,

المواقع الالكتونية:

1. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2004.www.amf.org.ae
2. حصاد أزمة الديون اليونانية خلال عام2015 www.noonpost.org
3. زياد الدباس، تدني كفاية الأسواق المالية العربية بسبب ضعف الإفصاح والشفافية، www.alarabiya.net/Article
4. سليمان المنذري،"البورصات العربية ...وهن في مرحلة الشباب" ، www.islamonline.net/arabic/economics
5. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والاسباب www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads .

تقارير:

1. البنك المركزي الاردني تقرير الاقتصادي 2006 .
2. البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2015
3. البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2015/2014
4. البورصة المصرية,التقرير السنوي 2011
5. البورصة المصرية,التقرير السنوي2012
6. البورصة المصرية,التقرير السنوي2015
7. البورصة المصرية,التقرير السنوي2016
8. بورصة تونس, التقرير السنوي 2015.
9. بورصة تونس,التقرير الإقتصادي2015.
10. التقرير السنوي لبنك الجزائر2015 .
11. صندوق النقد العربي,التقرير السنوي الموحد 2016
12. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرات الفصلية 2016 .