

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس – مستغانم-
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماستر ، تخصص : مالية و تجارة دولية

دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

إشراف:

أ.د. محمد عيسى محمد محمود

اعداد الطالب :

عبد المجيد مكاوي

لجنة المناقشة

جامعة مستغانم

د. وهراني مجدوب.....رئيساً

جامعة مستغانم

أ.د. محمد عيسى محمد محمود.....مقرراً

جامعة مستغانم

د. دقيش مختار.....مناقشاً

السنة الجامعية:

2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الشكر والعرفان

الحمد لله الذي وهب لنا بنعمة العمل والعلم الحمد لله الذي يسير لي أموري وعززي بالفهم
الحمد لله الذي وفقني وسهل لي التقدم إلى الأمام الحمد لله والصلاة على محمد أعظم النعم قال
ﷺ: من لا يشكر الناس لا يشكر الله، تعجز كل كلمات الشكر أمام منظمة الأيوين الذين دفعوا
سنين عمرهم ليقطفوا أثمار نجاحها فلکم ألف شكر على كل الدعم المعنوي والمادي، لك باقة
امتنان و عرفان يا أستاذي المشرف " محمد عيسى محمد محمود " لتوجيهاتك التي ساعدتني كثيرا
وجهدك التي بذلتها من أجل أن يرى هذا البحث النور، كل الشكر والتقدير لكل أساتذة العلوم
التجارية دون استثناء ، جزيل الشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا في إنجاز هذا البحث.

إهداء

إلى كل الناس الطيبين الانقياء ، أولئك الذين مهما قست عليهم الأيام
تبقى نفوسهم خيرة معطاءة محبة تحتوى الغير" ، إلى مشرفي الذي رافقني
في خطوات مذكرتي، إلى كل من ساندني ولوبكلمة اهدي لكم عملي المتواضع
، فلولا توفيق الله ولولاكم لما كنت ما أنا عليه اليوم.

ملخص:

أصبحت الأسواق المالية تحتل مكانا بارزا في الإقتصاد العالمي المعاصر، من خلال دعمها للنمو الإقتصادي، وهذا ما تم تناوله في هذه الدراسة من خلال الإشكالية المطروحة حول دعم الأسواق المالية للتنمية الإقتصادية و التي تم إثباتها في الجانب النظري، حيث تبين أن هناك علاقة وطيدة بين مدى تطور السوق المالي و مستوى تحقيق التنمية الإقتصادية. كما تم التوصل أيضا إلى أن السوق المالي الجزائري أو بورصة الجزائر تتميز إضافة إلى حداثة نشأتها بالضيق و نقص الفعالية على العموم، مما أدى إلى إنعكاس ذلك سلبيا على الوضعية الإقتصادية العامة حيث أنها لم تتمكن من تحقيق الهدف المنتظر منها و المتمثل في دعم عجلة الإقتصاد الوطني.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، الكفاءة الإقتصادية، الأوراق المالية، التنمية الإقتصادية.

Abstract:

Financial markets have become a prominent place in the contemporary global economy, through their support for economic growth.

this study aims through the problematic posed about the support of financial markets for economic development, which has been proven in the theoretical aspect, where it was found that there is a strong relationship between the extent The development of the financial market and the level of economic development. It was also concluded that the Algerian financial market or the Algerian Stock Exchange is characterized, in addition to its recent inception, by narrowness and lack of efficiency in general, which led to a negative impact on the general economic situation, as it was unable to achieve the expected goal of supporting the wheel of the national economy.

Keywords: financial market, economic efficiency, securities, economic development.

الفهرس

فهرس المحتويات

أ	ملخص الدراسة باللغة العربية ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية فهرس المحتويات قائمة الجداول والأشكال مقدمة
القسم الأول: الجانب النظري للدراسة	
الفصل الأول: ملامح الأساسية للأسواق المالية	
03	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول : مفهوم الاسوق المالية وتطورها .
05	المطلب الثاني : وظائف السوق المالي .
07	المطلب الثالث : عوامل تطور ونجاح السوق المالي.
08	المبحث الثاني : أنواع الأسواق المالية.
09	المطلب الأول : السوق النقدية .
11	المطلب الثاني: السوق رأس المال .
24	المطلب الثالث : كفاءة الأسواق المالية .
27	المبحث الثالث: عموميات حول البورصة.
27	المطلب الأول : ماهية البورصة .
28	المطلب الثاني: فعالية البورصة وشروط التسجيل بها.
29	المطلب الثالث: مداخل تحليل الأوراق المالية
الفصل الثاني: الأسواق المالية كألية لتحقيق التنمية الاقتصادية	
36	المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية .
36	المطلب الأول : مفهوم التنمية الاقتصادية .
37	المطلب الثاني مستلزمات التنمية الاقتصادية وإستراتيجيتها.
40	المطلب الثالث: نظريات التنمية الاقتصادية.
46	المبحث الثاني: طرق تمويل التنمية الاقتصادية.
46	المطلب الأول: موارد المحلية.
47	المطلب الثاني : التمويل المصرفي.
49	المطلب الثالث: الموارد الخارجية .

50	المبحث الثالث : الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي.
51	المطلب الأول : الموقع سوق المالي في النشاط الاقتصادي.
53	المطلب الثاني: الآثار الايجابية للأسواق المالية.
58	المطلب الثالث: التجارب البورصات العالمية .
64	الخاتمة
67	قائمة المصادر و المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	الجدول 01 : خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	01

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
05	الشكل رقم (01): وظيفية الأسواق المالية	01
30	الشكل (02): التحليل الأساسي من خلال مدخل من أعلى إلى أسفل	02
33	الشكل (03): مدخل التحليل الفني في اختيار الأسهم	03

المقدمة العامة

قد تركز الاهتمام في السنوات القليلة الماضية على تطوير والتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك لدورها الفعال في تجميع وتوفير الأموال اللازمة للتنمية ، فالتنمية الاقتصادية كما هو معلوم تتطلب تركيزا لرؤوس الأموال ، لتمويل أوجه الإنفاق الحكومي المختلفة ولتمويل النمو الاقتصادي بوجه عام.فالحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سببا في القيام تلك الأسواق ، خصوصا وان النمو الاقتصادي يعتمد إلى حد كبير على قيام بمشروعات ذات الحجم الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المعتذر على الفئة القليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات وحسب أموالهم فيها مدة طويلة .

فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات جاذبة وسليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وإنمائها في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب ، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات .

أولا: الإشكالية الرئيسية:

بناء على ما سبق تطرح إشكالية الدراسة في محاولة الإجابة على سؤال هام يتعلق ب : كيف يساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية ؟

ولإحاطة أكثر بالتساؤل السابق، ولتعيين الإطار العام للدراسة نستسيغ الأسئلة الفرعية التالية :

- ماذا يقصد بالأسواق الأوراق المالية

- ماهي أنواعها ؟ ومن هم المتدخلون بها ؟

ثانيا: فرضيات دراسة :

بناء على الإشكالية الدراسة و الأسئلة الفرعية التي ترسم اطار الدراسة المطروحات سابقة تقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

- الأسواق المالية جهاز مالي يربط بين المدخرات الأعوان الاقتصاديين.

- تعد الأسواق المالية وخاصة الثانوية منها أداة ربط فعالة بين المشاريع ومدخرات الأعوان الاقتصاديين.

- الأسواق المالية تأخذ شكلين أسواق رأس المال ، أسواق النقد.

-الأسواق الأوراق المالية تؤثر في التنمية الاقتصادية من جانبيين سلبي و ايجابي وتكمن فعالية

ثالثا: أهداف البحث

وقد تم طرح كل هذه التساؤلات و افتراض هذه الفرضيات للوصول إلى الأهداف المرجوة من هذه

الدراسة و المتمثلة فيما يلي:

* معرفة مدى تأثير الأسواق المالية على اقتصاديات الدول و استخلاص التجارب.

*محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية و الفنية لسوق الأوراق المالية ، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق المالية .

*محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من اجل معرفة عوامل نجاحها.
*إثراء المكتبات بالبحوث المتعلقة بالأسواق المالية بصفة عامة.

رابعاً: أهمية البحث

أن التعمق في المشكلة الدراسة الحالية والتفحص الدقيق لأهدافها من شأنه أن يسלט الضوء على أهميتها و التي تتجلى في الآتي :

*الظروف المالية التي يمر بها الاقتصاد الوطني ، عدم تعبئة الموارد المالية اللازمة من اجل تمويل التنمية .

*الدور الذي يلعبه مثل هذا السوق المالي في تحريك عجلة اقتصاد دولة ما وتنشيطه وفي تحقيق التنمية الاقتصادية .

خامساً: دوافع اختيار الموضوع البحث

شعور بأهمية الموضوع خاصة مع تحولات الراهنة و هي الدخول إلى اقتصاد السوق، ولما تكتسيه سوق المالي من مكانة و أهمية على مستوى العالمي

مازال الاستثمار و التعامل بالأوراق المالية غامضاً و مجهولاً لدى الغالبية من الجمهور.

سادساً: المناهج المستخدمة

إن طبيعة هذه الدراسة تطلبت مجموعة من المناهج للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية واختيار صحة الفرضيات حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وذلك في سرد المفاهيم العامة والتعاريف المتعلقة بالموضوع وتحليلها.

بالإضافة إلى المنهج التاريخي في سرد الأحداث و الوقائع الاقتصادية التي مرت بها بعض الدول وتطور سوقها المالية.

خطة وهيكل البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات، فقد جاءت الدراسة في فصلين مع مقدمة وخاتمة، وذلك كما يلي:

الفصل الأول: و نتناول فيه ملامح الأساسية للأسواق المالية.

وأخيراً الفصل الثاني وفيه يتم نتطرق فيه إلى الأسواق المالية كآلية لتحقيق التنمية الاقتصادية..

، ونشير إلى أنه كل فصل سيكون مسبقاً بتمهيد ومختوماً بخلاصة.

الفصل الأول :

ماهية الأسواق الأوراق المالية

تمهيد :

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال، بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة، وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تكوين (تجميع) رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار...ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا، من خلال تعبئة المدخرات الكافية و التوزيع الكفاء لهذه الادخارات المجمععة على الاستثمارات. وتعد الأسواق المالية المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر، تحت شروط معينة، وبالتالي فهي تعتبر من أبرز القنوات المستخدمة لجمع المدخرات المالية، وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية بهدف تحقيق التنمية الشاملة والمستدامة، في أبعادها الاقتصادية والاجتماعية لذا فهي ذات أهمية بالغة خاصة في الدول النامية، هذه الأخيرة التي سعت إلى إنشاء هذه الأسواق لعلها تساهم مساهمة إيجابية في جمع المدخرات وصرفها للتمويل متوسط الأجل والطويل وهذا ما سأحاول دراسته في هذا الفصل وذلك من خلال الإطار النظري الأساسي والضروري لفهم أعمق للأسواق الاوراق المالية بشكل عام والبورصات بشكل خاص ودورهما في التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمررة لفكرة ادم سميث المتحللية في نظرية التي تقوم على مبدأ تخصص و تقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل ، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية .

سنتعرض في هذا المبحث إلى مناقشة المفاهيم المختلفة للأسواق المالية¹ .

المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية وتطورها

1- مفهوم الأسواق المالية:

يتكون الاقتصاد الحديث من ثلاث أسواق رئيسية هي أسواق المواد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة .

وأسواق السلع وخدمات المنتجة التي يتم تبادل سلع الاستهلاكية و الإنتاجية ، من خلال إنفاق ما تحصل عليه من عناصر الإنتاج من عوائد الدخل على السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الإنتاجية على السلع الإنتاجية لعملية الاستثمار ، وأخيراً الأسواق المالية².

وتعرف السوق المالية على أنها سوق التمويل الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال وقطاع حكومي وعائلي ، أو هي سوق الادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري ، وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفي واللامصرفية دوراً رئيسياً في تكوين هذا السوق ، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلاً عن توفر المناخ الملائم من حيث كفاءة البنية الأساسية للاقتصاد ، وملائمة تشريعات الاستثمار³.

وتشير الأسواق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال الأنشطة الاقتصادية المختلفة ، من خلال المؤسسات المالية التي تضمها هذه الأسواق ، وتتكون الأسواق المالية أساساً من سوق رأس المال وهو السوق الذي تم التعامل على أوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم وسندات أما سوق الآخر فهو سوق النقد الذي يتم التعامل فيه على الأوراق المالية قصيرة الأجل⁴.

¹ - جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002، ص16، 17.

² - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى 2004، ص66، 67.

³ - حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص25.

⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص21.

2- التطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات، وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ومن ثم بدأت تتبلور في مجموعة من المراحل يمكن إيجازها فيما يلي¹:

المرحلة 1

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية الخ... مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة 2:

بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة 3:

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات الخ... وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة 4

ظهور الأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة 5

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والاني الخ...

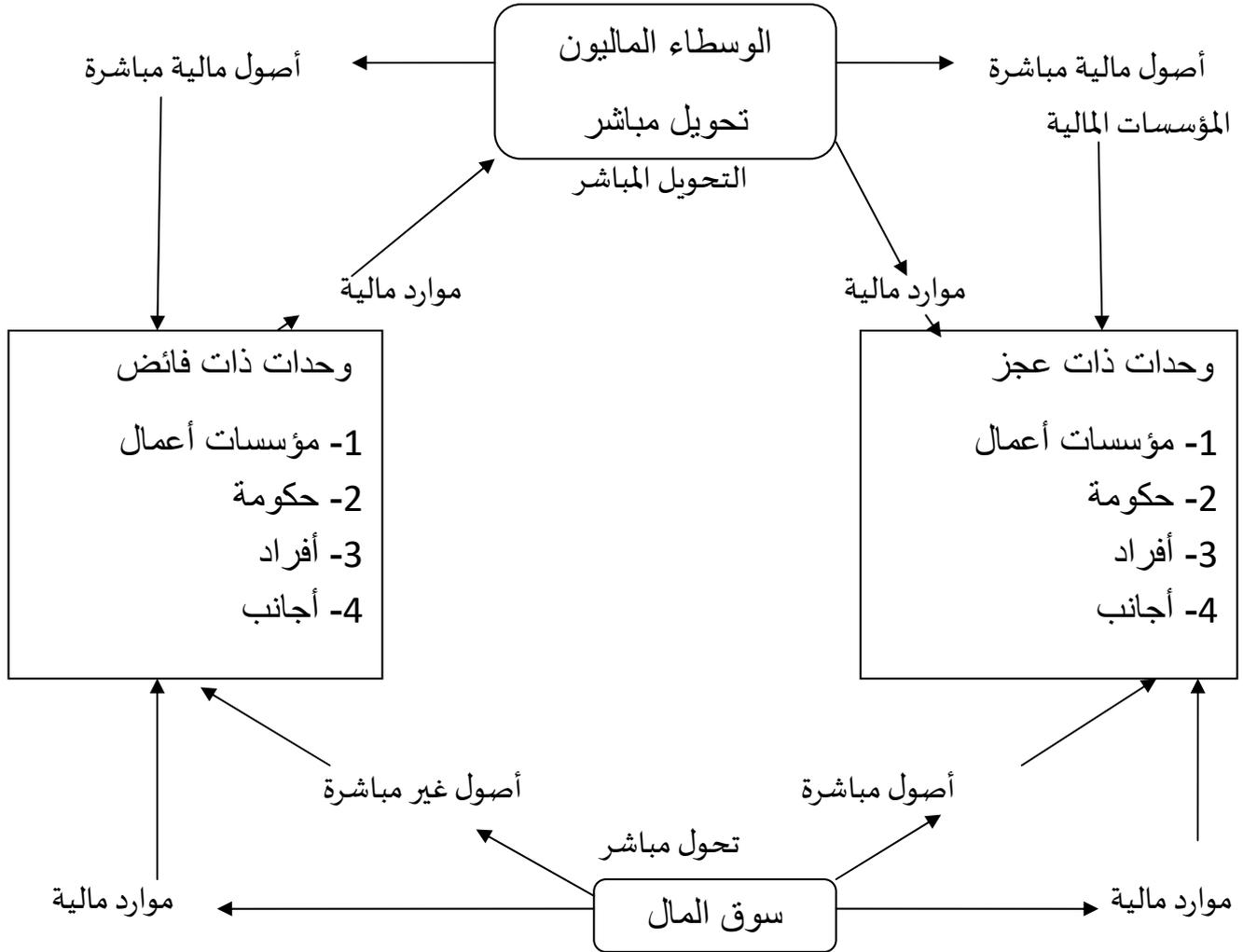
¹- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2005، ص 10، 11.

المطلب الثاني: وظائف السوق المالية وأهميته

1- وظائف السوق المالية:

يؤدي سوق المال من خلال منشأته وظيفته الاقتصادية هامة تتمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز، والشكل-1- يوضح طرق تمويل العجز

الشكل رقم : 01 وظيفية الأسواق المالية



المصدر: احمد ابو الفتوح على الناقه ، نظرية النقود والأسواق المالية ، الطبعة الأولى. مكتبة الإشعاع الفنية .

مطابع المعمورة – بحري – الإسكندرية 2001 ص10.

الطريقة الأولى :

وهي التمويل المباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض في سوق المال مثلما يلتقي مستهلك السلعة مع البائع في سوق السلع ، حيث تصدر وحدات العجز المالي حقوق مالية على نفسها ، هذه الحقوق تسمى أصول مالية تعرضها على وحدات الفائض التي تشتري هذه الأموال مقابل تحويل مواردها المالية إلى وحدات

العجز ، والأصول المالية التي تشتريها وحدات الفائض تسمى أصولاً مباشرة لأن التي أصدرتها هي وحدات العجز نفسها واهم الأصول المالية المباشرة هي الأسهم والسندات.

الطريقة الثانية:

هي التمويل غير مباشر حيث يتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال وهي أساساً البنوك وشركات (التمويل) و التأمين ومؤسسات الادخار والإقراض وصناديق المعاشات ومقابل هذا التحويل تحصل الوحدات ذات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز التي تقوم بالإصدار لأصول مالية مباشرة إلى المؤسسات المالية ومن الشكل السابق نلاحظ أن مؤسسات قطاع الأعمال تأتي في مقدمة وحدات العجز التي تحتاج إلى موارد مالية ، هذه الأخيرة تقوم بإصدار أسهم أو سندات ثم يلي قطاع الأعمال في طلب تمويل الحكومة التي تقوم بإصدار أذونات الخزنة أو سندات حكومية أما بالنسبة لوحدات الفائض فيأتي في مقدمته أفراد القطاع العائلي بمدخراتهم تسمى مدخرات شخصية ويلهم مؤسسات الأعمال والتي تحقق مدخرات تسمى مدخرات قطاع الأعمال ، كما نلاحظ أن عملية تجميع الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز تتم من خلال سوق المال مباشرة أو من خلال المؤسسات المالية العاملة فيه¹. عموماً يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية في الوظائف التالية²:

1- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك بإمكان استرداد المستثمر لمدخراته.

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.

3- تفادي التقلبات العنيفة للأسعار.

4- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر.

5- تشجيع الادخار وتجميع الأموال.

2- أهمية أسواق الأوراق المالية

من خلال ما سبق ذكره من خلال التعاريف المقدمة نجد بأن الأسواق المالية تحضى بمكانة هامة في النشاط الاقتصادي و المالي، و هذه الأهمية تتجلى فيما يلي³:

*تحقق الأسواق المالية فوائد حيوية للنشاط الإقتصادي في مجموعه سواء كان للمدخرين الذين يقومون بتخفيض الإنفاق الإستهلاكي حالياً رجاء الحصول على عائد أكبر لاحقاً ، و كذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يستثمرون هذه المدخرات المجمععة من أجل زيادة أرباحهم و كذلك تحقيق زيادة في المستوى الحقيقي للإقتصاد سواء في الإنتاج أو الخدمات .

*تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الإستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات و الحكومة كأطراف إقتصادية رئيسية .

¹ - احمد أبو الفتوح على الناقه ، مرجع السابق ذكره، ص11.

² - رسمية قرياقس ، اسواق المال ، الطبعة الأولى دار الجامعية الاسكندرية 1999، ص 46/43.

³ - هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2009، ص 48 .

* ربط الأسواق المالية للنشاطات الإستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الإستثمارية طويلة الأجل حيث يلاحظ وجود الأدوات المالية قصيرة الأجل بجانب الأدوات المالية طويلة الأجل ، و هكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للإستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة و التي تعتمد عليها المؤسسات في تشغيل عملياتها الجارية .

كذلك تبرز أهميتها في الجوانب التالية¹ :

* يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها و مكاتبها المتخصصة و خبراءها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية .

* ضمان مناخ إستثماري يتسم بالشفافية بسبب إلزام الشركات بالإفصاح المالي .

المطلب الثالث : المتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال والعوامل اللازمة لنجاحه

من أجل إنشاء سوق مالي يجب توفر تكامل بين المتطلبات الملائمة لتكوينه و بين العوامل المساعدة لنجاحه

1- المتطلبات الملائمة لتكوين أسواق المال²

لقيام سوق مال لا بد أن تتوفر مجموعة من المتطلبات أو الشروط و يمكننا إجمالها كالآتي:

أ - وجود جهاز مالي مصري متكامل:

يعتبر الجهاز المصرفي و المؤسسات المالية ككل الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي ، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات ، ثم تقوم هذه المؤسسات بعملية الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

ب - توفر الإستقرار السياسي للدولة :

و هو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وهو ذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب وعلى الدولة أن تؤمن لهم إنتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم.

ج - تشجيع القطاع الخاص :

يتطلب قيام أسواق المال أن يكون المساهم الأساسي في السوق هو القطاع الخاص و لتحقيق ذلك يجب:

- تبني سياسة ليبرالية قائمة على إقتصاد السوق ،

- توفر الأطر القانونية و التشريعية المناسبة و التي تحفز هذا الدور،

- منح القطاع الخاص بعض المزايا لتدعيم دوره في الإقتصاد ككل.

د - القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى إستثمارات:

و يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية من الأدوات المالية التي تتناسب و رغبات جميع المستثمرين بالإضافة إلى تشجيع و تنمية الوعي الإستثماري و تهيئة السبل أمام الإستثمار في الأوراق المالية.

¹ - محمد أيمن عزت الميداني ، "الإدارة التمويلية"، العبيكان للنشر، الرياض ، السعودية، الطبعة الثالثة، 1999، ص534 .

² - السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دارالفكر للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص، 96، 97.

هـ- الإهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها :

تكوين الشركات أو طرح الأسهم و السندات لا بد أن يكون مصاحب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر الفرصة التي قد يحتاج فيها إلى توظيف أمواله، و لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين و حتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.

عوامل نجاح السوق المالي:

كما أنه لقيام أو لنشأة أي سوق مالي عدة شروط و متطلبات يجب توفرها، كذلك لنجاح هذا السوق هناك عوامل أخرى سواء كانت أساسية أو مكملة تتحد لتحقيق هذا الهدف.

أ-العوامل الأساسية: ويمكن تمثيلها فيما يلي¹:

- وجود الأنظمة و اللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين و التشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة و تمنع الإحتكار و النصب و الإحتيال ،
-إتباع السياسات التي تشجع الإدخار و الإستثمار ،
-توفر المشاريع ذات الجدوى الإقتصادية و الربحية المجزية ، و التي تسمح بإستيعاب رأس المال المعروض
- توفير شبكة جيدة من المتعاملين و الوسطاء في السوق
- إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية و إخراجها من الإطار العائلي ،
-وجود معلومات كثيرة و متنوعة عن الأدوات المالية المدرجة و المتوفرة في السوق المالي مبينة خصائصها و مستوى خطورتها، إضافة إلى العدد المعقول لهذه الأوراق في السوق ،
-وجود عمق كافي في السوق من حيث كثافة التداول ووجود قاعدة عريضة من صغار و كبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته التأثير في حركة الأسعار بشكل غير طبيعي.

ب-العوامل المكملة : و تتمثل فيما يلي :

- وجود حد أدنى من الإستقرار الإجتماعي داخل الدولة ،
- إرتفاع المستوى المعيشي و الدخول في المجتمع لزيادة نسبة الإدخار،
- الحرية الكاملة في التعامل بالسوق فالمدخر يتعامل بإختيارية في السوق التي تستقطب هذه الأخيرة.

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية.

تصنف أسواق المال على أسس مختلفة من زوايا مختلفة، ولكن رغم هذه التصنيفات تبقى الأسواق المالية في الواقع متداخلة و من الصعب إيجاد فاصل جدي بين نوع معين منها ونوع آخر و من أهم هذه التصنيفات التي تأتي طبقاً لأغراض التمويل ، حيث أن الهدف الأساسي من الأسواق المالية هو تمويل المشاريع الإستثمارية المختلفة ، حيث تنقسم إلى : السوق النقدية و سوق رأس المال .

¹ - محمد يوسف، " البورصة"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2004، ص. 13.

المطلب الأول: السوق النقدية

مفهوم سوق النقد:

تعرف السوق النقدية على أنها: "سوق القروض قصيرة جدا... والسوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك... والذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذه السوق كما تحصل على القروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي"¹

كما تعرف أيضا: هي ذلك السوق الذي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي تغطي فترة لا تزيد عن سنة، وقد يتم فيها تداول العملة وحدة النقد بكافة أشكالها المحلية والعالمية، وتتصف بأنه يلزم سدادها فوراً"²

وفي تعريف آخر: "سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها البعض، والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، ومدها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أذونات الخزنة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع، وإن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية، والبنوك التجارية."³

وتعرف أيضا على أنها: عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها الإقراض أو الاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الأجنبية، وترتكز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة ويتحدد سعر الفائدة بناء على الطلب والعرض.⁴

2- أهمية سوق النقد: يعتبر سوق النقد رافدا هاما لتمويل قصير الأجل لأنه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الأموال اللازمة بالأجل القصيرة، ففي أموال تخص مستثمرين يرغبون باستثمار أموالهم على درجة عالية من الأمان وفي أصول مالية سريعة.

- يؤدي السوق النقدي دورا فعالا في تخطيط السياسة النقدية الدولية، ويكون ذلك من خلال دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، إذ يستطيع التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق، أن تحكم البنك المركزي المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية تمكنه من السيطرة غير المباشرة على معدلات الفائدة طويلة الأجل أيضا. يستطيع البنك المركزي التأثير على السوق النقدي خلال عاملين هما العامل المتعلق بسياسة إعادة الخصم، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي بخصم ما لدى البنوك التجارية من كمبيالات وأذونات مقابل فائدة يتقاضاها البنك

¹ - مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة 2005، ص 16.

² - عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004، ص 08.

³ - حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002، ص 15.

⁴ - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 30.

المركزي نظير خصمه لهذه الأوراق ، أما العامل الثاني والمتعلق بعملية السوق المفتوحة ، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي ببيع الأوراق المالية الحكومية أو شراءه للأوراق المتداولة في أسواق النقد أو رأس المال حسب الحاجة ووفقا لما تتطلبه عمليات التضخم والانكماش للمحافظة على الاستقرار النقدي والاقتصادي للدولة¹.

3- مكونات السوق النقدية

ويمكن أن نميز في السوق النقدية بين سوقين هما²:

1-3 السوق الأولي:

التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

2-3 السوق الثانوي :

التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب. أي أن السوق الأولى محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله (إصدارات مستعملة) – إذا صح التعبير – يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، ويفوق السوق الثانوي في أهميته السوق الأولى لدرجة أنه عندما تذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد. ويتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما : سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل وفيما يلي سنتناول كلا من هذين السوقين:

1-2-3 سوق الخصم

في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصير الأجل والتي من أهمها :

-الأوراق التجارية العادية:(الكمبيالات، السندات الأذنية...) وهي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية وحيث أن أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيرا ففي العادة يفضل معظم حائزيها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد عن أن يقوموا ببيعها ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفا نسبيا، الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة.

- القبولات المصرفية : وهي سندات مسحوبة على المصرف من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل وفي موعد محدد سلفا، وتظهر الحاجة إليها بصفة خاصة في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية.

أذونات الخزنة : وهي سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر، بطرحها في السوق عادة عن طريق المصرف المركزي، وعادة ما يتم إصدار هذه الأذونات كل شهر تقوم بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التي حل أجل استحقاقها.

¹ - عبد المعطي رضا أرشيد و آخرون الأوراق المالية و مفاهيم و تطبيقات دار زهران للنشر و التوزيع 1998 ص 22، 24.

² - عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004، ص 149، 52.

3-2-2 سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصير تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض، بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا (ألمانيا وإنجلترا) إلى ليلة واحدة، بحيث تجديد آجال القرض في كل يوم لليوم التالي.

ومن الجديد بالذكر أنه كلما اتسع نطاق التعامل في سوق الخصم وكلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل، كلما كانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، وغير خاف أن سوق النقد في الدول المتخلفة لا تكون بالاتساع المشاهد في الدول المتقدمة وذلك لعدم توافر فرص الاستثمار المأمون لفترات قصيرة في هذه الدول، فضلا عن أن معظم العمليات التجارية التي تتم فيها تسوى نقدا.

المطلب الثاني: سوق رأس المال

تعرف سوق رأس المال على أنها¹: "ذلك السوق الذي يجمع ويركز عرض وطلب الأموال لأجل طويل وهذا في أول فرق أساسي بينه وبين السوق النقدية".

- كما يطلق عليه البعض² اسم السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة.

- كما تعرف على أنها³: "تلك السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، والهدف من هذا السوق أن يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما: يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

- تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ ففي سوق رأس المال يأتي العرض من فئات "الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق عديدة من المدخرين، كل منهم يبغى التخلي عن نقوده أي يتخلى عن منافع نقوده لأمد طويل، بينما يأتي الطلب من فئات أخرى من طلاب الأموال وهم فئات المستثمرين بصفة عامة، وهؤلاء يريدون الأموال لأمد طويل لأنهم يريدونها للاستثمار. فالعرض في سوق رأس المال يأتي من فئات تبغى توظيف أموالها لأمد طويل، ولذا فهي تحصل على ربح أكبر مما لو وظفت الأموال نفسها في السوق النقدي. أما الطلب في هذا السوق فيأتي من فئات

¹ - عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 155.

² - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 09.

المستثمرين غرضهم الأول هو استخدام هذه الأموال في مشروعات (أي في استثمارات طويلة الأجل) ومن هنا نجد

إن سوق رأس المال تتميز بأنها تتعامل فيما يسمى بالأوراق المالية سواء كانت أوراقا حكومية أو خاصة، وهذا على خلاف السوق النقدي الذي يتعامل أساسا فيما يسمى الأوراق التجارية¹

أقسام سوق رأس المال: نظرا للتنوع والاختلاف الكبير الذي تتميز به أسواق العمليات المالية فهناك تقسيمات متعددة لهذه الأسواق تختلف باختلاف المعيار المستخدم و نظرا لخصوصية بحثنا سنركز على معيارين هما " توقيت الإصدار " و " أجال العمليات "

1- التقسيم حسب توقيت الإصدار: وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق رأس المال إلى سوقين هما: السوق الأولية و السوق الثانوية و فيما يلي عرض مختصر لهذين السوقين:
1-1 السوق الأولية :

و يطلق على السوق الأولية أيضا سوق الإصدارات , وتعرف على أنها: " السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية² ، وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الاستثمار... إلخ³ . " ونشير هنا إلى أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على الاستثمار⁴ .
ومن الجدير بالذكر أن التعامل في السوق الأولى يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات . ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقا لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدنيين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال).

2-1 السوق الثانوي

و تعرف أيضا بسوق الإصدارات القديمة أو سوق التداول , وتعرف كما يلي⁵: "هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى فإن هذا السوق هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولى يستمد فاعليته من السوق الثانوي".
و هذا و تنقسم الأسواق الثانوية إلى⁶:

أ- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية و تناول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة و التي تتحدد أسعارها من خلال المزاد . لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد ،

¹ - عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره ، ص155.

² - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³ - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص30

⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص36

⁵ - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص16.

⁶ - مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة (منهج التحليل الأساسي) كليوباترا للطباعة و الكمبيوتر

القاهرة الطبعة الأولى 2001 ، ص05.

هذا مع الملاحظة أن هناك شروط لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة و حجم أصولها و الحصص المتاحة للجمهور من خلال الإكتتاب العام، و عدد المساهمين و سمعة الشركة و بمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة المراقبة و تنظيم العمليات في البورصة (نظر لأهمية البورصات سنتناولها بشيء من التفصيل في المبحث الثالث).

ب- أسواق غير منتظمة : و فيها تتداول عادة الأوراق المالية غير مسجلة بالبورصة ، و يتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل الذي يتم من خلال شبكة اتصالات، ففي كثير من البلدان لا تنجح بعض الشركات في دخول البورصة ، فتنشأ ما يسمى السوق الموازية أو سوق الأوراق المالية للشركات غير المدرجة أو غير المؤهلة للتسيير في البورصة و تتكون السوق غير المنتظمة من الأقسام الرئيسية التالية :

*السوق الثالث : هي جزء من السوق غير المنتظمة بمعنى أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة أي السوق المنتظمة ، و يتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم.

وهم يقدمون خدمات البيع و الشراء للعملاء و خاصة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ، و عادة ما تميز هذه السوق بانخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من هؤلاء العملاء¹ . و من أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء أو المؤسسات الاستثمارية بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة و أيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية ، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة ، كذلك نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية² .

السوق الرابع: هي سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية و بين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية و يتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية³ .

و قد ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نظام شبكة اتصالات الكترونية يطلق عليها اسم INSTINET والتي توفر أسعار الشراء و البيع للمشاركين بصورة أو توما تكية وذلك عندما تنفق أوامر البيع و الشراء للمشاركين في النظام ، و في حالات أخرى لا تنفذ الأوامر بصورة تلقائية بل يترك الأمر للبائعين و المشترين للتفاوض هاتفيا بعد معرفة الأسعار.

2- التقسيم حسب معيار أجال العمليات : تنقسم سوق رأس المال إلى سوق العقود المستقبلية و إلى السوق الحاضرة أو الفورية.

¹ - سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس بدون تاريخ نشر ، ص 76.

² - رسمية قرياقص ، مرجع سبق ذكره ، ص 55.

³ - سعيد توفيق عبيد ، مرجع سبق ذكره ص 76.

1-2 أسواق العقود المستقبلية¹:

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، ويحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية، لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه.

2-2 أسواق حاضرة أو فورية:

ويقصد بها²: "الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات)، والتي يتم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، والاسم الشائع للأسواق الحاضرة أو الفورية هو أسواق الأوراق المالية".
كما تعرف على أنها³: سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة. وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد والرواج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بها بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى.

غير أن عمليات سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من المعاملات في سوق رأس المال في الدول المتقدمة، لدرجة أن البعض ينظر إليها على أنها وحدها التي تمثل سوق رأس المال⁴.

3- الأوراق المتداولة في سوق رأس المال:

يمكن حصر أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال في:

1-3 الأوراق المالية التقليدية

2-3 الأسهم العادية

يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص

المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضح كل صك:

- اسم الشركة المصدرة للسهم .

- نوع السهم ورقمه.

- عدد الأسهم بالصك

¹ - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 19 .

² - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 24 .

³ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003، ص 15

⁴ - عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص 107.

ويعرف السهم على أنه¹: شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية. وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها.

وتمثل الأسهم العادية وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل من وجهة نظر الشركة حيث تعتمد عليها الشركات بشكل كبير وخاصة في بداية نشاطها حيث تكون قدرتها على تحمل الأعباء ضعيفة. كما يعتبر الاستثمار في الأسهم من أكثر الاستثمارات المالية شيوعاً نظراً لما يوفره من حق في ملكية الشركة بالإضافة إلى العوائد الاستثمارية.

ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك شركة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة، وتحدد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبتفصيل في نصوص عقد التأسيس وإنشاء الشركة نظامها الأساسي والذي توافق عليه الجهة الحكومية المختصة، وبموجب قوانين الدولة المانحة لترخيص التأسيس والتي تنظم هذا النوع من الشركات.

الحقوق الخاصة لكل مساهم²:

- الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة (وذلك بالتصويت وفقاً للطريقة المنصوص عليها في عقد التأسيس)

- الحق الإطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة (الميزانيات، الحالة المالية،...)

- الحق الحصول على جزء من الأرباح.

- الحق في جزء من رأس مال الشركة (في حالة التصفية النهائية)

- الحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملها إلى أشخاص آخرين

وهناك مجموعة من الأسهم العادية³:

- الأسهم المرخص بها (المصرح بها):

يحدد القانون الأساسي لكل شركة مقدارا من رأس المال الذي يمكنها إصداره، يسمى رأس المال المصرح به ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية يطلق على كل منها اسم السهم المصرح به أو المرخص به. - الأسهم المصدرة:

في بعض الأحوال قد لا تقوم الشركة بإصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل مرة واحدة، وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلاً باسم رأس المال المصدر أو الأسهم المصدرة.

¹ - عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص 113.

² - Philippe SPIESER, Information économique et marchés financiers, Economica 2000, Paris, p27

³ - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره ص 53.

- أسهم الخزينة:

في بعض الأحوال وعندما تصدر الشركة أسهمها قد ترد الشركة مقدارا من هذه الأسهم لحملة تلك الأسهم لعدد من الأسباب، أو قد يتبرع بعض مساهمي الشركة بجزء من أسهمهم للشركة ويطلق على الأسهم في هذه الحالة اسم أسهم الخزينة.

- الأسهم المتداولة: يطلق على الأسهم المتبقية من رأس المال المصدر (الأسهم المصدرة) بعد طرح قيمة الأسهم المستردة باسم رأس المال المتداول أو الأسهم المتداولة.

- الأسهم المدفوعة: عندما تقوم الشركة بإصدار أسهم وتشتري الشركة في نشرة الإصدار ضرورة سداد المكتتبين لقيمة الأسهم كاملة يطلق على الأسهم في هذه الحالة الأسهم المدفوعة (أسهم مدفوعة القيمة بالكامل).

- الأسهم غير المدفوعة أو المدفوعة جزئيا: في بعض الحالات تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم وتوزيعها على المساهمين مجانا كتعويض لهؤلاء المساهمين عن عدم إجراء توزيعات نقدية في فترة معينة، أو قد يلجأ المؤسسون لشركة ما عند التأسيس إلى إصدار عينية. ويطلق على الأسهم في هذه الحالة أسهم غير مدفوعة. أما في حالة قيام الشركة بإصدار أسهم، ولا تشتري سداد قيمة السهم بالكامل عند الاكتتاب (قد تشتري سداد 15% من قيمة السهم مثلا عند الاكتتاب)، فإن الأسهم في هذه الحالة يطلق عليها اسم أسهم مدفوعة جزئيا.

- الأسهم الاسمية أو الأسهم لحاملها:

المقصود بالسهم الاسمية، الأسهم التي يسجل اسم صاحبها على صك السهم، وعندما تنتقل ملكية هذا السهم إلى شخص آخر يسجل اسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم، ويسمى بجدول التنازلات، حيث يصادق اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة. أما المقصود بالأسهم لحاملها، فهي الأسهم التي لا يكتب اسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب. وللسهم مجموعة من القيم:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد التأسيس، فإذا ما تم إصدار رأس مال قدره مليون وحدة نقدية مقسمة إلى 10000 سهم فيكون سعر السهم الاسمي هو 100 وحدة نقدية.

- القيمة الدفترية: القيمة الدفترية أو المحاسبية للسهم هي ما تمثل نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

- القيمة السوقية: هذه القيمة تمثل سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة تعتبر أكثر أهمية من القيمتين الأخريين سواء الدفترية أو الاسمية لأنها تعبر مباشرة عن قيمة ثروة المساهم.

* خصائص الأسهم

- أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم هي¹:
- أن حامل السهم العادي يعتبر مالكا وله حقوق الملاك.
 - أن نصيب السهم من الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر.
 - أن المساهم مسؤول مسؤولية محدودة بقدر حصته في رأس المال .
 - أن المساهم يعتبر عضوا في الجمعية العمومية للشركة وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة.
 - أن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق مثل السندات ولكن المساهم يمكنه بيع السهم في السوق وليس من حقه الرجوع على الشركة المصدرة.
 - أن أصحاب الأسهم يمكن أن نطلق عليهم أصحاب البواقى سواء في الداخل أو أصول المنشأة فهم لا يحصلون على أي حقوق مالية إلا بعد الوفاء بالتزامات المنشأة.
 - أسعار الأسهم عرضة للتقلبات في السوق بفعل عوامل عديدة سواء عوامل النشاط الاقتصادي أو الصناعة أو عوامل ترجع للمنشأة ذاتها.
 - الصناعة أو عوامل ترجع للمنشأة ذاتها.

2- السندات

- يمثل السند: " حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهلاكه)².
- كما يعرف على أنه³: صك قابل للتداول في الأسواق المالية يمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة، يترتب عليه دفع فوائد معينة، وسداد قيمته كاملة وذلك وفق شروط (نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق...) متفق عليها مسبقا في العقد. وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة.
- * خصائص السندات:

أهم الخصائص التي تتصف بها السندات هي⁴:

- القيمة الاسمية: عادة ما يتم إصدار السند بقيمة اسمية غالبا ما تكون 1000 وحدة نقد وهي القيمة التي يتم بها طرح التداول أول مرة.

¹ - سعيد توفيق عبيد، نفس المرجع السابق ص 541

² - Lawrence GITMAN, Michel JOEHNK, Investissement et marchés financiers, Pearson éducation France France, 9e édition 2005, p

12

³ - Philippe SPIESER, OPCIT, p30

⁴ - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 50.

- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون لأجل طويلة.

ومن أهم أنواع السندات المتداولة¹:

- السندات الاسمية:

هي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السند، وفي حالة السند المسجل يتسلم المالك المستحقة في تواريخها تلقائياً كذلك تحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات، ويتم فيه تسجيل أي تغييرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات.

- السندات لحاملها:

يقصد لحامله هو ذلك السند الذي يخلو من اسم مالكة، ويعد ورقة مالية متداولة ويتم تداولها بيعاً وشراءً وتنازلاً مثل بقية الأوراق المالية، وتكون فائدة هذا النوع من السندات بسندات الكوبون، حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند يتقدم به المستثمر إلى البنك الذي يتوسط عن الجهة المصدرة للسند بدفع الفائدة نقداً.

- سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

يتم في هذا النوع تحديد سعر الفائدة طوال مدة القرض، وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات ثبات واستقرار الأسواق النقدية والمالية أو حيث تتوفر السيولة. وفي هذا الصدد يمكن أن تكون السندات ذات سعر الفائدة الثابت على شكل سندات تقليدية والتي يتم تسديدها على أقساط أو بأكملها في نهاية المدة أو تكون قابلة للتجديد.

- سندات ذات إيراد متغير (سعر فائدة متغير):

أحد المخاطر التي قد يتعرض لها السند هي مخاطر السندات، والتي تؤدي إلى أن تصبح الفوائد المتحصل عليها من السند غير كافية لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية وقد يترتب عن ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات من جراء رفع أسعار الفائدة السائدة في السوق لمواجهة الآثار التضخمية.

وللتغلب على الآثار السلبية للتضخم على حملة السندات فقد ظهرت السندات ذات معدل الفائدة المتحرك، ففي ظل هذا النوع من السندات يتم تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس آثار التضخم، وعادة ما تتم تلك المراجعة أو التعديل لمعدل الكوبون بصورة نصف سنوية.

- سندات غير مضمونة:

¹ - وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية "الواقع والأفاق" أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر - السنة

2003-2002، ص 38، 35.

هذا النوع يستفيد حامله من فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل في ميعاد الاستحقاق ولكن نظرا لأن هذه السندات غير مضمونة فإن حملة هذا النوع من السندات يمكنهم المطالبة بإعلان إفلاس الشركة وتصفية أصولها المادية ليتمكنوا من استيفاء حقوقهم (أو بعضها) من قبل الشركة المصدرة. وتستخدم هذه السندات الشركات ذات المركز المالي القوي، فالمركز المالي لهذه الشركات يجعل وجود رهن معين أمرا غير ضروري لاجتذاب المستثمرين.

- سندات مضمونة على بعض أصول الشركة:

وفي هذا النوع من السندات إذا فرضنا وفشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات سواء من ناحية دفع الفائدة أو من ناحية سداد قيمة السند عند الاستحقاق، فيمكن لحملة هذه السندات كمجموعة الاستيلاء على تلك الأصول (الضامنة) وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يحصلون عليه بينهم.

- سندات مضمونة بواسطة هيئات خارجية:

وهي مثل السندات المضمونة من طرف الحكومة، وقد يكون هذا الضمان من ناحية سداد قيمة السندات، أو من ناحية سداد فائدة السندات.

- السندات غير القابلة للتحويل:

هو الشكل السائد والشائع لسندات الإقراض، فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل.

- السندات القابلة للتحويل:

تتميز بجميع خصائص السندات العادية إلا أنها تتميز بميزة إضافية وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات قد يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.

- السندات القابلة للسداد قبل موعد الاستحقاق:

ويحدث في كثير من الحالات أن تقوم الشركات بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد وذلك إذا كانت أحوالها المالية تسمح بذلك

- سندات الدخل:

يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا، كما أن هذه السندات تختلف عن الأنواع السابقة في أن حاملها ليس لهم الحق في المطالبة بإفلاس الشركة ومن ثم تصفيتها في حالة عدم القدرة على الدفع والسداد.

- السندات الحكومية:

قد تصدر الحكومة (أو هيئاتها) سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها بين أكثر من سنة إلى ثلاثين سنة وما يميز هذه السندات الحكومية عن باقي أنواع السندات أنها:

- خالية من الخطر لأنها مضمونة من الحكومة.

- تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

وعادة ما تقوم الحكومات بإصدار هذا النوع من السندات لتمويل إنفاقها العام.

3-3 الأسهم الممتازة

تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الأرباح.¹ وقد تطورت أشكال الأسهم الممتازة في السنوات الأخيرة، فمثلا ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية بعض الأسهم الممتازة غير ثابتة العائد أو ما يطلق عليها معدلة العائد حيث يتم تعديل العائد المحدد كل فترة زمنية معينة (ربع سنوية) ويربط العائد المعدل بمعدل العائد على الأوراق الحكومية وأذون الخزانة. وهو ما قد يقلل من مخاطر تقلبات أسعار هذه الأسهم الممتازة، أيضا ظهر ما يطلق عليها أسهم المزداد الممتازة حيث يمكن للمساهم الممتاز الراغب في بيع ما لديه من أسهم ممتازة أن يعرضها في (مزا) منظم على الأقل بالسعر الاسمي للسهم الممتاز أو بسعر قريب جدا من السعر الاسمي وهذا من شأنه أن يقلل من تقلبات الأسعار في الأسهم الممتازة من هذا النوع.² خصائص الأسهم الممتازة³:

- 1- منح حامله حق الأولوية في الأرباح، فيختص بربح لا يقل عن نسبة مئوية (5% مثلا) وقبل توزيع أي ربح على بقية الأسهم، وقد تبلغ هذه النسبة بحيث لا يتبقى من الربح شيئا يوزع على الأسهم العادية.
- 2- منح حامله الأولوية عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية على حملة الأسهم العادية.
- 3- منح حامله حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم الشركة عند تقرير زيادة رأس المال.
- 4- إعطاء حامله أصواتا إضافية في الجمعية العمومية.

أنواع الأسهم الممتازة⁴:

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل:

هي أكثر أنواع الأسهم الممتازة شيوعا، حيث يكون لحملة هذه الأسهم أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وذلك قبل حملة الأسهم العادية. وليس المقصود بذلك أن أرباح الأسهم الممتازة مضمونة، ولكن المقصود بذلك أنه إذا حققت الشركة أرباح وتقرر توزيع جزء منها على المساهمين فيجب أن يوزع على حملة الأسهم الممتازة نصيبهم من الأرباح المقررة لهم قبل أن توزع أي أرباح على حملة الأسهم العادية فإذا حدث مثلا أن الأرباح الموزعة كانت من نصيب الأسهم الممتازة فإن حملة الأسهم العادية لن يحصلوا على شيء في هذه الحالة.

وقد تكون الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح، ويقصد بذلك أنه إذا لم تكفي أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة فإنها تدفع في أحد السنوات التالية عندما تتوفر الأرباح، وذلك على عكس الأسهم

¹ - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية "أسهم - سندات وثائق استثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003 ص 39.

² - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 58.

³ - وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 41-44.

المتمازة غير مجمعة الأرباح والتي لا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية عند توفر الأرباح.

الأسهم الممتازة من ناحية الأصول:

هي أحد أنواع الأسهم الممتازة، والتي يكون لحاملها أسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام أصول وموجودات الشركة في حالة التصفية، وبذلك يسترد حملة الأسهم الممتازة من هذا النوع القيمة الاسمية لأسهمهم من قيمة موجودات وأصول الشركة، وما يتبقى من تلك الأصول يقسم على حملة الأسهم العادية.

أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل:

يطلق على هذا النوع الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، حيث يكون من حق حملة هذه الأسهم تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر في المستقبل، كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية.

- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة:

1- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول عائد كل ثلاثة أشهر حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة .

2- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: يعطي هذا النوع لحامله الحق في التصويت في مجلس الإدارة وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية عن حد معين.

الجدول 01 : خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على الدخل - من حيث الأسبقية - من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الوصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة و المتبقي غير محدد
ثالثاً: الحق في الاسترداد القيمة - تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ استرداد	القيمة الاسمية غير ملزمة ليس له تاريخ استحقاق	متبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد غفار الحنفي ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 40.

2- الأوراق المالية المبتكر المشتقات المالية:

المشتقات هي¹: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول التي تمثل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد" والمشتق أو الورقة المالية المشتقة هي أداة مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية. وفي السنوات الأخيرة اكتسبت الأوراق المالية المشتقة أهمية متزايدة في مجال التمويل. ويتم الآن تداول عمليات التسليم الآجل وخيارات البيع/الشراء الآجل بنشاط في كثير من البورصات. فهذا النوع من الأوراق المالية لا ينشأ من تلقاء نفسه مثل الأنواع السابقة بل يعتمد في وجوده على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل ولذلك يطلق عليه الأوراق المالية المشتقة أي أنها تشتق من أصل آخر موجود، وفي ما يلي نتناول أهمها:

1-1 العقود المستقبلية :

هذه العقود تتم بين طرفين بائع ومشتري يتعهد فيها البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين في المستقبل، والعقود الآجلة متعارف عليها منذ قديم الزمان، فالعقود المستقبلية وإن كانت تشبه العقود الآجلة إلا أنها تعتبر عقود منظمة حيث ظهرت حديثاً (في أوائل السبعينات) نتيجة لوجود بورصة

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، 2001، ص 05.

العقود التي تدخل كطرف وسيط بين البائع والمشتري وتضمن تنفيذ العقد بحيث تضمن أن كلا من البائع والمشتري سوف يلتزم بتنفيذ العقد وبالتالي تقل بعض مخاطر العقود الآجلة التي لم تكن مضمونة¹.

2-2 العقود الاختيار:

تم تداول عقود خيارات الشراء/البيع الآجل للأسهم أول مرة في بورصة منظمة عام 1973 ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات. والاختيارات هي²: أوراق مالية تشتق من الأسهم العادية، وهذه الاختيارات قد تعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة معينة بسعر معين وهذا النوع يسمى اختيار الشراء، كما يوجد اختيار بيع وهو الذي يعطي حامله الحق في بيع سهم معين خلال أو بعد فترة معينة بسعر معين. وأهم ما يميز هذه الاختيارات أنها تصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الاختيارات، كما أن لفظ اختيار يأتي من جانب حامل الاختيار (مشتريه) وليس بائعه فالبايع للاختيار ليس لديه اختيار بل هو ملتزم متى أراد حامل الاختيار تنفيذ عقد الاختيار".

ومما يجدر التأكيد عليه أن خيار شراء/بيع الآجل يعطي صاحبه الحق في فعل شيء معين ولكن لا يتعين عليه بالضرورة أن يمارس هذا الحق. وهذا هو الفارق الأساسي بين عقود الخيارات من ناحية والعقود الآجلة من ناحية أخرى، حيث يكون الحائز ملزماً بشراء أو بيع الأصل موضوع العقد أو العملية الآجلة، لاحظ أيضاً أنه بينما لا يكلف الدخول في عقد آجل أو مستقبلي شيئاً فإنه توجد تكلفة للدخول في عقد لخيارات الشراء/البيع الآجل وهي العلاوة³.

3-2 عقود المبادلات⁴:

وهي عبارة عن: "الالتزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق".

أهداف المبادلات:

- تغطية عملية الاستثمار والاقتراض من المخاطر السعرية.
- تخفيض تكلفة التمويل عن طريق توليد قروض مستثمرة بتكلفة افتراضية رخيصة.
- تحقيق معدلات ربحية أعلى في الاستثمارات وتدعيم مركز العملات الأجنبية على المستوى القومي.
- تستخدم عقود المبادلة في التحوط من المخاطر المتعلقة بدورة النشاط العادية.

¹ - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 59.

³ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁴ - عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 117-119. (بتصرف).

بعض أنواع المبادلات:

- مبادلة السلع: هي مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً وبيعها في نفس الوقت بيعة آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً يسدد في فترات متفق عليها أيضاً.

- مبادلة الأسهم: هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.

- مبادلة العملات: هي الاتفاق بين طرفين يتضمن عمليتين: عملية شراء/بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بين العملتين وعملية بيع/شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين¹.

المتعاملون في عقود المشتقات:

- المتحوطون: يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

- المضاربون: ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق المكسب.

- المراجعون: ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

كفاءة سوق الأوراق المالية مصطلح يتعلق بالعلاقة بين الورقة المالية و نوعية المعلومة المتوفرة كما سيتم إظهاره أدناه.

- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

تشير العلاقة ما بين أسعار الأوراق المالية و بصفة خاصة الأسهم و ما بين البيانات و المعلومات إلى مفهوم كفاءة السوق ، حيث إن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و بين البيانات المالية المتعلقة بالمشروع الذي قام بإصدار هذه الأوراق تكتسب أهمية كبيرة بين فئات عديدة مثل إدارة المشروع

الذي تقوم بإعداد القوائم المالية التي تحتوي على معظم هذه البيانات المالية ، و المراجعين الذين يقومون بإعتماد هذه القوائم، و المستثمرين الذين يقومون بشراء و بيع الأوراق المالية و المنافسين.

إن كل فئة من هذه الفئات و لأسباب مختلفة تهتم بأسعار الأوراق المالية و بتأثير هذه المعلومات على هذه الأسعار ، حيث يرتبط بأسعار الأوراق المالية نتائج إقتصادية يتأثر بها المجتمع ككل².

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 08

² - عبد الله بن محمد الرزين، " الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة ، " بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس لإقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، يومي 16-18/1426هـ، ص 07.

3-2 أنواع ومستويات كفاءة السوق :

يتميز السوق المالي بوجود نوعين من الكفاءة و ثلاث مستويات لها كما سيتم توضيحه.

أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: و في هذا الإطار يمكن لنا التمييز بين نوعين من الكفاءة و هما الكفاءة الإقتصادية و الكفاءة الكاملة.

الكفاءة الكاملة : يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية¹ :

- توفر المعلومات التامة حول السوق ،

- تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم ،

- تمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق ، و يستطيع المستثمرون التعامل بأي كمية يشاؤون بيعا و شراء ،

- عدد المتعاملين في السوق كبير جدا، أي أن حجم الصفقة التي يقوم بها أحدهم لا تمثل إلا جزءا يسيرا فقط من الحجم الكلي للسوق ،

- يفترض توفر حالة الرشد عند المستثمرين ، أي أنهم يسعون إلى تحقيق أكبر ربح ممكن من صفقات البيع و الشراء داخل السوق .

إذن يتضح من خلال هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة نظرا لإستحالة إستيفاء شروط المنافسة التامة في سوق رأس المال أو في أي سوق أخرى.

الكفاءة الإقتصادية² :

في السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية نظرا لعدم وجود فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة حول حالة السوق و إنعكاساتها على أسعار الورقة المالية ، أما الكلام عن الكفاءة الإقتصادية للسوق يفترض وجود فاصل زمني بين تجدد المعلومات حول السوق ثم إنعكاساتها على أسعار الورقة المالية ، مما يجعل القيمة الإسمية أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت على الأقل ، غير أن المعتقد أنه بسبب تكلفة المعاملات و الضرائب و غيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن تحقيق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل .

- مستويات الكفاءة في سوق رأس المال: يعتبر مفهوم الكفاءة مفهوميا نسبيا و ليس مطلقا، لذلك قسم الباحثون مستويات الكفاءة إلى ثلاث أقسام أو مستويات هي:

1- المستوى الضعيف³ : يعني المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم في الماضي بالكامل ، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ، و هو ما يعرف بالحركة العشوائية لأسعار الأسهم .

¹ - ضياء مجيد ، " البورصات " ، مؤسسة شباب الجامعة للنشر ، مصر ، طبعة 2005 ، ص 09.

² - ضياء مجيد ، نفس المرجع السابق ذكره ، ص 10.

³ - محمد الحناوي والآخرين ، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية وإدارة المخاطر دار الفكر الجامعي ، مصر ، الطبعة 2007 ، ص 16

ب - المستوى الشبه القوي¹: دار الكثير من الجدل حول هذه الصيغة حيث إذا اتصف السوق الصيغة شبه القوية فإن هذه المعلومة تنعكس في أسعار الأسهم و يرجع الجدل حول هذه الصيغة إلى أن المحلل الذي يحاول تفسير سبب التسعير غير العادل لسعر السهم باستخدام المعلومات المستقاة من القوائم المالية فإن هذا يعتبر مضيقاً للوقت لأن هذه المعلومات المنشورة منعكسة في السعر الحالي للسهم.

ج - المستوى القوي: ترى هذه الصيغة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جمع المعلومات العامة أو الخاصة سواء كانت منشورة أي متاحة للجمهور عامة أو متاحة للفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في المجلس الإدارة ، وباختصار فالسوق قوية الكفاءة هي السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة المعلومات السابقة والمعلومات المتوقعة في المستقبل القريب ، مما يستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب غيره من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الاستثمار و المال - متطلبات تحقيق الكفاءة: يتطلب لتحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال شرطين أساسيين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل و عدالة السوق و درجة الإنضباط و الأمان بين المتعاملين و كفاءة التخصص

أ - كفاءة التشغيل: تعرف كفاءة التشغيل بأنها الكفاءة الداخلية ، و تعني قدرة السوق على تحويل الأموال و الموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة ، و تشمل هذه التكلفة على تكلفة الوساطة المالية و تكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف بدرجة كبيرة على تقليل هذه التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن و أن يكون السوق قادراً على خلق توازن بين العرض و الطلب².

ب - كفاءة والتسعير: وتسمى كذلك بالكفاءة الخارجية ، و هي تعني سرعة تكييف أو إستجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير و أن لا يتكبد في سبيلها تكاليف باهظة. إذ تكون هناك عدالة في تحقيق الأرباح، و يكون هناك تجنب حصول أرباح غير عادية³.

ج - كفاءة التخصص: إن المهمة الأساسية للسوق المالي هي تحويل الأموال ممن لديهم فائض مالي لمن لديهم عجز أو إحتياج ، و هي مهمة يجب أن تتم بكفاءة و هي كفاءة التخصيص ، إذن هي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية – بعد طرح هامش المخاطرة و ذلك توافقاً مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار مرتفعة و بيعها في حالة توقع هبوط السعر أو شراء أدوات يتوقع إرتفاع أسعارها و الأهم هو الحصول على أدوات تضمن عوائد مستقرة⁴.

د- عدالة السوق: بمعنى أن يتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات

هـ- درجة الأمان و الإنضباط بين المتعاملين: يقصد به ضرورة توافر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأفراد و الأطراف المتعاملة في السوق ، ومن الأمثلة على تلك المخاطر مخاطر الغش و

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، طبعة 2005، ص 186.

² - السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دار الفكر للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، ص 102.

³ - محمد حناوي نفس المرجع السابق، ص 102.

⁴ - هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للنشر، عمان ، الأردن، طبعة 2009، ص 75.

التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف ، إضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة الذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم¹.

المبحث الثالث : عموميات حول البورصة

المطلب الأول : ماهية البورصة

إن وجود البورصات في أي بلد يعتبر المرآة العاكسة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

مفهوم بورصة الأوراق المالية:

يمكن تعريف البورصة على أنها²: "هي سوق لتداول الأوراق المالية(أسهم، سندات...إلخ) التي تصدرها الشركات، من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة، فالبورصة هي سوق مالي وتعد من أهم أجهزة الأسواق المالية. "وتعرف أيضا على أنها³: "مكان للتبادل، تشمل العمل (بورصة العمل)، والتجارة (بورصة البضائع والمواد الأولية)، ولكنها تطلق عادة على مكان تداول القيم المنقولة (بورصة القيم المنقولة) الأسهم والسندات...إلخ"

نشأة وتطور البورصة: لقد ظهرت البورصة في القرن الثامن عشر خلال المراحل الأولى لتراكم رأس المال، وكانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية التي اعتبرت أهم العوامل المساعدة على تراكم رأس المال...كما أن التعامل بالأوراق المالية بدوره مكن من تجميع ثروات هائلة لدى المضاربين في البورصة. خلال مرحلة الرأسمالية تطور نشاط البورصة...ولكن حتى منتصف الستينيات من القرن

التاسع عشر بقي دورها غير كبير، كان التعامل في البورصة في بداية الأمر محصورا بالسندات، القروض العامة...لكن مع تطور وانتشار الشركات المساهمة في الثلث الأخير من القرن التاسع عشر تزايدت أهمية ودور البورصات مع تزايد إصدار الأوراق المالية، هذا بالرغم من أن التعامل في معظمه كان يتم بالأسهم والسندات الحكومية أو التابعة للشركات الحكومية⁴.

إن انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصة الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1824 بموجب أمر ملكي، وفي إنجلترا استقرت

¹ نفس المرجع السابق، ص 12.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية 2004 ص 295.

³ - Olivier PICON, La bourse (ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements), 14e édition, Encyclopédie DELMAS 2000, p12.

⁵ مروان عطوان، مرجع سبق ذكره، ص 216، 217.

- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار.
- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار.
- يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 1000 سهم أو أكثر. بالإضافة إلى تلك الشروط الأساسية، هناك بعض الشروط الأخرى المكتملة هي:
- أن تكون للمنشأة مكانتها على المستوى القومي.
- أن تكون لها مكانتها الجيدة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.
- أن تنتمي المؤسسة لصناعة لديها فرص للتوسع والنمو، أو لديها فرص للمحافظة على مركزها في السوق. وبمجرد قبول وتسجيل أسهم المنشأة يصبح لزاما على الشركة أن تقوم بالتالي:
- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة.
- نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها.
- نشر حساباتها الختامية سنويا

المطلب الثالث : مداخل تحليل الأوراق المالية

يوجد مدخلان أساسيان لاختيار الأسهم التي تدخل في التشكيل الاستثماري وهما :

1- مدخل التحليل الأساسي¹: يقوم به رجال متخصصون يطلق عليهم اسم المحللون الأساسيون، يهتم هؤلاء المتخصصون بتحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية، والصناعية والمالية، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه ربحية المؤسسة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم².

ويستند التحليل الأساسي على استخدام القوائم المالية للشركة كمدخل للتوصل إلى قيمة الشركة أخذا في الحسبان النمو المحتمل في أرباح الشركة، يبدأ هذا التحليل بالتركيز على التحليل الاقتصادي³، والنمو المحتمل في الاقتصاد، التضخم داخل المجتمع، حالة البطالة، ومستوى واتجاه سعر الفائدة بالأخذ في الحسبان المؤشرات التي يمكن من خلالها التعرف على الأحوال الاقتصادية، بحيث يمكن للمحلل المالي التنبؤ بمستوى الناتج والدخل القومي، وتستخدم هذه التنبؤات كأساس للتنبؤ المستقبلي لمبيعات مختلف القطاعات الصناعية ومن ثم التنبؤ بمبيعات وأرباح كل شركة داخل كل قطاع.

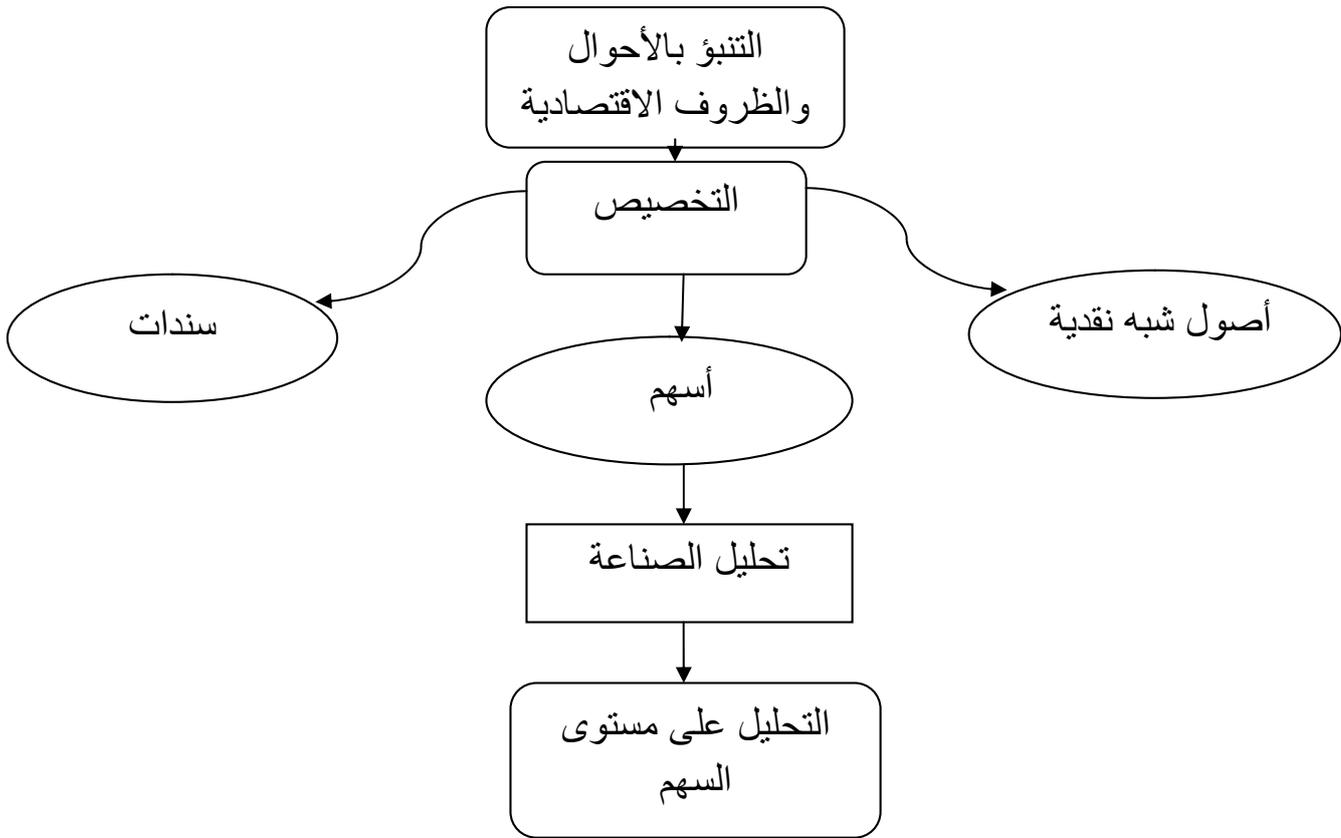
يمكن على ضوء ما سبق اختيار الأسهم الملائمة داخل كل قطاع، وتسمى هذه الطريقة التي بموجها يتم التنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من أعلى إلى أسفل، كما يوضحه الشكل التالي :

¹ - الغفران حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات)، مرجع سبق ذكره، ص215

² - لعبادي شيحة، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، ص20.

³ - يركز التحليل الاقتصادي على دراسة وفحص السياسات الضريبية، المالية، التضخم المتوقع، مرحلة النمو الاقتصادي للمجتمع، نسبة ما يوجه للاستثمار، ويمكن استخدام الصحف والمجلات المالية المتخصصة في هذا المجال كمدخل للمساعدة في هذه التنبؤات.

الشكل (02): التحليل الأساسي من خلال مدخل من أعلى إلى أسفل



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المال (أسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات)، مرجع سبق ذكره، ص 21.

التركيز على التحليل الاقتصادي والعوامل الشخصية الأخرى، فإنه يتم التخصيص على مختلف الأصول المالية في شكل أصول شبه % 10 الداخلة في تشكيل المحفظة المالية. فمثلا قد تكون من % 60 أسهم، % 30 سندات، نقدية (سندات خزينة)، ويكشف تحليل الصناعة أي القطاعات الصناعية الذي سوف يستفيد أكثر من غيره من الأحداث والتوقعات الاقتصادية وعلى ضوء ذلك يتم تحديد نسبة ما يخصص في المحفظة ويوجه للاستثمار في أسهم القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، والخطوة الأخيرة في التحليل هي الشركات داخل كل قطاع لمعرفة أي من هذه الشركات الأكفأ ومن ثم لديها المقدرة على تحقيق نمو في الأرباح. المدخل الثاني، والذي يستخدمه المحلل المالي يسمى بمدخل التحليل الأساسي من أسفل إلى أعلى حيث يبدأ التحليل وفقا لهذا المدخل بالتنبؤ بالمبيعات والأرباح لمختلف الشركات داخل القطاعات الصناعية، وبهذا نجد التحليل الأساسي يركز على تحديد أي من الأسهم يتم شراءها بصرف النظر عن قطاعات النشاط الاقتصادي أو الصناعي التي تنتمي إليه هذه الشركات .

2- مدخل التحليل الفني¹: يقصد بالتحليل الفني تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، صعوداً ونزولاً ومن خلال هذه الحركة يمكن اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأوراق المالية، لأن مثل هذه الحركة تساعد في إمكانية التنبؤ بحركتها في المستقبل، وهذا يعني أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليس كفاء، وأن أسعار الأوراق المالية لا تسير باتجاهها وفقاً لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعد المعيار اللازم لكفاءة السوق وهو بهذا التحديد فإن التحليل الفني يهدف إلى التحليل المستمر في الشراء سوف يضعه في موقع أفضل للحصول على العوائد الرأسمالية من عملياته وغالباً فإن التوقيت يكون هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح. ومع أن الأخطاء في الحكم بخصوص أفضل وقت لدخول السوق المتوقعة، إلا أن معدل الأخطاء هذا يقل كلما كانت التقديرات أقرب للدقة.

وفي دراسة مهمة قدمها كل من (Magee & Edwards) عام 1958 حددا بموجها الفروض التي يقوم عليها التحليل الفني للأوراق المالية بشكل عام وهي:

- الأسعار السوقية للورقة المالية تتحدد بفعل قوى العرض والطلب.
- إن العرض والطلب تحكمه عدد من المتغيرات بعضها رشيد والآخر غير رشيد.
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون حركة اتجاهاتها تستمر لفترة طويلة نسبياً بالرغم من احتمالات تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
- التغيير في العرض والطلب يمكن أن يؤشر أم عاجلاً أو آجلاً تغييراً في حركة السوق.
- أما الاعتراض الأساسي على منهج أو مضمون التحليل الفني فإنه يرتكز حول الافتراض الذي يتعلق بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير فالاعتقاد في أن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة من شأنها أن تحدث تغييراً في العلاقة بين العرض والطلب.
- أما السبب فقد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون المعلومات بسرعة ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين مما يضمن لهم عوائد رأسمالية، أو يساعدهم على التخلص من الأوراق المالية المستثمر فيها قبل أن يحدث هبوط في أسعارها.
- من خلال ما سبق يمكن تلخيص أهم النقاط التي يتميز بها التحليل الفني في²:
- يعتبر التحليل الفني المدخل الآخر في المفاضلة والاختيار للأوراق المالية، والذي يعتبر من أقدم المداخل التي يستخدمها المستثمرون.

¹- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2001، ص 93، 89.

²- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 243، 244.

- يرتكز التحليل الفني على المعلومات المنشورة في السوق عن الأسعار وحجم التداول للأوراق المالية، ومن ثم يمكن التنبؤ في الأجل القصير عن اتجاه الأسهم الفردية أو عن السوق ككل، فالتركيز على العوامل الداخلية للبورصة يساعد في الكشف عن ظروف الطلب والعرض في السوق.

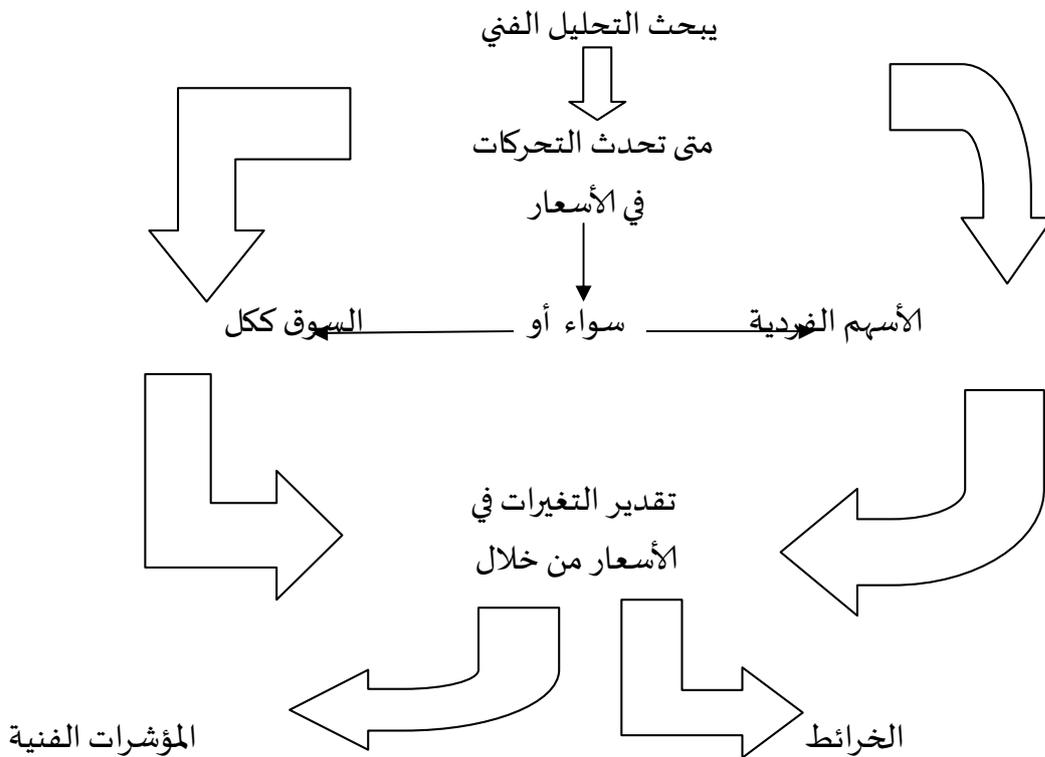
-ترجع منطقية التحليل الفني في أنه يمكن معرفة صافي الطلب (أو النقص) على الأسهم من خلال مختلف المؤشرات الفنية والاتجاه في الأسعار خلال فترة زمنية، حيث يتطلب تعديل السعر خلال فترة زمنية معينة يحدث خلالها تغير في الطلب والعرض.

-يعتبر السعر و حجم التداول الأداة الأساسية في التحليل الفني.

وكذلك مختلف المؤشرات الفنية، حيث يمكن استخدام التحليل الفني سواء على مستوى السهم أو السوق ككل.

- يرتكز التحليل الفني للسوق على نظرية داو¹ theory Dow، وهي من أفضل النظريات الفنية . حيث تساعد في الكشف عن بداية التحركات الرئيسية في أسعار الأسهم. يمكن تطبيق التحليل الفني سواء على المستوى الكلي (على مستوى سوق الأسهم ككل أو متوسطات الصناعة)، أو على مستوى السهم الفردي، لذا يستخدم التحليل الفني الأشكال والرسوم والخرائط والمؤشرات وقواعد التعامل الفني في الأسهم، ويشير الشكل التالي إلى مدخل التحليل الفني.

الشكل (03): مدخل التحليل الفني في اختيار الأسهم



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، المرجع سبق ذكره، ص 245

¹ - للمزيد من التفصيل حول هذه النظرية والنظريات الأخرى في التحليل الفني (نظرية داو، نظرية الموجات، مفهوم دورة السوق) التي تساعد في فهم وتفسير اتجاهات الأسعار وبناء الخرائط والأدوات المختلفة للتحليل الفني أنظر كتاب حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية.

خلاصة:

في ختام هذا الفصل يمكن القول أن الأسواق المالية جزء أساسي ضمن النظام الاقتصادي الرأسمالي حيث يعد مكنًا لالتقاء العرض والطلب لرؤوس الأموال، بفرعها (السوق النقدي وسوق رؤوس الأموال)، والذي يقوم بجمع مختلف الوسطاء وأصحاب المدخرات وأصحاب الفوائض شأنه شأن الأسواق الأخرى يوفر نظامًا فعالًا لتبادل المنتجات والأموال وهو ذلك الإطار الذي يتحقق من خلاله التوازن ما بين الوفرة في الأموال والعجز في التمويل. وبسبب التنوع الكبير الموجود في الأسواق المالية أمكن ذلك من تقسيمها حسب المعايير المختلفة حسب نوع المنتج إلى سوق سلع وقروض وسوق للأوراق المالية، و حسب معيار آجال العمليات إلى سوق نقد وسوق رأس مال، و حسب معيار توقيت الإصدار إلى سوق إصدار وسوق تداول. وتقوم الأسواق المالية بوظائفها المختلفة عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية التي تختلف من سوق النقد إلى سوق رأس المال، حيث أن هذا الأخير الذي يمكن أن يتصف بالكفاءة في حالة توفر كل البيانات فيه والمعلومات المالية التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

وتكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة منها:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو وسطائهم بغرض تمويل مشروعات، وهذا يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية.
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دورها فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات.
- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

الفصل الثاني:
الأسواق المالية كألية
لتحقيق التنمية الاقتصادية

تمهيد :

إن التنمية الاقتصادية هي أهم الغايات التي يطمح لأن يصل إليها كل مجتمع لبناء عالم أفضل من خلال العمل على الحفاظ على معدلات مقبولة أو مناسبة لحد ما حتى يتحقق على المدى البعيد التطور المنشود دون حدوث تضخم أو إنكماش ، لكن هذه العملية جد صعبة في الدول النامية بسبب إشكالية حجم المدخرات الممكنة و الموجهة للجهاز المالي ككل و خاصة لأسواق المال التي تعتبر القناة الأولى و الأسهل لتمويل الإستثمارات لما تتسم به من سهولة و شفافية لكل المتعاملين. و لأسباب عدة تتأثر عملية التنمية الاقتصادية بالزيادة أو النقصان من خلال تأثير مؤشرات السوق المالي حسب حالة الإقتصاد ككل و لإظهار مدى تأثير الأسواق المالية في عملية دعم التنمية الاقتصادية .

المبحث الأول : ماهية التنمية الاقتصادية

لتنمية عمل تقدمي ذلك أنها تهدف إلى الرفاهية و الإرتقاء بالمجتمع و هي تطوير الإنسان لموارده و مؤسساته ككل ، أي أنها تطوير لكافة بنى المجتمع في الوقت الحاضر و محاولة لأن يمتد ذلك إلى المستقبل عن طريق إستدامة هذه التنمية ، و لتحقيق ذلك و جب توفير التمويل اللازم لها عن طريق مصادر مختلفة و بأنظمة متعددة ، و لتوضيح ذلك قمت بإبراز هذه النقاط ضمن هذا المبحث.

المطلب الأول : مفهوم التنمية الاقتصادية

من الصعب وضع تعريف شامل للتنمية الاقتصادية ويعود هذا السبب لإختلاف طبيعة الدول وأنظمتها الاقتصادية لذا نستعرض بعض التعاريف حول التنمية الاقتصادية هي مجموعة السياسات التي يتخذها مجتمع معين و تؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي إستنادا إلى قواه الذاتية ، مع ضمان تواصل هذا النمو و توازنه لتلبية حاجات أفراد المجتمع ، و تحقيق أكبر قدر ممكن من العدالة الإجتماعية¹ . و تعرف كذلك بأنها ديناميكية متتابعة ، ذلك أن التغيير في أي مجموعة من المتغيرات في الإقتصاد القومي يتمخض عن تغييرات في مجموعة أخرى منها ، وقد يترتب عن ذلك كله زيادات في نصيب الفرد من الدخل القومي و لا تقف هذه العملية عند هذا الحد فالزيادة في الدخل تترتب عنها متبعات تتمخض بالضرورة عن زيادات أخرى في الدخل ، و المشكلة التي تواجه الذين يرغبون في سياسات الإسراع بعملية التنمية تتمثل في إكتشاف المتغيرات و العلاقات الأساسية في عملية التنمية² .

1- أهداف التنمية الاقتصادية وأهميتها:

إن لكل نشاط هدف من وراء القيام به و مدى تحقيق هذا الهدف يعتمد على الأهمية التي نوليها له فالتنمية الاقتصادية عملية كباقي العمليات الاقتصادية لها هدف أو مجموعة من الأهداف ترمي إلى تحقيق الرفاهية و تحسين مستوى المعيشة و يكون من الصعب حصر بدقة أهداف التنمية و ذلك بسبب إختلاف ظروف كل دولة و إختلاف أوضاعها السياسية و الاقتصادية و الإجتماعية. وإن أهداف التنمية الاقتصادية تختلف من دولة لأخرى , و يعود ذلك إلى ظروف الدولة وأوضاعها الاقتصادية و الاجتماعية و الثقافية والسياسية. غير أن هناك أهدافا أساسية و مشتركة تسعى إليها الدول النامية في خططها الإنمائية، يمكن إجمالها في النقاط التالية:

تحقيق تقدم اقتصادي حيث يتمثل في³:

- زيادة الدخل القومي

- عدالة التوزيع في الدخل القومي لتقليل التفاوت بين الدخول؛

- بناء قاعدة صناعية متينة و استخدام التكنولوجيا المناسبة،

¹ - محمد مدحت مصطفى و سهير أحمد ، "النماذج الرياضية للتخطيط و التنمية " ، مكتبة الإشعاع للنشر ، مصر ، طبعة 1999، ص43.

² - عبد العزيز عجمية ، محمد الليثي ، "التنمية الاقتصادية" ، الإسكندرية الدار الجامعية ، 2001 ، ص63.

³ - مصطفى حسين و محمد شفيق الطنيب و أمية بدران، أبعاد التنمية في الوطن العربي ، دار المستقبل للنشر ، عمان ، الأردن ، 1995 ص122

- رفع مستوى المعيشة،
- القضاء على التبعية بكل أشكالها،
- توفير الخدمات الاجتماعية (الصحة، التعليم، السكن...).
- تعميق الشعور بالانتماء والاهتمام بالمصلحة العامة
- إطلاق الإبداع وإطلاق جميع الطاقات الكامنة في المجتمع-
- الإسهام في الحضارة الإنسانية و أخذ المكان اللائق بين الأمم
- التوسع في الهيكل الإنتاجي

2-1 أهمية التنمية الاقتصادية :

لتنمية الإقتصادية وسيلة لتقليل الفجوة الإقتصادية و التقنية بين الدول النامية و المتقدمة ، ومن هذه العوامل الإقتصادية التي ساعدت على زيادة حدة هذه الفجوة مثلا ضعف البنيان الصناعي والزراعي ، وجود أزمات المديونية وسيادة نمو الإنتاج الواحد إضافة إلى عوامل أخرى لا حصر لها¹. كذلك التنمية الإقتصادية وسيلة و أداة للإستقلال الإقتصادي حيث بمجرد حصول البلد المتخلف على الإستقلال السياسي لا يترتب عليه إنقضاءات التبعية هذه إلا إذا أسس لنظام إقتصادي منتج وفعال لمواجهة كل التحديات المستقبلية.

المطلب الثاني : مستلزمات التنمية الإقتصادية وإستراتيجيتها

لإحداث التنمية الإقتصادية يجب توفير مستلزمات محددة ولتحقيقها على أرض الواقع يتم إتباع إستراتيجيات متنوعة.

مستلزمات التنمية الإقتصادية: يمكن أن تحدث عملية التنمية الإقتصادية من خلال²:
 التنمية الزراعية : و تتم من خلال التوسع الزراعي إما بزيادة الرقعة المزروعة أي التوسع الأفقي أو بزيادة إنتاجية الأرض (توسع رأسي) ، وفيها تتحول الزراعة من زراعة الكفاف إلى الزراعة التجارية مما يؤدي إلى التخصص في إنتاج المحاصيل ذات الطلب العالي و نمو العمالة المأجورة.
 التنمية الصناعية: و تعني التحول من إستخدام القوة الأدمية و الحيوانية إلى قوة الآلة و التوسع في زيادة عدد المصانع و المواد الخام ورأس المال .

تحديث التكنولوجيا: تعد التكنولوجيا هي المفتاح الرئيسي لزيادة الإنتاج ، و هي تؤدي إلى التحول من الأساليب التقليدية البسيطة إلى تطبيق المعرفة العلمية فمن خلال المكننة الحديثة يستطيع الإنسان تحقيق مستويات عليا من الإنتاج بأقل جهد، وتكمن المشكلة الرئيسية في الدول النامية إما عدم وجود الأموال لشراء التكنولوجيا أو عدم التوجه للبحث العلمي في حالة العكس
 التحضر: يتمثل في البعد الأيكولوجي و التحول من الريف إلى القرية إلى المراكز الحضرية الكبرى.

¹- إسماعيل عبد الرحمان، حربي عريقات، " مفاهيم و نظم إقتصادية ، " دار وائل للنشر ، عمان،الأردن، الطبعة الأولى،2004، ص 271.

²- حسين عبد الحميد أحمد رشوان، " التنمية"، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، مصر، طبعة 2009، ص 127 .

إستراتيجية التنمية الإقتصادية:

لقد برزت عدة إسهامات و نظريات، نقتصر هنا على استراتيجيين، هما إستراتيجية النمو غير المتوازن، و النمو المتوازن و هما تقترحان أنسب الطرق للشروع و الانطلاق في عملية التنمية الاقتصادية و السير فيها بسرعة و نجاح، أخذتين في الاعتبار ظروف التخلف الاقتصادي السائد كما سيتم توضيحه فيما يلي¹:

أ- إستراتيجية النمو المتوازن:

ارتبطت إستراتيجية "النمو المتوازن" بإستراتيجية "الدفع القوية" التي تدعو الدولة إلى تخطيط وتنفيذ برنامج استثماري ضخم في المناطق المتخلفة بحيث توجه الإستثمارات إلى جهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية الخفيفة التي تدعم بعضها البعض بشكل يكسبها الجدوى الاقتصادية في إقامتها، في حين أن كلا منها على إنفراد لا يكون لها مثل هذه الجدوى.

و لقد تركز تحليلها على فكرة إبراز أهمية السوق المحلية كعنصر رئيسي محدد للتنمية الاقتصادية، لأن الدول المتخلفة تعيش في حلقات مفزعة من التخلف.

و أن ضعف الحافز على الإستثمار بسبب "ضعف حجم السوق المحلية" هو أهم هذه الحلقات لأنه لا يمكن للدول المتخلفة أن تخرج من حلقات تخلفها إلا من خلال تنفيذ برنامج استثماري ضخم يوجه لكسر "الحلقة المفرغة للتخلف" إن مثل هذا البرنامج من الممكن أن تتوفر له مقومات النجاح إذا أخذ في اعتباره ما يلي:

أولاً:

احتواء البرنامج على مجموعة كبيرة من المشروعات أو الصناعات المتكاملة وذلك لأن ضيق نطاق السوق في الدول المتخلفة من شأنه أن يثير الشك حول قدرته على تصريف المنتجات ما إذا تركز الاستثمار في مشروع واحد أو صناعة واحدة.

أما إذا افترضنا إنشاء أكثر من مصنع في وقت واحد لإنتاج عدد من السلع الاستهلاكية المتكاملة، فإن أي من هذه المصانع لن يواجه مشكلة تصريف منتجاته ذلك لأن كل منها سوف يجد طلباً على إنتاجه سواء من العاملين فيه أو العاملين في المصانع الأخرى و هنا تتوفر لهذه المجموعة من المصانع مقومات النجاح بسبب ما يترتب على إنشائها من توسيع نطاق السوق. وعلى ذلك فإن إستراتيجية "النمو المتوازن" تعتبر وسيلة أساسية لتوسيع نطاق السوق و خلق حوافز الاستثمار.

¹ - زرنوح ياسمين، "إشكالية التنمية المستدامة في الجزائر - دراسة تقييمية"، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، الموسم الجامعي 2006، 2005، ص 21-25.

ثانيا:

تلبي هذه الصناعات و المشروعات حاجات المواطنين ، بمعنى أن إنتاجها لا يكون بهدف التصدير على الأقل في المراحل الأولى ، وذلك لان الدول المتخلفة ، من الناحية لا يستطيع الاعتماد على التجارة الخارجية لان شروط التبادل تكون دائما لغير صالحا باعتبارها مصدرة للمواد الأولية ، ومن ناحية أخرى لان منتجاتها لا تستطيع منافسة المنتجات التي تنتجها الدول النامية خصوصا في المراحل الأولى من التنمية لسبب ارتفاع تكاليف الإنتاج وعقبات التي تضعها الدول المتقدمة في وجه هذه الصادرات ، هذه بإضافة إلى ركود الطلب العالمي على هذي السلع بصفة عامة وانخفاض مرونته .

ثالثا:

إن الصناعات التي يشملها البرنامج الاستثماري يجب ان تكون صناعات استهلاكية خفيفة مثل صناعة الأحذية الملابس ... الخ ، أما الصناعات الثقيلة ، سواء كانت استهلاكية أو آلات ومعدات ، فإلا المنطق يقتضي عدم إقامتها لما مالم تكن الظروف مواتية لذلك ، حيث أنها غالبا مالا تكون في متناول الدول المتخلفة خصوصا في مراحل التنمية الأولى ومن تم ، فمن المصلحة هذه الدول أن تقوم خلال هذه المراحل باستيراد الجزء الأكبر من احتياجات من منتجات الصناعات الثقيلة من الدول المتقدمة اقتصاديا.

ومع ذلك ، فإن أهمية بعض الصناعات الأساسية كالنقل والمياه والكهرباء..و خلافه يجب أن تعطي أهمية خاصة لأنه قد يتعذر استردادها أو قد يستحيل نقلها من مصادر بعيدة كالكهرباء مثلا .

رابعا:

يكون هناك نوع من التوازن بين الزراعة و الصناعة ، حيث يعتمد معدل التنمية في القطاع الصناعي إلى حد كبير على معدل التنمية في القطاع الزراعي .و تؤدي تنمية القطاع الزراعي في الدول النامية إلى الاعتماد على أيدي عاملة كثيرة مما سوف يؤدي إلى زيادة دخولهم و هذه الزيادة تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الصناعية أي ارتفاع في القدرة الشرائية لدى العمال في القطاع الزراعي نتيجة لارتفاع في مداخيلهم ، كما تساعد زيادة الإنتاج الزراعي على إنشاء صناعات عديدة ترتبط أساسا بالقطاع الزراعي كصناعات الأغذية و صناعة السكر و والمحصول النهائي أن الاستثمار يجب أن يوزع ما بين القطاع الصناعي و الزراعي . الزيوت النباتية و الخشب بحيث يكون كل منهما يمثل سوقا للآخر.

ب- إستراتيجية النمو غير المتوازن :

يرى انتصار الإستراتيجية النمو الغير متوازن ان يكون هناك تركيز من قبل الدولة على قطاع رئيسي ورائد في المجتمع نتيجة لقلة الموارد المالية للاستثمارات خطط التنمية ، وسيؤدي هذا القطاع الرائد على جذب القطاعات الأخرى إلى مرحلة النمو المتوازن سيؤدي إلى تحقيق التنمية المنشودة على مستوى كافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعية .

يرى أنصار إستراتيجية" النمو غير المتوازن أن " إتباع هذا الأسلوب هو الأفضل كإستراتيجية ملائمة للدول النامية مما يؤكد اعتراضهم على أسلوب أنصار" النمو المتوازن" بخصيص الدفعة القوية، و النمو المتوازن و يركزون على الدفعة القوية للاقتصاد الوطني بحيث تكون في إطار النمو غير متوازن.

و من أهم مؤيدي هذه الإستراتيجية الذين انتقد و أسلوب النمو المتوازن على الرغم من وجود اتفاق في الرأي في أن عملية التنمية تحتاج إلى دفعة قوية تتمثل في برنامج استثماري كبير، إلا أن بعضهم يرى أن هناك قدرة محدودة من الاستثمارات موجودة أصلا في الدول النامية، و أنه يجب وجود تكامل للاستثمارات مع بعضها البعض.

المطلب الثالث: نظريات التنمية الاقتصادية

نظرية جوزيف شومبيتر ونظرية الدفعة القوية.

نظرية جوزيف شومبيتر في التنمية الاقتصادية¹:

يعتبر جوزيف شومبيتر Schumpeter Joseph أحد اقتصاديي القرن العشرين الذين وجهوا اهتماما خاصا لدراسة التطور والنمو الاقتصادي، و قد وردت معظم أفكاره حول النمو الاقتصادي في كتابه الذي أسماه نظرية التنمية الاقتصادية سنة 1911 ، والشخصية الرئيسية في تحليل شومبيتر للتنمية هي المنظم، والذي يقصد به ذلك الرجل ذو النظر الثاقب الذي يلمح فرص تقديم وسيلة حديثة للإنتاج أو سلعة جديدة، ومن ثمة يسعى لاستخدامها بتدبير المال اللازم و جمع عوامل الإنتاج، ونظرا للاهتمام الكبير الذي أبداه شومبيتر لمفهوم المنظم في مجال التنمية الاقتصادية، فإنه قام بدراسة أبعاد النموذج المنظمي والتنمية، و رأى أن المنظم هو أولا و قبل كل شيء مجدد ينفذ توليفات جديدة، ومن ثمة يقدم القوة الدافعة للتنمية، وانتهى إلى أن المذهب المنظمي يتضمن نشاطا ناجحا يهدف إلى المبادرة بالقيام بمشروع يستهدف الربح أو الحفاظ على المشروع وتنميته، وغالبا ما تكون هذه النزعة مرتبطة في التنمية الاقتصادية بالاستعداد لتحمل المخاطرة.

1-2 نظرية الدفعة القوية²:

يقول صاحب هذه النظرية أن علاج التخلف يتطلب في مرحلته الأولى دفعة قوية من الجهود والتضحيات تبذل في نفس الوقت، و أن سلسلة من الدفعات الصغيرة المتتالية لا تؤدي إلى نفس النتيجة إذ لا يؤدي إلى التطور اللازم في البنيان الاقتصادي و لا تمهد الطريق للتنمية، مما تعني نظرية الدفعة القوية ضرورة البدء بتنفيذ حجم ضخم من الاستثمارات في أكبر قدر ممكن من القطاعات الاقتصادية، و ينطوي مبدأ الدفعة القوية عند روزنشتين رودان (RODAN-ROSENSTEIN.P) أن التصنيع هو السبيل الوحيد لتحقيق التنمية الاقتصادية، و لقد حاول هذا الاقتصادي وضع أسلوب للتصنيع بالدول النامية بانتقاده لنموذج التصنيع الروسي القائم على بناء جميع مراحل الصناعات بشكل متكامل معتمداً أساسا على الصناعات الثقيلة مما استلزم قدرا هائلا من

¹-Gallen Spencer Hull, A Small Business Agenda : trends in a global economy, 1986, univesity press of america,INC, p35.

²- محمد عبد العزيز عجمية و إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (الدراسة النظرية و التطبيقية) , كلية التجارة , جامعة الإسكندرية , 2003 , ص117.

الموارد، لهذا يصير " روزنشتين رودان" على أن الأسلوب الأمثل للدول النامية ينطلق من توجيهه حجم كبير - دفعة قوية - من الاستثمارات في مجال الصناعات الاستهلاكية الخفيفة تدعم بعضها البعض بشكل يكسبها الجدوى الاقتصادية لإقامتها في وقت واحد، في حين أن إقامتها على إنفراد لم يكن ليحقق تلك الجدوى.

نقد نظرية الدفعة القوية¹:

من الطبيعي أن يكون لكل نظرية مؤيدون و معارضون. و من جملة الانتقادات التي وجهت لهذه النظرية ما يأتي:

1- تتطلب الدفعة القوية رؤوس أموال ضخمة لإقامة القاعدة الصناعية الضرورية، و هي مشكلة بالنسبة للبلدان النامية التي لا تتوفر لديها مثل هذه الموارد .

2- كما تحتاج الدفعة القوية إلى كوادرات كثيرة و متنوعة، اقتصادية و إدارية و محاسبية و هندسية و التي لا تتوفر في مثل هذه البلدان المتخلفة.

3- أكدت هذه النظرية على تنمية الصناعة دون التأكيد على تنمية الزراعة و التي تعتبر النشاط السائد في مثل هذه البلدان.

4- تؤكد هذه النظرية على مشكلة ضيق السوق لكن تأكيدها على الصناعات المنتجة للسلع الاستهلاكية للسوق المحلي لا يمكن أن يحل مشكلة ضيق السوق .

5- إن توزيع الاستثمارات على جهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية قد يؤدي إلى صغر حجم الوحدات الإنتاجية دون الحجم الأمثل، و لهذا يصعب عليها الاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير ووفوراته الخارجية.

6- إن تطبيق هذه النظرية يزيد من مستوى الطلب على العديد من السلع و المواد و مستلزمات الإنتاج الأمر الذي يولد ضغوطاً تضخمية في الاقتصاد. و لهذه الأسباب فإن المنتقدين يعتقدون بأن الشواهد تعتبر غير كافية لإثبات أن الدفعة القوية للاستثمارات هي عامل ضروري و مناسب للتنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصادياً.

2- نظرية النمو المتوازن و نظرية النمو غير المتوازن.

1-2 نظرية النمو المتوازن²:

ترتبط هذه النظرية أساساً بالاقتصادي راغانر نوركس و تركز هذه النظرية على أن تحقيق التنمية الاقتصادية و تطوير الاقتصاد الوطني، لا يتم إلا عن طريق الاستثمار في جميع القطاعات الاقتصادية دفعة واحدة دون إهمال أي قطاع، و هذا ما يؤدي حتماً إلى نمو جميع هذه القطاعات بشكل متوازن، لكن هذه الإستراتيجية تتطلب تدخل الدولة بجمع موارد ضخمة و توزيعها على المستثمرين، و حسب رأي مؤيدي هذه النظرية أن الاستثمار في أكبر قدر ممكن من القطاعات الاقتصادية يؤدي إلى توفير أكبر قدر ممكن من الضروريات الاقتصادية للمجتمع، و هذا ما يؤدي حتماً إلى استقلال الاقتصاد الوطني، إن هذه النظرية تتطلب الاستثمار في

¹ - دحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظريات و سياسات و موضوعات، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2007 ص 90.

² - إسماعيل شعباني، مقدمة في اقتصاد التنمية، دار هومة للنشر و التوزيع، الجزائر، 1997 ص 84.

جميع القطاعات خاصة تلك الموجهة لتلبية الطلب الاستهلاكي الداخلي و هذا ما سيعمل حتما على توسيع الصناعات الصغيرة والمتوسطة.

الانتقادات الموجهة للنظرية¹:

وجهت العديد من الانتقادات إلى هذه النظرية , كما وجهت إلى النظريات الأخرى من قبل البعض و في مقدمتهم ألبرت هيرشمان (Hirschman .A) و سنجر "Singer" و (Kurihara) وغيرهمو من أهم الانتقادات ما يأتي :

1- أن إقامة الصناعات جميعها في أن واحد قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج مما يجعلها غير مربحة للتشغيل في غياب العدد الكافي من المعدات الرأسمالية , إضافة إلى انه قيام الصناعات الجديدة فإن الطلب على منتجات الصناعات القائمة سوف ينخفض مما يجعلها غير مربحة هي الأخرى و كما يقول "Fleming.M.J"فانه بينما تفترض النظرية بأن العلاقة بين الصناعات في معظمها متكاملة فان المحدودية عرض عوامل الإنتاج تجعل العلاقة في معظمها تنافسية .

2- تفترض النظرية سيادة ظاهرة زيادة العوائد و أن مثل هذه الفرضية غير صحيحة إذا تم تنفيذ حجم كبير من الاستثمارات في أن واحد و في مجالات مرتبطة ببعضها, حيث أن ظهور الاختناقات في المواد الخام و الأسعار و شح عوامل الإنتاج تقود إلى ظاهرة تناقص العوائد.

3- يرى الاقتصادي (Hirschman .A) و هو من مؤيدي نظرية التنمية غير المتوازنة, بأن تنفيذ نظرية النمو المتوازن سوف ينتهي إلى فرض اقتصاد صناعي متكامل و حديث على قمة اقتصاد تقليدي راكد لا يرتبط احدهما بالآخر, و أن التنمية هنا تكون عبارة عن إحياء لظاهرة الازدواجية الاقتصادية. لكن أصحاب هذه النظرية يردون بالقول بأن النمو المتوازن يفترض تنمية الزراعة و الصناعة بشكل متوازن.

4- يعتبرها البعض غير واقعية لأنها تفترض توفر موارد ضخمة لتنفيذ برنامجها و هذا غير متوفر في البلدان المتخلفة.

5- انتقدتها البعض بأنها تؤدي إلى عزل البلدان النامية عن الاقتصاد الدولي لتركيزها على التنمية من اجل السوق المحلي. لكن هذا الانتقاد يبدو ضعيفا لان (Nurkse) قد أكد على النظام الدولي و تقسيم العمل.

6- انتقد البعض مسألة تأجيل إنماء صناعات السلع الإنتاجية لحساب دفعة قوية في إنشاء الصناعات الاستهلاكية الخفيفة , بأن ذلك ليس بالأسلوب الأمثل في الأجل الطويل لأنه سوف يظهر قصوره في تنمية المدخرات الحقيقية في الأجل الطويل و ذلك لزيادة الاستهلاك على حساب الادخار . ورغم أن تنمية الصناعات الاستهلاكية من شأنها أن تعجل معدل النمو للدخل القومي في المراحل الأولى للتنمية لكنها سوف تتسبب في إبطاء عملية التنمية.

7- يرى البعض أن تطبيق هذه النظرية سوف يشجع على الضغوط التضخمية , لأنه يتطلب موارد كثيرة ليست متوفرة لهذه البلدان , و أن مثل هذا الانتقاد قد يكون وجيها خصوصا في ظل تجربة أمريكا اللاتينية.

¹ - مدحت القريشي ,مرجع سبق ذكره, ص 94ص95.

- 8- يعتبر البعض بأن هذه النظرية فوق قابلية البلدان المتخلفة لأنها تقتصر توفر قابليات و مهارات لدى هذه البلدان في حين أن الواقع يشير إلى عدم توفر مثل المهارات فكيف يمكن تحقيق تنمية في جميع القطاعات معا ؟ و في ظل شح الموارد في هذه البلدان فإن النظرية لم تنجح في حل مشكلة محدودية الموارد خاصة و أن عرض الموارد واطى المرونة و لهذا فإن حجة هذه النظرية في نظر البعض تنهار.
- 9- يؤكد البعض بأن مفهوم النمو المتوازن ينطبق أكثر على البلدان المتقدمة من انطباقه على البلدان المتخلفة، و أن هذه النظرية في الواقع هي تطبيق لحالة البطالة الكينزية (Keynesian Underempoyment) على بلد متخلف لا تتوفر فيه المكائن و المعدات و المدراء و العمالة المطلوبة و العادات الاستهلاكية.
- 10- وأخيرا يقول الاقتصادي البريطاني (Streeten Paul) بأن الندرة والاختناقات (Bottlenecks) تشجع النمو ، و أنه من وجهة نظر تاريخية لم يكن النمو متوازنا بل أن الشح و الاختناقات التي وفرت الحافز للاختراعات هي التي طورت انجلترا كما أن الاختراعات خلقت بدورها ندرة جديدة و اختناقات .لهذا فان فكرة النمو المتوازن ليست فكرة خاطئة في نظر البعض و لكنها غير ناضجة ، لأنها قابلة للتطبيق في مراحل لاحقة من النمو المستدام و لكنها غير ملائمة لكسر الجمود الذي تتميز به البلدان المتخلفة .
- 2-2 نظرية النمو غير المتوازن¹ :

- تقوم هذه النظرية على حرية الاستثمارات الخاصة في القطاعات التي يراها المستثمرون تحقق الأهداف الفردية، و بالتالي فإن زيادة اهتمام المستثمرين بمجموعة من القطاعات الاقتصادية سيؤدي حتما إلى بروز الحاجة إلى الاستثمار في القطاعات الأخرى، و من هذا المنطلق يؤكد هيرشمان (HIRSCHMAN.ALBERT) أن انطلاق الاستثمار في مجموعة من المشاريع سيؤدي إلى خلق مشاريع أخرى و هذا ما يقودنا إلى تحقيق التوازن، كما يرى أن أنسب الطرق للتنمية هي عندما يؤدي اختلال ما إلى حركة إنمائية في هذا الاتجاه.
- الانتقادات الموجهة لنظرية النمو غير المتوازن²: يعتبر البعض إن هذه النظرية واقعية و تأخذ كل أوجه عملية التخطيط التنموي في الاعتبار، و مع ذلك وجهت لها العديد من الانتقادات :
- 1- من بين أهم الانتقادات الموجهة إلى هذه النظرية هي الافتراض بأن هذه النظرية تجري بصفة أساسية من خلال المبادرة الفردية و التي تتخذ من اختلال التوازن محركا للنمو. و معنى هذا إن التنمية لا تتم في ظل التخطيط الشامل و الذي يعتبره البعض مهما في ضوء محدودية الموارد و معلوم أن قرارات الاستثمار في البلدان النامية تمثل عقبة أمام التنمية فكيف يترك الأمر للمبادرة الفردية؟
- 2- أنها تهمل المقاومة (Résistance) التي تنشأ في الاقتصاد من جراء عدم التوازن، و تركز فقط على المحفزات للتوسع و التنمية
- 3- أنها لا تعطي اهتماما كافيا لتركيب و اتجاه و توقيت النمو غير المتوازن ، حيث تكمن المشكلة في تحديد أولوية الاستثمار في النشاطات الرائدة.

¹ - إسماعيل شعباني ، مرجع سبق ذكره، ص 88 .

² - مدحت القريشي ، مرجع سبق ذكره، ص 99 .

4- إن خلق عدم التوازنات في الاقتصاد ، من خلال الاستثمار في قطاعات إستراتيجية و في ضوء الشح في الموارد قد يقود إلى الضغوط التضخمية و مشكلات ميزان المدفوعات في البلدان النامية.

5- أن هذه النظرية تفترض وجود مرونة عالية في عرض الموارد و هذا غير واقعي .

6- و بخصوص تركيز هذه النظرية على الاختلال في التوازن يتساءل (Streeten) بأن المشكلة ليست في إيجاد الاختلال و إنما في الحجم الأمثل للاختلال ؟ و أين يتم؟ و ما هو مقداره؟ و الخلاصة هو انه ليس من السهل تقييم النمو المتوازن و النمو غير المتوازن، فالنظريتان لا يمكن اختبارهما بشكل تجريبي بسهولة، و قد حاول البعض التوفيق فيما بين النظريتين من خلال جعل نظرية النمو غير المتوازن كوسيلة لتحقيق الهدف النهائي للنمو المتوازن. و على المستوى الاقتصادي فإن النظريتين يمكن أن تكونا مكملتين بدلا من أن تكونا متنافستين

3- التبعية نظرية (Dependence Theory)¹:

ظهرت نظريات التبعية الدولية في أمريكا اللاتينية و فرنسا و في السبعينات بدأت هذه النظريات تكتسب دعما متزايدا و خاصة من مثقفي البلدان النامية. و تعود جذور هذه النظريات إلى الفكر الماركسي و يرجع نموذج التبعية وجود و استمرار حالة التخلف بشكل رئيسي إلى التطور التآريخي للعلاقات غير المتكافئة للنظام الرأسمالي العالمي و لعلاقات البلدان الفقيرة مع البلدان الغنية، و التي تجعل محاولات البلدان الفقيرة لتحقيق الاعتماد على الذات و الاستقلال أمر صعب.

و تفسر هذه النظرية استمرار الفجوة بين البلدان الرأسمالية أو بلدان المركز (Center) و البلدان النامية و التي سميت بلدان الأطراف (Preferie)) بجملة من العوامل هي :

1- اعتماد بلدان الأطراف على رأس المال الأجنبي و تصدير الفائض الاقتصادي إلى المركز .

2- الاعتماد على التكنولوجيا الأجنبية .

3- الآلية التي تقلل مستوى الأجور الحقيقية في البلدان النامية دون المستوى المطلوب .

4- تدهور نسب التبادل التجاري (Trade Of Terms) لبلدان الأطراف .

5- جوانب اجتماعية و ثقافية للكولونيالية التي تعيق السير نحو الاستقلال الاقتصادي و الاعتماد على الذات . و التخلف يعتبر في هذه النظرية ظاهرة مفروضة من الخارج. و من ابرز الكتاب في نظرية و Sameer Amin، و ، و Paul Baran و Gunder Frank و Dos Santos ، هم التبعية Emanuel الخ... و تجدر الإشارة إلى أن هذه النظرية لا يمكن اختبارها تجريبيا لكنها تقدم إطارا فكريا يحتوي على الجوانب العديدة لوظائف و عمل الاقتصاد الرأسمالي العالمي و أنواع الهيمنة و التبعية .

إن التطور غير المتكافئ يجب أن ينظر إليه كجزء لا يتجزأ من النظام الرأسمالي العالمي، و أن عدم التكافؤ هو أمر حتمي لان تنمية بعض الأجزاء من النظام تحدث على حساب الأجزاء الأخرى كما أن القوة الاحتكارية على التجارة التي يمارسها المركز تقود إلى تحويل الفائض الاقتصادي من البلدان التابعة إلى بلدان المركز ، و أن

¹ مدحت قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 114 ص 115

العلاقات المالية التي تستند على القروض و انتزاع رأس المال من قبل المركز تقود بالنهاية إلى تدفق معاكس للموارد و تقوي وضع البلد المهيمن على البلد التابع.

و يؤكد(Santos) بأن كل شكل من أشكال التبعية قد أخضع سيطرته على الهيكل الداخلي لبلدان الأطراف و هذا قد أصبح جزءا من علاقات التبعية التي عملت على إعاقة التنمية. أما Baran و Frank و Amin فإنهم يركزون اهتمامهم أكثر على الآليات الماركسية التقليدية التي بموجها تعمل الرأسمالية بشكل عام و الرأسمالية العالمية بشكل خاص على مساعدة الأغنياء في استغلال الفقراء.

و التأكيد هنا على مصادرة و تحويل الفائض الاقتصادي الناجم عن العمل إلى مالكي رأس المالو أن الشركات المتعددة الجنسيات هي الوسيلة الحديثة لمصادرة فائض القيمة.

و بالنسبة إلى(Frank)و كما هو الحال مع(Santos)فان التخلف هو نتيجة طبيعية للنظام الرأسمالي العالمي, لأن التنمية في بعض البلدان تعني بالضرورة التنمية المشوهة أو التخلف للآخرين و التنمية نفسها تعمل على إدامة التخلف , و هي العملية التي يسميها(Frank)تنمية التخلف (Underdevelopment Of Development) كما يرى Frank بأن أصل العملية يعود إلى الكولونيالية و التي ابتدأت كشكل من أشكال الاستغلال الاقتصادي, و الذي شوه الهيكل الاقتصادي للعالم الثالث ,فقد أجبرت البلدان النامية على تجهيز المواد الخام إلى البلدان الصناعية, و بهذا أعاققت التنمية الصناعية في البلدان المنتجة للمواد الخام كما أن التوجه نحو التصدير و الهيمنة الأجنبية على هذه البلدان قد حددت من نمو السوق الداخلي و أعاققت تأسيس الصناعات الأساسية الوطنية. و تعود نظرية التبادل غير المتكافئ إلى Emanuel الذي يؤكد بأن التبادل غير متكافئ بين الأغنياء و الفقراء لان الأجور هي أدنى في البلدان الفقيرة و أن عدم المساواة في الأجور هي وحدها سبب عدم التكافؤ في التبادل. و الرسالة الأساسية لنظرية التبعية, إذن, هي أن التنمية الأوروبية قد بنيت على التخلف في العالم غير الأوروبي و قد استندت تنمية أوروبا على التحطيم و الاحتلال و الاستعمار و السيطرة و انتزاع المجتمعات غير الغربية من سكانها و من مواردها و فائضها الاقتصادي بموجب هذه الفكرة فإن العلاقة بين بلدان المركز و بلدان الأطراف هي التي مكنت البلدان المسيطرة من تحقيق النمو الاقتصادي المستدام فيها , في حين أن بلدان الأطراف قد حققت بعض النمو كانعكاس للتحويلات الجارية في البلدان المتقدمة. و يعبر هؤلاء الكتاب بأن انضمام بلدان أمريكا اللاتينية إلى اقتصاد العالم الرأسمالي , و من خلال التجارة تم توجيه الاقتصاد نحو الطلب القادم من المركز حتى و إن كان الاقتصاد التصديري مملوكان من السكان المحليين, فإن مثل هذه التبعية قد دعمت و أسندت من قبل طبقة حاكمة صغيرة و التي استخدمت المنافع من التصدير لأغراض الاستهلاك الكمالي و ليس للاستثمار.

المبحث الثاني: طرق تمويل التنمية الاقتصادية

إن المشكلة الرئيسية التي تقف كحاجز أمام عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية, هي افتقارها إلى الموارد الحقيقية اللازمة لتكوين رؤوس الأموال. ذلك لأن الطلب على رأس المال يحكمه الميل إلى الاستثمار و الذي يتحدد أساسا بسعة السوق, و أن عرض رأس المال تحكمه الرغبة و المقدرة على الادخار, و طالما أن دخول الأفراد

منخفضة نتيجة لانخفاض القدرة على الإنتاج فإن القدرة على الادخار كذلك منخفضة. إن التنمية الاقتصادية هي التي تحدد مصادر التمويل و ليس العكس، لذلك فإن دراسة تمويل التنمية الاقتصادية تقتضي الإحاطة بكل المصادر الضرورية لهذه العملية¹.

المطلب الأول : الموارد المحلية

تتمثل مصادر التمويل المحلي في الادخار الذي ينقسم إلى نوعين: الادخار الاختياري و الادخار الإجباري، ولا يوجد فرق بين النوعين من وجهة نظر تكوين رأس المال، وكل الخلاف ينحصر في مدى تأثير كل منهما بإتباع سياسة معينة².

1- الادخار الاختياري:

و هو ما يقوم به الأفراد و الهيئات و المؤسسات طواعية و اختياريًا و بمحض رغباتهم، دون تدخل قوة خارجية تجبرهم عليه و تتمثل المدخرات المحلية في مدخرات القطاع العائلي ومدخرات قطاع الأعمال.

1-1 مدخرات القطاع العائلي:

تتأتى عن طريق مدخرات الأفراد الذين يحصلون عليها من خلال دخلهم، و تحمل عدة صفات منها الادخار من أجل الحصول على قطعة أرض أو مباني سكنية، أو آلات زراعية، كذلك مدخرات تعاقدية مثل عقود التأمين، و يمكن أن تكون مدخرات على شكل شهادات استثمار أو أسهم و سندات. كما تعتبر أهم مصادر الادخار في الدول النامية و ذلك بالمقارنة مع الدول المتقدمة.

1-2 مدخرات قطاع الأعمال:

فهي مرتبطة ارتباطًا وثيقًا بالنشاط الاقتصادي أي كلما زادت أهمية هذا النشاط زادت معه المدخرات و العكس صحيح. في الواقع دراسة مدخرات قطاع الأعمال تتطلب التمييز بين مدخرات القطاع الخاص و مدخرات القطاع العام.

1-2-1 مدخرات القطاع الخاص :

تتمثل في الأرباح غير الموزعة التي تحتجزها الشركات المساهمة فقط دون غيرها من الشركات، أي كلما زاد ما يتحقق للشركات من أرباح زادت مدخراتها. و تعتبر مدخرات قطاع الأعمال الخاص أهم مصادر الادخار في الدول المتقدمة اقتصاديا .

1-2-2 مدخرات القطاع العام :

تؤول مباشرة للحكومة أي أن أرباح المشروعات المملوكة تعود لها، و عليه فإن مدخرات هذا القطاع يمكن أن تزداد عن طريق مكافحة الإسراف والضياع الاقتصادي و العمل على رفع الإنتاجية وعلى العكس إذا ارتفعت

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، التمويل المحلي، الدار الجامعية، مصر 2001، ص22.

² - محمد عبد العزيز عجمية و إيمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره ص217.

تكاليف الإنتاج بسبب انخفاض مستوى الكفاءة الإنتاجية أو تقادم الآلات أو تدهور مستوى الإدارة أو غير ذلك . فالنتيجة تكون انكماش الأرباح لا محالة وربما نشوب بعض الخسائر¹.

2- الادخار الإجمالي:

هو ذلك الجزء الذي يقتطع من دخول الأفراد بطريقة إلزامية، أو بعبارة أخرى هو ما يفرض على الأفراد من قبل قوة خارجة عن إرادتهم ويتمثل أساسا في الادخار الحكومي و الادخار الجماعي .

2-1 الادخار الحكومي :

عبارة عن الفائض المتبقي الذي يحققه القطاع الحكومي و يكون أحد مصادر تمويل التنمية الاقتصادية، فهو ينشأ نتيجة لزيادة إيرادات الحكومة عن نفقاتها الجارية و نتيجة لما يتسنى للحكومة الحصول عليه عن طريق التضخم، حيث تقوم البنوك المركزية بإصدار نقود جديدة تستخدم الحكومة بعضها في مجالات الاستثمار و على العموم فإن القطاع الحكومي في الدول النامية باستثناء الدول البترولية يساهم بنصيب ضئيل في الادخار القومي بل غالبا ما يكون هذا القطاع في معظم هذه الدول سالبا-عجز في الميزانية -والسبب في ذلك هو قصور معدل الزيادة في الإيرادات عن ملاحقة معدل الزيادة في النفقات.

2-2 الادخار الجماعي:

يقصد به ذلك الادخار الذي يقتطع من دخول بعض الجماعات في المجتمع بطريقة إجبارية، ويتمثل هذا الادخار في أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بكل أنواعها، وبالمقابل فإن المساهمين في هذا الادخار يحصلون على مزايا مثل الخدمات الصحية والتعويضات والمعاشات... ويعتبر هذا الادخار أكثر قبولا لدى الأفراد و الهيئات إذ أنه يعمل على تأمين حياتهم و مستقبلهم و ضمان حقوقهم.

المطلب الثاني: التمويل المصرفي

يقصد به ذلك التمويل الذي يتم عن طريق الجهاز المصرفي المحلي، الذي يعتبر المصدر الأساسي في تمويل التنمية الاقتصادية الوطنية. إن الدور التمويلي الذي تلعبه المصارف يمكن فهمه من خلال:

1- الوظائف التقليدية:

تتمثل الوظائف التقليدية فيما يلي :

قبول و خلق الودائع: تقوم المصارف التجارية بتلقي الودائع من الجمهور مهما كانت وضعيتهم أشخاص طبيعيين أو معنويين، أصحاب المؤسسات العمومية أو الخاصة. وتشكل هذه الودائع (ودائع تحت الطلب أو ودائع جارية وودائع لأجل، وودائع بإشعار، وودائع ادخارية) موارد المصرف التجاري².

- تقديم القروض: تقوم المصارف التجارية بالإقراض (السحب على المكشوف، فتح الاعتمادات المستندية و خصم الأوراق التجارية) أي إمداد الأفراد و المؤسسات و المنشآت بالأموال اللازمة على أن يتعهد المقترض بسداد تلك الأموال و الفوائد و العمولات المستحقة عليها . والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة

¹ - عبد النعيم محمد مبارك ، مبادئ علم الاقتصاد ، دار الجامعية 1999 ، بدون مكان نشر ، ص589 ص601.

² - محمد توفيق سعودي ، الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري، الطبعة الأولى دار الأمين للطباعة، مصر ، 2002، ص15.

ويتم تدعيم هذه العلاقة بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للمصرف استرداد أمواله. ومع الزمن تطورت درجة منح المصارف للقروض من قصيرة إلى متوسطة و طويلة الأجل للقيام بعمليات عقارية إنتاجية مقابل حصولها على فوائد¹.

2- الوظائف الحديثة.

إن الدور التمويلي الذي تلعبه المصارف يتفرع عنه خدمات حديثة و متطورة يمكن أن نبين أهميتها²: من خلال مايلي:

- تعتبر المصارف أداة من أدوات الاستثمار حيث تتركز استثماراتها في حقوق مالية (قروض، أسهم، سندات)، وباستثمارها لأموال العملاء تقوم بتمويل مشروعات جديدة، أو تقوم بتوسيع مشروعات قائمة، لكن قبل قيامها بالإقراض أو المشاركة في رؤوس أموال المشروعات فلا بد أن تقوم بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية للتحقق من جديتها و لضمان استرجاع رؤوس أموالها و تشتتمل هذه الدراسات دراسة السوق، دراسة فنية ودراسة اقتصادية؛ تطورت وظائف المصارف إلى حد بعيد، حيث أصبحت تقوم بتقديم الاستثمارات المالية للعملاء وتزويدهم بالنصائح و الإرشادات في كل ما يواجه مشروعاتهم من صعوبات و مشاكل؛

- تقوم المصارف بتمويل عمليات التصدير و الاستيراد فهي بذلك تساهم في توفير احتياجات الدولة من السلع الرأسمالية و السلع الوسيطة لزيادة حجم الإنتاج وأنواعه وتحسين جودته، بالإضافة إلى تشجيع تصدير السلع الوطنية و إيجاد أسواق خارجية لها و ذلك عن طريق الوساطة المالية التي تلعب دورها مما يسمح بتوفير العملات الأجنبية؛ تساهم المصارف في دعم توجه العديد من الدول لتبني سياسة خصوصية مشروعاتها العامة كلياً أو جزئياً و ذلك من خلال دورين أساسيين تلعبهما:

دور تمويلي: تقوم المصارف بشراء البعض من الأسهم و إدخالها في محافظ استثماراتها وقروضها بما يتوافق مع سياستها الاستثمارية؛

دور استشاري: من خلال هذا الدور تقوم المصارف بإعداد دراسات الجدوى لتحويل مؤسسات القطاع العام إلى القطاع الخاص . تساهم المصارف أيضا في إنشاء و تطوير الأسواق المالية من خلال إنشاء صناديق استثمارية أو مالية تقوم بطرح أدوات استثمارية متوسطة و طويلة الأجل، مما يخدم نشأة و تطوير السوق المالية .

المطلب الثالث: الموارد الخارجية.

إذا لم تكن المصادر الداخلية للتمويل كافية على الوفاء بحاجات الاستثمار في الدول النامية، أو كانت الحكومات في هذه الدول غير قادرة أو غير راغبة في اتخاذ القرارات المطلوبة للارتفاع بمستوى هذه المدخرات إلى ذلك الذي يتناسب مع متطلبات التنمية الاقتصادية؛ أي نظرا لوجود فجوة ادخار واسعة، فإن هذه الحكومات تلجأ إلى

¹ - احمد صلاح عطية , محاسبة الاستثمار و التمويل في البنوك التجارية , الدار الجامعية , الإسكندرية, 2002-2003 ص159.

² - الراوي خالد وهيب, العمليات المصرفية الخارجية , الطبعة الثانية, دار المناهج للنشر و التوزيع, عمان, 2000, ص 65 ص68.

مصادر خارجية للتمويل من أجل دعم مصادرها الداخلية. و يمكن حصر هذه الأخيرة في ثلاث مصادر أساسية هي :

- تعزيز حصيلة الصادرات.
- الاستثمارات الأجنبية (المباشرة و غير المباشرة).
- المنح و الإعانات الأجنبية.
- تعزيز حصيلة الصادرات.

إن الزيادة في الصادرات تؤدي إلى زيادة الدخل القومي وهذه قد تؤدي إلى زيادة الإنفاق القومي فيزداد الطلب على السلع و الخدمات، و يكون هذا دافعا للمستثمرين على زيادة استثماراتهم و هو ما قد يفسر في النهاية انتعاش الاقتصاد القومي¹.

وتتصف صادرات الدول النامية بجمودها و قلة مرونتها، بمعنى أن تغيير هيكلها و زيادتها من الأمور الصعبة التي تحتاج إلى جهد و مال و تخطيط، وهذا كله لن يتيسر إلا بعد أجل معين، وعلى ذلك لا يمكن للدول النامية بأي حال من الأحوال أن تعتمد على حصيلة صادراتها في تمويل عملياتها².

2- الاستثمارات الأجنبية.

و تأخذ شكلين:

2-1 استثمارات أجنبية مباشرة:

هي تلك الاستثمارات التي يديرها الأجانب بسبب ملكيتهم الكاملة لها أو تملكهم لنصيب منها؛ مما يبرر حق الإدارة وغالبا ما تكون هذه المشروعات في شكل مزارع و مصانع و مناجم و غيرها من الأنشطة الإنتاجية. و بكل تأكيد فإن هذا الشكل من أشكال حركة رؤوس الأموال الدولية هو المفضل من قبل الدول المضيفة لرأس المال الأجنبي ذلك لأنه يأتي لتمويل المشروعات الاقتصادية الجديدة، أو على الأقل لاقتناء مشروعات كانت قائمة، و لكن لا تسير بالنجاعة المطلوبة، كما أن هذا الشكل يعتمد على الفترة الزمنية الطويلة و من ثم فهو يساهم في دعم النمو الاقتصادي و ما ينتج عنه من خلق للثروة و مناصب العمل. وتجدر الإشارة إلى أن اقتناء مشروعات كانت قائمة لا يزيد من رأس مال الدولة المضيفة شيئا لأنه حل محل رأس مال كان قائما، لكن يبقى الاقتناء مفيدا كونه يؤدي إلى تحسين الأداء الاقتصادي وعلى الأمد البعيد، ومن المنطقي أن يتطور و يتوسع و هذا ما سيعود بالفائدة على اقتصاد البلد المضيف .

2-2 استثمارات أجنبية غير مباشرة:

وهي استثمارات تأخذ شكل قروض أو شراء الأجانب للأوراق المالية (أسهم، سندات) في السوق المالية الوطنية، و هذا النوع من الاستثمار يبحث عن عائد معقول لرؤوس الأموال دون أن يترتب عليه إشراف أو اتخاذ قرارات من قبل الأجانب. إن هذا النوع من أشكال حركة رؤوس الأموال الدولية قد أصبح يشكل المصدر الرئيسي للتمويل

¹ - عبد المنعم محمد مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 602.

² - محمد عبد العزيز عجمية و محمد علي الليثي، مرجع سبق ذكره، ص 251.

على المستوى العالمي خلال العقدین الأخيرین، وعلیه فإنه يبدو الشكل المفضل لیس للبلدان المضيفة له فقط، بل ولأصحاب رؤوس الأموال الأجنبية و ذلك باعتباره سهل التصفية و التخلص منه في حالة الضرورة (كوجود رغبة لدى أصحابه بنقله إلى بلدان أخرى أو تهريبه في حالة توقع حصول أزمة نقدية أو مالية أو مصرفية في البلد المضيف).

3- المنح والإعانات الأجنبية.

تتكون المساعدات الأجنبية من منح لا ترد فهي لا تدخل في نطاق المديونية¹، وإعانات تشمل القروض الطويلة الأجل التي تقدمها الدول المتقدمة أو الهيئات الدولية للدول النامية فهي (الإعانات) تعتبر من أهم مصادر التمويل للدول النامية ذات الدخل المنخفض. فإذا كانت معدلات الفائدة مستقرة نسبياً أي لا تتعرض لتقلبات حادة و إذا وجهت تلك القروض إلى مشاريع تؤدي إلى زيادة الإنتاج، فإن الدول المقترضة تكون قادرة على مقابلة أعباء خدمة الدين، ولكن في الحالة العكسية أين تكون أسعار الفائدة مرتفعة ومتقلبة باستمرار، وإذا وجهت القروض إلى الاستهلاك أو إلى مشروعات لا تحقق إنتاجاً إلا بعد فترة طويلة، فإن هذه العوامل تؤدي حتماً إلى بطء معدل النمو الاقتصادي؛ وإلى عدم القدرة على مقابلة ما يترب على القروض من التزامات (خدمة الدين) وهذا ما حدث فعلاً في الثمانينات في الجزائر².

المبحث الثالث: الأسواق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي

"إن خير الاستراتيجيات هي التي تتلاءم مع الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية السائدة في البلاد"³ إن خلاص الدول المتخلفة من معالم التخلف يقتضي بدهاءة إزالة أسبابه، و لعل احد أسبابه الرئيسية التي ساقها كم كبير من الاقتصاديين في هذا الصدد، تكمن في عدم كفاية رؤوس الأموال المنتجة و تختلف الطرائق الإنتاج في هذه البلاد.

و إذا كان هناك شبه إجماع بين الاقتصاديين على أهمية التكوين الرأس مالي، إلا أنهم اختلفوا في درجة أهمية عنصر رأس المال، فبينما يرى بعض الاقتصاديين أن مشكلة ندرة رؤوس الأموال تعد أحد العوامل المسؤولة عن استمرار أوضاع التخلف. و يرى آخرون أن هذه الندرة تحجب ما عداها من خصائص التخلف و أن رؤوس المال تعتبر محور التنمية الاقتصادية، ويرى الكل انه من الغير متصور إحداث التنمية الاقتصادية من غير التكوينات الرأسمالية، و يقول "MEIR" إن التراكم الرأسمالي ليس كل شيئاً إلا انه يمثل جوهر التنمية و التي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة "

من اجل إحداث التنمية لابد من التعبير في البيان الاقتصادي و أن السبيل إلى ذلك: هو أن يتحقق من خلال جهاز إنتاجي كفاء لتشغيل الموارد العاطلة و إلى فن إنتاجي متقدم.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، المداخل الحديثة في تمويل التنمية الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1988 ص 408.

² - محمد عبد العزيز عجمية و إيمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص 314.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دار النهار، 1996، ص 245.

المطلب الأول : موقع السوق المالية من النشاط الاقتصادي.

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين أحدهما مادية و تتعلق بالتدفقات العينية و الخدمية في شكل انتقال و تداول السلع و الخدمات و مستلزمات الإنتاج .و الأخرى مالية و تتعلق بحركة انتقال و تداول الأصول المالية و قد ترتب على هذا انقسام المعاملات التي تصدر عن أي وحدة اقتصادية إلى معاملات خاصة بالسلع و الخدمات المقترنة بالإنتاج و الاستهلاك و الاستثمار و عمليات أخرى داخلية يترتب عليها دخل أصحاب عناصر الإنتاج نتيجة الاشتراك في العملية الإنتاجية، و عمليات مالية يترتب عليها نقل الموارد المالية من قطاع لآخر، و هنا يمكن تصنيف نوعين من الأسواق¹ :

السوق الحقيقية :

وتشمل سوق السلع الاستهلاكية و الاستثمارية و خدمات عناصر الإنتاج.

السوق المالية:

و تظهر سوق المال نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع معين لبعض الفوائض المالية و التي لا تحتاج إليها في زمن معين و قد ترغب في استثمار هذا الفائض بدلا من الاحتفاظ به في شكل سيولة فائضة تمثل رأس مال عاطل في حين قد توجد من الناحية الأخرى وحدات اقتصادية أخرى تعاني منه عجزا في الموارد المالية و تسعى في طلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي خلال فترة زمنية معينة .و لهذا تلجأ الوحدات ذات العجز إلى الفئة الأولى و هي ذات الفائض و التي تمثل جانب العرض و يتمثل ذلك انتقال الموارد المالية من قطاع للأخر من خلال السوق المالية².

و نعلم أن السوق المالي هو " مجموعة من التدفقات من الأفراد و الهيئات و المؤسسات و كافة قطاعات المجتمع " و ذلك في شكل تيار نقدي أو مالي و بذلك تستقطب المدخرات و يؤدي هذا إلى تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى قطاعات ذات عجز مالي، و هي بذلك تمارس تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع و على تجميعه في مرحلة التوظيفو يعلق الاقتصاديون أهميته دورا كبيرا على دور الوساطة التي تقوم بها السوق المالية أخذا في الاعتبار أن الذي يقوم بالاستثمار في الاقتصاديات الحديثة مجموعة من الأفراد و المؤسسات هم المنتجون.

بينما هناك مجموعة أخرى تقوم بمعظم الادخار المستهلكون و يمكن إن نلخص كل هذا فيما قاله الاقتصاديون و هو رفع معدلات تكوين رؤوس الأموال و توجيه الاستثمارات إلى المجالات التي

تحقق أكبر زيادة ممكنة من الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي يمثلان جوهر السياسة الائتمانية في أي مجتمع³.

1- المقصود بتمويل سوق الأوراق المالية للتنمية :

¹ - سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 246.

² - منى عيسى العيوبطي، التدفقات المالية في الاقتصاد المصري، دار الوفاء، ص 194.

³ - كامل فهدى بشرى، دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي، دار كندى، ص 140.

إن كنا نتحدث عن دور سوق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية , فإنه يتعين علينا أن نحدد منذ البداية المقصود بتمويل التنمية في هذا الصدد إنما ينصرف إلى تمويل الجهاز الإنتاجي الذي يقوم بتشغيل الموارد البشرية والطبيعية والمالية والذي يمثل بصفة أساسية في شركات المساهمة الذي يجري التعامل على أسهمها في أسواق الأوراق المالية.

- هناك ارتباط وثيق جدا بين سوق الأوراق المالية و شركات المساهمة و التي أوضحت ابرز علامات التقدم الاقتصادي في عالمنا المعاصر بما توفر لها من إمكانات قد تعجز عنها بعض الحكومات.
- إذا كان من الثابت أن شركات المساهمة كانت وليدة الثورة الصناعية و أنها وسيلة للتنمية الاقتصادية و نتائجها.

- 2 شركات المساهمة و التطور الاقتصادي :خلصنا مما تقدم أن شركات المساهمة تعد من أهم التنظيمات الاقتصادية التي فرضها التطور الاقتصادي, وهذه الشركات تمثل كيانا اقتصاديا يتعاظم دورها بتعاظم النشاط الاقتصادي للمجتمع و درجة نموه و تقدمه, و لان هذه الشركات لا تقوم على الاعتبار الشخصي للشريك فإن لها وجود مستقل عن الشركاء , فلا تنتهي بخروج الشريك أو وفاته أو إفلاسه الأمر الذي يضمن لهذه الشركات الاستمرارية و يضاعف من أهميتها لقد تغير صورة المحل التجاري و الشركة التجارية بين مختلف الأزمنة السابقة حيث كانت الوحدات الإنتاجية و التجارية صغيرة و فردية لذلك لم تكن في حاجة إلى قدرات مالية و تنظيمية, حيث قال احد الاقتصاديين "جون باتيست ساي": أن الغايات الخاصة بالمشرف على المحل التجاري تهيم على أهداف الشركة¹.

- إن التنمية الاقتصادية في أي بلد تتوقف قدرتها و جهازها الإنتاجي على تشغيل كافة الموارد التي يمتلكها المجتمع, فإن شركات المساهمة تقوم بهذا العمل في زماننا المعاصر و لكن هذا الأمر يختلف في الدول النامية, فشركات المساهمة في هذه البلاد إنما تحسمه هويتها الاقتصادية فمنها من ينتمي إلى النظام الرأسمالي الذي نشأت عليه في حضانتها هذه الشركات و تعاظم فيه دورها.

-و إن الدول النامية بحاجة إلى التوسع في هذه الشركات عن غيرها من الدول التي قطعت شوطا بعيدا في طريق التقدم.

- إن الاعتماد على الذات هو الإطار العام لتحقيق التنمية و الذي يمكن من خلاله تخلص الدول التابعة من وصاية الدول المتبوعة, و لا يتحقق هذا إلا من خلال إنشاء المشروعات الإنتاجية و دعم الجهاز بما يمكنه من زيادة الصادرات و الحد من الاستيراد وموازنة ميزان المدفوعات و الحفاظ بالتالي على قيمة العملة الوطنية من الانهيار. و يمكن تلخيص أهم المزايا التي تتمتع بها هذه التنظيمات الاقتصادية "شركات المساهمة" فيمالي²:

¹ - جمال الدين الشيشي , مرجع سبق ذكره, ص 42- 43.

² - امين لهباني, مجلة البورصات , الكويت , فبراير, 2008 ص 43.

1- تعتبر هذه الشركات وعاء هام تصب فيه مدخرات الأفراد و المؤسسات حيث يجري توظيفها بعد تعبئتها في استثمار مباشر.

2- تتمتع هذه الشركات بمقدرة مالية عالية تتمثل في ضخامة رؤوس أموالها إذ يسمح نظامها القانوني للآلاف الأفراد و المؤسسات بالمساهمة فيما يمكنها من ممارسة أنشطتها بأسلوب متميز يترتب عليها بمزايا أخرى نذكر منها:

-التمتع بمزايا الإنتاج الكبير.

- قدرة المنشآت على تخصيص جزء من استثماراتها للقيام بالبحوث و الدراسات التي تساهم في تطوير الإنتاج.
- قدرة هذه المنشآت على تحمل مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: دور السوق المالي في النشاط الاقتصادي.

يمكن تفصيل الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني الكلي و الجزئي فيما يلي¹:
دور بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي (الوطني):

تؤدي بورصة الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي عدة وظائف , يمكن إجمال أهمها فيما يلي :

- إيجاد سوق مستمرة و حرة لبيع و شراء الأوراق المالية بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية , طلبا للفائدة المتولدة منها أو تغيير النوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر, حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسيل الأصول المالية أو جزء منها بسرعة و سهولة و بأفضل سعر ممكن و بادني تكلفة ممكنة².

-إعطاء مؤشر يوحى عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار و معدلات الادخار يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات , و عروض البيع و طلبات الشراء في سوق المزايمة تتحدد فيها الأثمان و الأسعار من خلال قوى العرض و الطلب و يتم نشرها من قبل إدارة السوق و يعتمد الأفراد و المشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

- استثمار المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشروعات فعن طريق البورصة يتم تحويل مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات و الحكومات حيث تستخدم في إنتاج ما يحتاجه الأفراد.

- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات و المشروعات و إيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي منها المصارف و بيوت التمويل و الشركات و المؤسسات الاستثمارية و المساهمة في تنشيط أعمالها.

- الحكم على كفاءة السياسات النقدية و المالية للدول و تمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية و النقدية بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي و بلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الاقتصادية المتغيرة.

¹ - محمد فتح الله النشار, التعامل بالأسهم, دار الجامعة الجديدة للطباعة , الإسكندرية, 2006 ص 46.

² - شعبان محمد إسلام البر واري , بورصة الأوراق المالية , من منظور إسلامي, دراسة تحليلية نقدية , دار الفكر, دمشق, الطبعة الأولى 2002 , ص 45.

- المساعدة في جذب رؤوس الأموال الخارجية للاستثمار المحلي وفقا لقوانين الاستثمار المحلي و الإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- إتاحة فرص الاستثمار قصيرة الأجل حيث تقوم المؤسسات المالية من المؤسسات الاستثمارية و شركات و المصارف غالبا بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة و هذا التوظيف لا يستغرق في الغالب لأموال المؤسسة فتبقى عندها فائض مالي و لهذا فإنها تقوم باستثماره عن طريق البورصة على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول و السيولة في الوقت الذي يرغبون في التحويل النقد السائل.

- تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي و ذلك بيع و شراء الأوراق المالية لتوفير الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش¹.

2- دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد الجزئي (الأفراد و المؤسسات):

تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد و المؤسسات تتمثل في عدة وظائف تكمن إجمالاً أهمها فيما يلي²:

1- تساعد على تحديد الأسعار وفق مبادئ العرض و الطلب.

2- بيع الحقوق و شرائها: فعن طريق البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة و ذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق و شرائها دون المسا بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض و مبان و آلات و معدات... الخ.

3- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

4- توفير قنوات سليمة للاستثمار و ذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم و ترشيد الإنفاق الاستثماري و تحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

5- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعاً و بدون خسارة في قيمته و يتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة و استقرار أسعارها في البورصة.

6- التأمين ضد تقلبات الأسعار يستفيد من البورصة التاجر و الصانع و الزارع حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحويط أو التغطية بالمضارب مثلاً: يشتري سلعة لبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

7- إيجاد مجال للمضاربة: أن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية و تقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان و المكان. و هي لازمة لاستمرار العمل في

¹ - رستمية قرياقس، الأسواق و المؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية، 1998، ص 46.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 48.

البورصة و لكن تخرج عن وظيفتها و تتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية و بوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار.

8- تعمل على تيسير تداول الأوراق المالية لمن أراد الاستثمار أو أراد السيولة فإن هذه السوق تقوم بتوفير المكان المناسب للمدخر لاستثمار مدخراته و كذا القيام بضمان تسليمها عند توسيع دائرة الاختيار أمام المستثمر و هذا بدوره يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

9- تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انسب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم و سندات مطروحة للتداول¹.

3- دور الأسواق الأولية في تمويل التنمية:

إن السوق المالي ذا أهمية مالية و اقتصادية هامة حيث لا يمكن إحداث التنمية في غيابها و ذلك للأسباب التالية:

- تعد السوق الأولية أحد آليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية و تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

- تمارس السوق الأولية من خلال قيامها بهذا الدور تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع و على توزيعه في مرحلة التوظيف.

تعد السوق الأولية مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال و بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.

- إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية هي ليس نقص مدخرات و لكن مشكلة توجيه هذه المدخرات.

- إن الشركات القائمة و التي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع و التطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال و التجديد أو لرأب الصدع في هياكلها التمويلية ليس أمامها إلا الاتجاه إلى احد المصدرين أما , أولا: سوق النقد أو ثانيا: سوق رأس المال .

- سوق النقد:

و يطلق عليه البعض سوق المعاملات قصيرة الأجل حيث تقوم وحدات الجهاز المصرفي بحكم تخصصها في إقراض النقود أو التجارة في الديون بتمويل منشآت بما تحتاجه من قروض و علاقتها بالعمل في هذه الحالة هي علاقة الدائن بالمدين و تتحمل المنشآت المقترضة بثمن الاقتراض المتمثل في الفائدة المحدد سعرها سلفا حتى لو أسفر نشاطها عن عجز أو خسارة .

- السوق الأولية:

تلجأ المنشآت (تحت التأسيس) إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال و طرحها للاكتتاب العام , بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها و ذلك بعد تقديرها لكافة

¹ - حمود أمين زويل, بورصة الأوراق المالية , دار الوفاء, الإسكندرية, 2000, ص26.

احتياجاتها من الموارد المالية و سواء كان ذلك لمواجهة أي برامج توسعية أو عمليات إحلال و تجديد تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير .و قد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري.

كما أن أسباب التي تدفع المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون و التي قد تنوء بحملها و تعجز عن سداد إقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها و مجمل القول ان بوسع الشركات أن تلجأ إلى احد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال :

- زيادة رأس المال لمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية.

- تحويل جزء الاحتياجات إلى رأس المال.

- تحويل السندات إلى أسهم.

4- دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادي:

هناك إجماع بين أخصائيو الاستثمار و التمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص في قيامها بتسييل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم و السندات .و نظرا لقيام السوق بتلك الخدمة فان المستثمرين يصبحون أكثر استعداد لشراء الأسهم التي تطرح للاكتتاب العام لأول مرة، أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالها كلما إن المستثمرين تغمرهم الثقة أن بوسعهم تسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة و سهولة، و بأدنى تكلفة ممكنة و أعلى سعر ممكن و ذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية و الهيكلية و التشغيلية.

و عليه يمكن أن استنتج إلى :إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن الساحة النشاط الاقتصادي و خاصة في زماننا المعاصر يعنى إصابة الجهاز الإنتاجي بالفشل و الشلل،و تراجع المستثمرين عن الاستثمار و التوقف عن إنشاء المشروعات و توقف عمليات الإنماء الاقتصادي و من خلال هذا يمكن أن نؤكد معه انه لا وجد لشركات المساهمة في غيبة أسواق الأوراق المالية كما انه لا قيمة لهذه الأسواق في غيبة شركات المساهمة فكل منهما لازم من لوازم بقاء الأخرى . إن في حالة السيولة الجديدة لتمويل استثمار آخر فإن ذلك البائع ما كان ليقدم على البيع لو كان استثماره في تلك الفرص البديلة المتاحة .أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فان ذلك يعني ببساطة أن البائع للسهم قد توصل إلى قناعة بأن المنفعة من استهلاك ثمن الأسهم أكثر منفعة من الصبر عليها و الانتقاء باستهلاك العائد السنوي.

و في المنظور الوطني هذا الوضع لا يختلف عن إقدام احد المدخرين على استعمال مدخراته لتمويل استهلاكه بدل من شراء أسهم و هذا قرار مشروع مألوف.

5- دور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي

إن أسواق الأوراق المالية تلعب دورا هام في عجلة النمو الاقتصادي حيث يؤدي وجودها إلى التقليل من كلفة تحريك المدخرات و بالتالي تسهيل الاستثمار بطرق إنتاجية .

كما تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق مناظرة في الاستثمار لأنها تمكن المتعاملين من البيع و الشراء عندما يرغبون و بالتالي تنوع محافظهم الاستثمارية و كذلك أسواق الأوراق المالية عالية السيولة تمكنها من تحسين الرقابة على إدارة الشركات فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدي بلا شك إلى دفع عملية النمو الاقتصادي و كفاءة النظام المالي (أسواق المال, شركات التأمين, صناديق الاستثمار, البنوك,.....) و منشأ أو أصل هذا الارتباط هو انه مع زيادة معدلات النمو يزيد كل من الادخار و الاستثمار و بالتالي هذا يؤدي إلى التحصيل الكفاء لرؤوس الأموال و تنوع النشاط و يرجع ذلك إلى عدة مبررات أهمها¹:

- القطاع المالي هو المسئول على نقل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز في الاقتصاد و بالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال وذلك عن طريق:

- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات و تخصيص المواد فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات و تقييم المشروعات الاستثمارية. كذلك يمكن أن تساهم سوق الأوراق المالية في الرقابة على الشركات وذلك للتأكد أن رؤوس الأموال توظيف بكفاءة إذن فإنها تجبر الشركات على الحرص من اجل مصالح المساهمين.

- تحفز أسواق الأوراق المالية المستثمرين على الاستثمار بأساليب تنطوي على درجة معينة من المخاطرة و بالتالي فهي تنقل الاقتصاد إلى الاستثمارات ذات عائد اكبر وأعلى.

2- و كذلك تؤدي أسواق الأوراق المالية دورين هامين لتمويل الشركات:

- تعمل على التقليل من درجة المخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق ذلك بتوفير السوق الثانوي الذي يمكن الأفراد و المستثمرين من الحصول على أموالهم في أي وقت آخر وذلك بسعر السوق أي أن الشركات التي يكون أداؤها جيد تدفع بأسعار أسهمها إلى الارتفاع و يساعد ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشاد بأسعار السائدة.

و بالتالي يعمل السوق على التخصيص الكفاء للموارد.

- يتحكم القطاع المالي في كمية الموارد التي توجه إلى التكوين الرأسمالي و بذلك يكون القطاع المالي قادرا على الزيادة في معدل نمو الإنتاج و ذلك من خلال دور سوق الأوراق المالية في الاستثمار:

- يمثل عرض الأسواق المالية في سوق الإصدار الأولي الطلب على الاستثمار وهو يعتمد على وجود مناخ استثماري ملائم و فرص استثمارية جيدة و تزيد هذه الأخيرة من الناتج القومي.

أما الطلب على الأوراق المالية فيقرره العائد النسبي على الأدوات المالية مثل ودائع, بنوك و يعكس هذا العائد سعر الفائدة إضافة إلى عامل السيولة و عامل المخاطرة و دور سوق الأوراق المالية كوسيط مالي يتمثل في تجميع المدخرات و توجيهها لتمويل الاستثمار إما صورة اقرض(سندات) أو في صورة أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم).

¹ - جلال إبراهيم العبد , بورصة الأوراق المالية , الدار الجامعية , الإسكندرية , 2005, ص 28-31.

إن الدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية بصفة عامة و يسمى بأثر الثروة و الاستثماري، فأثر الثروة هنا يتمثل في الثروة التي تنتج عن ارتفاع قيمة الأسهم و التي يتم إنفاق جزء على الاستثمار، و يتحقق ذلك من خلال قدرة السوق الثانوية على توفير السيولة الكاملة للإصدارات الأولية، لكل من أسهم و سندات و عليه توقع من المردود النسبي للأوراق المالية الأخرى.

و هذا العائد يعتمد أيضا على درجة المخاطرة كذلك، كما أن بورصة الأوراق المالية تعلن أسعار الإغلاق يوميا، و بذلك توفر مؤشرا للشركات على التوسع في عملياتها عن مقدار التمويل الممكن الحصول عليه مقابل طرح أسهم و سندات جديدة و بالتالي اتخاذ القرار المناسب حول ملائمة توقيت التوسع و يعتبر سعر الفائدة من الأجل الطويل و القصير من أهم أدوات تحليل سياسات بورصة الأوراق المالية.

المطلب الثالث : تجارب البورصات العالمية:

لاشك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قد قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال ، حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة ، وذلك بفضل دقة المعلومات المقدمة عن الشركات المقيدة في البورصة و أوضاع السوق عامة . إضافة إلى دور التكنولوجيا و الاتصالات في معالجة المعلومات لخدمة القرارات ، و تقليل المخاطر، كل هذه المميزات تسمح بقيام بورصات مالية متطورة التي تعمل في الأخير لصالح الاقتصاد و تنميته ، و من أهم البورصات العالمية نذكر :

1- البورصة الأمريكية¹: تحتل أسواق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، و يشهد على ما هو موجود في وول ستريت American exchange Stock ، ومجلس شيكاغو للتجارة Trade Board Chicago ، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلية والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينيات.

في نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس المال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، تقدم أفكارا جزئية، وقد كان دورها مشهورا خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة أبل Apple وأيضا نسدك NASDAQ والتي تتعامل الكترونيا مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي، تشيس مانهاتن، كوداك أم.بي.أم. الخ .

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية²:

- الكفاءة المرتفعة.

- نظام معلومات مالية متقدم كتقارير البورصة والربط الالكتروني.

¹ - فريد النجار ، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية - مصر ، 1999 ، ص 111.

² - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 115. ال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005، ص 28-31.

- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية.
- تأمين المعاملات بالبورصة كجهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية.
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانوية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.
- 2 البورصات الأوروبية : تؤكد اتفاقية الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية و تعتبر بورصات إنجلترا و هولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا و إيطاليا التي كانت حكومية القرار و تؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيود في التعامل في البورصات و تطبيق نظام الاختصاص المالي و توحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية و تسعى الاتفاقية إلى القضاء على معوقات التي تحول دون الربط من خلاله¹ :
- القضاء على عقبة نقص المعلومات على كل بورصة.
- إلغاء أو تقليل معدل الضرائب على عائد الأوراق المالية.
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة (العملاء الدوليين)
- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات.
- إلغاء القيود التنظيمية و الإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية.
- تشجيع التخصصية لزيادة تدفقات الأوراق المالية (أدوات جديدة) في البورصات الأوروبية.
- توحيد شروط التداولات و التسجيل في البورصات الأوروبية. و فيما يلي أهم البورصات الأوروبية:
- 1-2 بورصة لندن² : تعتبر بورصة لندن من أكبر البورصات الأوروبية و العالمية و ترجع ذلك لتداول سندات الشركات الأجنبية الكبيرة فيها , حيث نجد أن معظم السندات الصادرة في السوق المالي الدولي مقيد هناك و قد بلغت قيمة السندات المقيدة فيها بما لا يقل عن 300 مليار دولار و هذا إن دل على شيء فإنه يدل على أهمية هذه البورصات في تكوين السوق المالي و أهميتها بالنسبة للاقتصاد . و يمكن القول أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام 1986 مما أطلق عليه ثورة خلق العالم Bong Bing فمنذ هذا التاريخ و هي في مواجهة منافسة شرسة من وول ستريت و طوكيو . أخذت لندن في تحرير السوق المالي خاصة في مجال التشريعات و القيود المفروضة على الممارسين و تتميز بنظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة و في بورصة لندن يجب الإشارة إلى سوق هام يعرف باسم market SECURITIES UNITED حيث يتم في هذا السوق تمويل الشركات متوسطة الحجم و يعد بمثابة سوق ثانوية.
- 2-2 البورصة الفرنسية: لا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية و إن تسجيل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة بالأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة و تتعامل بورصة باريس في الأوراق المالية ذات عائد ثابت (سندات) و تحدد الحكومة شروط لتسجيل الأوراق المالية الأجنبية و كيفية

¹ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 117 .

² - عبد المعطي رضا أرشيد و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 84.

تداولها في البورصات و يقلل نشاط البورصات القيود الإدارية و الضرائب ذات المعاملة التسعيرية و الإجراءات المفروضة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية لأسواق المال الفرنسية. و دعمت إدارة الاقتصاد الفرنسية مؤخرا إلى الأخذ بتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية على النحو التالي:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.

- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة.

- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.

- جذب الاستثمارات الدولية.

- زيادة ساعات التداول في البورصة.

- زيادة المعلومات للمستثمرين.

- تخفيض الرسوم و الضرائب على الأوراق المالية.

- إعطاء حريات للوسطاء الماليون للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.

3- البورصات اليابانية: تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل: صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات.

3-1 نشأة بورصة اليابان وخصائصها:

تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868- 1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1930 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو ولوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثماني بورصات محلية هي: طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى تحقيق بورصة طوكيو 87% من حجم التداول، وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية¹

وفيما يلي بعض خصائص البورصات اليابانية:

- انخفاض المخاطر.

- تنوع الأوراق المالية المتداولة.

- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.

- انتشار الوعي الاستثماري.

- استقرار التداول في البورصات اليابانية.

¹ - فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 133.

- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.
 - اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
 - تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
 - تدويل البورصات اليابانية.
 - تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية .
 - مكنته العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.
 - بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.
 - وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
 - الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.
- 3-2 تدويل السوق المالية اليابانية

حصل التطور السريع الذي عرفه السوق المالي الياباني على مستوى الدولي في اتجاهين مختلفين:

الاتجاه نحو الخارج: كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات، وقد حدث بواسطة Depository American R.D.A Receipts، على أثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريصة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو الدولار، وحتى هذا الحين تقوم R.D.A بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية .

في عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفردين على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام 1981 سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول. ولا يزال عدد الشركات اليابانية في تصاعد حيث تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري، الدولار، واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة أكثر فأكثر في الأسواق المالية الدولية. وفي عام 1961 كانت هناك ستة (06) بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعاً ومكتباً تمثيلية، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج 23 بنكا، تمارس نشاطها عبر 131 فرعاً، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية التي تمارس نشاطها خارج اليابان تواصل أيضاً باطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها، وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية في مسارها، وعلى غرار المصارف كانت الاستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية في تزايد مستمر. وابتداء من عام 1965 حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكانتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضاً تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي 10% من مداخلها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضواً في بورصة نيويورك بدأ من عام 1981.

الاتجاه نحو الداخل: ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 وذلك من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار المباشر أو غير المباشر.

وفي نهاية عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية.

وما تجدر الإشارة إليه أنه خلال عام 1980 تم تبادل ما قيمته 7000 مليار من الأوراق المالية الأجنبية 86% كانت سندات و14% كانت أسهم والابتكار الهام الذي حدث في عام 1982 تمثل في بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية للأوراق التجارية وشهادات الإيداع الأجنبية التي يقوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانية القصيرة الأجل.

ووردا على تدويل سوق الأوراق المالية باتجاه الداخل حصلت العديد من البيوت الأوراق المالية الأجنبية منذ عام 1972 على إذن بفتح فروع لها في اليابان، كما أن أحدها قد استطاع في منتصف الثمانينيات أن يصبح عضوا في بورصة طوكيو.

خلاصة:

- لقد قمت بدراسة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية و خلصت إلى النقاط التالية:
- التنمية كعمل تقدمي يهدف إلى الرفاهية و الإرتقاء بالمجتمع نحو الأفضل يمكن أن يتحقق عن طريق الإعتماد على القوى الذاتية للمجتمع، و إحداث التوازن بين مختلف القطاعات الإقتصادية و هذا لتحقيق النمو و لضمان التنمية المستدامة.
 - يعتبر التمويل العامل الأساسي في عملية التنمية الإقتصادية و هو يتأثى من عدة مصادر داخلية و خارجية على حسب الأهداف التنموية المسطر لها، و كل ذلك يتحقق إما عن طريق إتباع نظام التمويل المناسب لها سواء كان نظام تمويل مباشر أو غير مباشر.
 - تمارس الأسواق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الإقتصادي ، فهي المرآة العاكسة لحالة الإقتصاد من زيادة أو تباطؤ و هذا ما يمكن قياسه عن طريق عدة مؤشرات وضعت لهذا الغرض.

الخاتمة

إن الهدف المرجو من خلال قيامي بهذه الدراسة هو توضيح مدى تأثير سوق الأوراق المالية على دعم التنمية الاقتصادية مع الإشارة إلى بورصة الجزائر كعينة للدراسة، وهذا من خلال محاولة الإحاطة بكل ما يمكن أن يعزز هذا الدور في المستقبل مع الإشارة إلى حجم العراقيل التي تصادفها في إتمام الدور المنوط بها في المجال الإقتصادي، حيث تعرضنا في دراستنا إلى المحاور التالية: عرض مفاهيم نظرية عامة حول الأسواق المالية من حيث إظهار ماهيتها، وظائفها والأهمية التي تحضى بها، وتحديد العوامل المكملة لنجاحها إضافة إلى المتطلبات الرئيسية لقيامها، إضافة إلى الأدوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق من الأدوات المالية قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو الأوراق المشتقة، إضافة إلى كيفية تحقيق كفاءة السوق من خلال إبراز مفهوم وأنواع الكفاءة و مستوياتها. بعدها تم إظهار نوع العلاقة الموجودة بين الأسواق المالية و عملية دعم التنمية الاقتصادية إذ تبين من خلال ذلك وجود رابط قوي بين هاذين المتغيرين، فالتنمية الاقتصادية لا تتحقق بوجود سوق مالي غير كفاء و غير متطور، خاصة أن السوق المالي هو القناة التمويلية التي تساهم في تعبئة المدخرات من الأفراد الطبيعيين و المعنويين ثم تقوم بعد ذلك بتوزيعها على طالبها في الوقت و بالتكلفة المناسبة، فهذه المرونة في التمويل لا تتحقق إلا في السوق المالي.

بورصة الجزائر سوق مالي ناشئ تشرف على تنظيمه هيئات محددة من قبل المشرع الجزائري، يتم تداول أوراق مالية محددة فقط به، ويخضع نظام إدراج الشركات و الوسطاء فيه و الأدوات المالية إلى أطر و تنظيمات محددة في القانون و في النظام العام للبورصة. ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع خلصنا إلى النتائج التالية:

- السوق المالي هو أحد أهم ركائز الإقتصاد، إذ أنه يتميز بالدور الريادي في عمليات تمويل الإستثمارات و المشاريع للوحدات التي تعاني من عجز التمويل.
- تنوع الأوراق المالية في السوق المالي أداة جد هامة لتحقيق التوازن و التكامل بين كل طلبات المتدخلين سواء كعارضين أو كطالبين لها وذلك يتحقق إما باللجوء إلى سوق النقد أو سوق رأس المال.

النتائج :

بعد معالجاتي لهذا البحث تم الوصول إلى بعض النتائج التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- تعمل السوق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.
- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختباره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.

- تساهم الأسواق المالية في تحقيق التقلبات الاقتصادية من شأن ذلك أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي و من ثم مستويات الرفاهية الاقتصادية نتيجة التلاعب في السوق و المضاربة العشوائية.

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار.

المقترحات:

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز العقبات التي مازالت في وجه تطور السوق الاوراق المالية:

- تشجيع الادخار وتوجيهه نحو بورصة من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة؛

- اتخاذ قرارات حازمة بشأن خصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة وفتح رأسمالها بنسب كبيرة عبر عروض عامة للادخار كي يسهل على صغار المدخرين المساهمة فيها؛

-تشجيع المؤسسات الخاصة للدخول في البورصة، وذلك بإيجاد مكنيزمات وحوافز (الاستفادة من الخبرات الأجنبية)؛

- إصلاح القطاع المالي (المصارف والمؤسسات المالية...)، وذلك بخصصة بعض البنوك مثلاً...، وزيادة المراقبة الدقيقة عليها لمنع الاختلاسات، حيث سيساهم النظام المالي الملائم في تطور المؤسسات الاقتصادية وتطورها، وبالتالي تطور السوق المالية ؛

- تحضير وتمهئة المحيط الاقتصادي المناسب والملائم للسير الحسن لسواق المالية وانتعاشها وتطورها، كالتحكم في التضخم، ومحاربة السوق الموازي وترقية القطاع الخاص؛

- نشر ثقافة البورصة لدى عامة الجمهور وتطويرها على مستوى البنوك والمؤسسات والمتعاملين، وذلك باستخدام كافة الوسائل المتاحة؛

هذه التوصيات مرتبطة بتوفر إرادة سياسية حقيقية لإنجاح الإصلاحات الاقتصادية وفي الأخير نتمنى أن تكون هذه الدراسة قد ساهمت ولو بقدر ضئيل في إعطاء صورة عن السوق الاوراق المالية، وأهم وظائفها ومكانتها ودورها في التنمية الاقتصادية .

قائمة المصادر و المراجع

قائمة المصادر والمراجع:

اللغة العربية:

- 1- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002.
- 2- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى 2004.
- 3- حمزة محمود الزبيدي، إدارة الاستثمار والتمويل، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 4- محمد صالح الحناوي، جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 5- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2005.
- 6- احمد أبو الفتوح على الناقه ، نظرية النقود والأسواق المالية ، الطبعة الأولى. مكتبة الإشعاع الفنية مطابع المعمورة – بحري – الإسكندرية 2001 .
- 7- رسمية قرياقس ، اسواق المال ، الطبعة الأولى دار الجامعية الاسكندرية 1999 .
- 8- محمد أيمن عزت الميداني ، " الإدارة التمويلية" ، العبيكان للنشر، الرياض ، السعودية، الطبعة الثالثة، 1999 .
- 9- السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير" ، دارالفكر للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 10- هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للناشر، عمان الأردن، طبعة 2009
- 11- محمد يوسف، " البورصة "، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت ، لبنان، الطبعة الأولى، 2004.
- 12- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية (الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2005 .
- 13- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية (من منظور إداري ومحاسبي)، دار طيبة للنشر والتوزيع، 2004.
- 14- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002.
- 15- عبد المعطي رضا أرشيد و آخرون الأوراق المالية و مفاهيم و تطبيقات دار زهران للنشر و التوزيع 1998 ص 22، 24.
- 16- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004.
- 17- مصطفى محمد عبده، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة (منهج التحليل الأساسي) كليوباترا للطباعة و الكومبيوتر القاهرة الطبعة الأولى 2001.

- 18- صلاح الدين حسن السيدي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003.
- 19- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية "الواقع و الأفاق" أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير – جامعة الجزائر – السنة 2002-2003.
- 20- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية "أسهم – سندات-وثائق استثمار- الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003.
- 21- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، 2001.
- 22- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس بدون تاريخ نشر.
- 23- صلاح الدين حسن السيدي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003.
- 24- عبد الله بن محمد الرزين " الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة " بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس لإقتصاد المعرفة و التنمية الإقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، يومي 16-1426/18هـ.
- 25- محمد الحناوي والآخرون، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وإدارة المخاطر دار الفكر الجامعي، مصر، الطبعة 2007.
- 26- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، طبعة 2005.
- 27- السيد متولي عبد القادر: "الأسواق المالية و النقدية في عام متغير"، دارالفكر للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى.
- 28- هوشيار معروف، "الإستثمارات و الأسواق المالية"، الصفاء للناشر، عمان، الأردن، طبعة 2009.
- 29- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2001.
- 30- محمد مدحت مصطفى و سهير أحمد، "النماذج الرياضية للتخطيط و التنمية"، مكتبة الإشعاع للنشر، مصر، طبعة 1999.
- 31- محمد عبد العزيز عجمية، محمد الليثي، "التنمية الاقتصادية"، الإسكندرية الدار الجامعية، 2001.
- 32- إسماعيل عبد الرحمان، حربي عريقات، " مفاهيم و نظم إقتصادية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 33- مصطفى حسين و محمد شفيق الطنيب و أمية بدران، أبعاد التنمية في الوطن العربي، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، 1995.
- 34- حسين عبد الحميد أحمد رشوان، " التنمية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، طبعة 2009.

- 35- محمد عبد العزيز عجمية و إيمان عطية ناصف, التنمية الاقتصادية (الدراسة النظرية و التطبيقية) , كلية التجارة , جامعة الإسكندرية, 2003.
- 36- دحت القرشي , التنمية الاقتصادية , نظريات و سياسات و موضوعات , دار وائل للنشر , الأردن, الطبعة الأولى , 2007.
- 37- إسماعيل شعباني , مقدمة في اقتصاد التنمية, دار هومة للنشر و التوزيع , الجزائر, 1997.
- 38- نائل عبد الحفيظ العوامله, " إدارة التنمية " , زهران للنشر , عمان, الأردن , طبعة 2009.
- 39- عبد المطلب عبد الحميد, التمويل المحلي , الدار الجامعية , مصر 2001.
- 40- عبد النعيم محمد مبارك , مبادئ علم الاقتصاد , دار الجامعية 1999 , بدون مكان نشر.
- 41- محمد توفيق سعودي , الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري, الطبعة الأولى دار الأمين للطباعة, مصر, 2002.
- 42- احمد صلاح عطية , محاسبة الاستثمار و التمويل في البنوك التجارية , الدار الجامعية , الإسكندرية, 2003-2002 .
- 43- الراوي خالد وهيب, العمليات المصرفية الخارجية , الطبعة الثانية , دار المناهج للنشر و التوزيع, عمان, 2000.
- 44- سمير محمد عبد العزيز, المداخل الحديثة في تمويل التنمية الاقتصادية, مؤسسة شباب الجامعة, الإسكندرية, 1988.
- 45- بخراز يعدل فريدة, تقنيات و سياسات التسيير المصرفي , ديوان المطبوعات الجامعية , الجزائر , 2000.
- 46- سمير عبد الحميد رضوان, أسواق الأوراق المالية, دار النهار , 1996, ص 245 .
- 47- جمال الدين الشيشي , صندوق النقد العربي , عن دور الأسواق المالية , دار الوفاء.
- 48- منى عيسى العيوطي, التدفقات المالية في الاقتصاد المصري, دار الوفاء.
- 49- كامل فهمي بشرى, دور الجهاز المصرفي في التوازن المالي, دار كندى, ص 140.
- 50- محمد فتح الله النشار, التعامل بالأسهم , دار الجامعة الجديدة للطباعة , الإسكندرية, 2006.
- 51- شعبان محمد إسلام البر واري , بورصة الأوراق المالية , من منظور إسلامي, دراسة تحليلية نقدية , دار الفكر, دمشق, الطبعة الأولى 2002 .
- 52- رستمية قرياقس , الأسواق و المؤسسات المالية , جامعة الإسكندرية, 1998.
- 53- حمود أمين زويل, بورصة الأوراق المالية , دار الوفاء, الإسكندرية, 2000.
- 54- فريد النجار , البورصات و الهندسة المالية , مؤسسة شباب الجامعة , الإسكندرية – مصر 1999 .

باللغة الأجنبية :

55.Gallen Spencer Hull, A Small Business Agenda : trends in a global economy, 1986, univesity press of america,INC.

56.Lawrence GITMAN, Michel JOEHNK, Investissement et marchés financiers, Pearson éducation France, 9e édition 2005,

57.Olivier PICON, La bourse (ses mécanismes, gérer son portefeuille, réussir ses placements), 14e édition, Encyclopédie DELMAS 2000.

58.Philippe SPIESER, Information économique et marchés financiers,Economica 2000, Pris,

2- رسائل الماجستير وأطروحات الدكتوراه:

59 - لعبادي شيحة، فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر.

60- زرنوح ياسمينه ، " إشكالية التنمية المستدامة في الجزائر – دراسة تقييمية " ،رسالة ماجستير،العلوم الإقتصادية ،الموسم الجامعي 2006،2005،ص 21-25.

3- المجلات:

61- امين لهباني, مجلة البورصات , الكويت , فبراير, 2008 ص 43.