

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
الشعبة: علوم التجارية التخصص: مالية و تجارة الدولية

العنوان: العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة
دراسة حالة الأسواق المالية العربية

تحت إشراف الأستاذ:

بن حمو عبدالله

مقدمة من طرف الطالب:

شيبان رمضان

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الاسم واللقب	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	برياطي حسين	أستاذ محاضر "ب"	جامعة مستغانم
مقررا	بن حمو عبدالله	أستاذ محاضر "ب"	جامعة مستغانم
مناقشا	ولد سعيد محمد	أستاذ مساعد " أ "	جامعة مستغانم

السنة الجامعية: 2018/2017

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

أمي الغالية وأبي العزيز.....

إخوتي و أخواتي الغاليين على قلبي متمنيا لهم النجاح في مشوار الحياة.....

عائلة أخي زوجته وأبناؤه " حسام، مروى، عبد الرحمان".....

كل العائلة " شيبان " كبيرها و صغيرها.....

أصدقائي "عمر، علي، صالح، مراد، عبد الله، يسعد، حمدي ، الجيلالي.....

كل دفعة التخرج، خاصة تخصص مالية و تجارة دولية دفعة 2018/2017.....

كل من أحبني بصدق و وفاء.....

شيبان رمضان.

كلمة شكر وتقدير

أشكر الله عز وجل على توفيقه لإتمام هذا العمل الذي أدعو الرحمن أن يجعله عملاً مقبولاً.

أتقدم بالشكر الجزيل والعرفان لأستاذي الفاضل بن حمو عبدالله أطال في عمره لقبوله الإشراف على هذا البحث، وعلى توجيهاته القيمة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد وأنقدم بأسمى معاني التقدير إلى الأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة ومناقشة المذكرة وعلى النصائح الوجيهة.

وشكراً.

الفهرس

الصفحة	البيان
	شكرو تقدير
	الاهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
01	مقدمة عامة
04	الفصل الأول : العولمة و العولمة المالية
04	تمهيد
05	المبحث الأول : أساسيات العولمة
05	المطلب الأول : مفهوم العولمة
06	المطلب الثاني : مراحل العولمة
08	المطلب الثالث : أشكال العولمة
10	المبحث الثاني : العولمة المالية
10	المطلب الأول : تعريف العولمة المالية و أسسها
13	المطلب الثاني : أسباب ظهورها
15	المطلب الثالث : متغيرات الأساسية للعولمة المالية
17	المبحث الثالث : آثار العولمة المالية
17	المطلب الأول : الآثار الإيجابية و السلبية للعولمة المالية
19	المطلب الثاني : مخاطر العولمة المالية
20	المطلب الثالث : أساليب مواجهة مخاطر العولمة المالية
22	خاتمة الفصل
23	الفصل الثاني : الأسواق المالية و تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة
23	تمهيد
24	المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية
24	المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و أهميتها
26	المطلب الثاني : مكونات الأسواق المالية
30	المطلب الثالث : مرتكزات السوق المالية
33	المطلب الرابع : كفاءة الأسواق المالية
36	المبحث الثاني : الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
36	المطلب الأول : الأسهم

38	المطلب الثاني : السندات
40	المطلب الثالث : المشتقات المالية
43	المطلب الرابع : الفرق بين الأسهم و السندات
44	المبحث الثالث : تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة
44	المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية الناشئة
46	المطلب الثاني : مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التوزيع الدولي
47	المطلب الثالث : مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة
49	المطلب الرابع : تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة
53	خاتمة الفصل
54	الفصل الثالث : أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية
54	تمهيد
55	المبحث الأول : عموميات حول البورصة
55	المطلب الأول : مفهوم البورصة وأهميتها
56	المطلب الثاني : شروط إقامة بورصة فعالة
58	المطلب الثالث : أنواع ووظائف البورصة
61	المطلب الرابع : إدارة البورصة ومرتكزاتها
64	المبحث الثاني : نماذج من البورصات العربية (مصر ، الأردن ، الجزائر)
64	المطلب الأول : سوق المالي في مصر (النشأة ، التشريعات ، آلية العمل فيه)
68	المطلب الثاني : بورصة عمان (الأردن) ، (النشأة ، التشريعات ، آلية العمل فيها)
71	المطلب الثالث : بورصة الجزائر (النشأة ، التشريعات ، آلية العمل فيها)
74	المطلب الرابع : مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية (مصر ، الأردن ، الجزائر)
76	المبحث الثالث : أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية
76	المطلب الأول : واقع الأسواق المالية العربية
78	المطلب الثاني : سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية
80	المطلب الثالث : تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية
83	المطلب الرابع : تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية العربية
87	خاتمة الفصل
88	خاتمة عامة
	قائمة المراجع

قائمة الجداول.

الصفحة	العنوان	رقم
15	مقارنة بين إقتصاد الاستدانة وإقتصاد الأسواق المالية	1-1
43	مقارنة بين السهم والسند	1-2
45	قائمة الأسواق المالية الناشئة	2-2
47	تدفقات رؤوس الأموال بإتجاه الأسواق المالية الناشئة (1997/1990)	3-2
52	الخسائر في القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة بين 2007 و 2008	4-2
52	الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الناشئة بين 2007 و 2008	5-2
82	أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007	1-3
84	مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008	2-3

قائمة الأشكال.

الصفحة	العنوان	رقم
30	مكونات الأسواق المالية	1-2
85	الحجم النسبي لأسواق المالية العربية خلال عام 2008	1-3

مقدمة علمية

شهد الربع الأخير من القرن العشرين، وفي العقد الأخير على وجه الخصوص ظهور العديد من التغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة، حيث تحول الاقتصاد العالمي من أطراف مترامية إلى قرية صغيرة متنافسة بحكم ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فأصبح هناك سوق واحد لا يقتصر الفاعلون فيه على الدول والحكومات بل انضم إليهم العديد من المنظمات الاقتصادية العالمية مثل المنظمة العالمية للتجارة و صندوق النقد الدولي إضافة على الشركات متعددة الجنسيات.

لقد أفضت التغيرات السابقة في النظام الاقتصادي العالمي إلى شيوع مفهوم جديد هو مفهوم العولمة أو الكوكبية (Globalisation) ورغم أن اغلب جوانب هذه الظاهرة مثل العولمة الاقتصادية والسياسية والثقافية هي ظواهر قديمة، فإن العولمة المالية جديدة النشأة وتتمثل في تدويل مصادر التمويل والسيطرة على الادخار، حيث يرى الكثير من الاقتصاديين أن البداية الحقيقية للعولمة المالية كانت بعد انهيار نظام بريتون وودز (1971-1973) والدخول في نظام تعويم أسعار صرف العملات، حيث عرف العالم على الصعيد المالي في هذه الفترة أكبر فائض مالي في تاريخ النظام الرأسمالي، والذي كان يندرباندلاع أزمات مالية خطيرة في ظل محدودية استيعاب قطاع الإنتاج الفعلي لهذا الفائض، وكذلك في ظل القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال.

ولكن مع تعاظم ظاهرة التدويل المطرد على كافة الأصعدة الإنتاجية، التسويقية، التكنولوجية والإعلامية، تولدت عوامل ضاغطة في اتجاه عمليات التحرير المالي، فتبنت معظم الدول الاشتراكية سابقا و الدول النامية سياسات الانفتاح المالي طواعية أو تحت ضغوط حثيثة من صندوق النقد الدولي والدائنين كشرط أسامي ضمن إعادة جدولة الديون الخارجية ومنح القروض الجديدة.

وفي ظل ظاهرة العولمة المالية، شهدت الأسواق المالية تطورا سريعا وكبيرا، بحيث أصبحت الأسواق المالية ضرورة ملحة في اقتصاديات الدول باعتبارها مكان يعكس إلى حد بعيد فعالية السير المالي والإداري لمختلف المشروعات الاستثمارية.

وتعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات التمويلية خاصة في الدول الأكثر تقدما في العالم، جاعلة إياها في قمة الهرم المالي، لذلك سعت كثير من الدول النامية إلى إنشاء أسواق مالية أو بورصات لقيم منقولة لجلب رؤوس الأموال، ولمواكبة التطورات والتحويلات التي يعرفها العالم.

وفي السنوات الأخيرة أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا، حيث زادت التدفقات المالية بين الأسواق المالية. ويمكن للعولمة المالية أن تؤثر على حركة تنقل رؤوس الأموال فيما بينهما.

طرح الإشكالية :

من خلال العرض السابق يمكن طرح الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة ؟

الأسئلة الفرعية :

إن الإشكالية الرئيسية تتفرع عنها مجموعة من التساؤلات الفرعية يمكن صياغتها على النحو التالي :

1- ما هو مفهوم العولمة المالية وآثارها على اقتصاديات الدول ؟

2- ما هو مفهوم الأسواق المالية الناشئة وآثار العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة ؟

الفرضيات :

لإجابة على الإشكالية و التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات التالية :

1- للعولمة المالية آثار إيجابية وسلبية على اقتصاديات الدول .

2- تؤثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة إيجابا و سلبا.

أسباب اختيار الموضوع :

هناك عدة أسباب لاختيار الموضوع :

- قلة الدراسة حوله .

- بحكم تخصص فإن هذا الموضوع له صلة بتخصص مالية وتجارة دولية .

- دافع الشخصي في اثناء رصيدي العلمي حول الموضوع .

أهداف دراسة الموضوع :

تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف والتي تتمثل في :

- معرفة مدى تأثير العولمة المالية على اقتصاديات الدول (خاصة الدول النامية)، واستخلاص التجارب .

- معرفة مدى تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة .

المنهج المتبع :

اعتمدنا في معالجة هذا الموضوع على المنهج الوصفي في الجانب النظري اما الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على المنهج التحليلي .

أهمية الدراسة :

يستمد هذا البحث أهمية كبيرة في اقتصاد أي دولة ، وخاصة تتبع أداء الأسواق المالية الناشئة (الدول النامية) وما تواجهه من تحديات وانعكاسات في ضوء التغيرات والمؤتمرات التي أحدثتها العولمة المالية .

تقسيم البحث :

لتسهيل دراسة الموضوع فسم البحث إلى ثلاثة الفصول :

الفصل الأول :

في هذا الفصل نتطرق إلى المرتكزات النظرية للعولمة المالية من خلال تقسيم البحث إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول أساسيات العولمة و المبحث الثاني ماهية العولمة المالية و المبحث الثالث آثار العولمة المالية .

الفصل الثاني :

نتطرق في هذا الفصل إلى الأسواق المالية وتأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث ، المبحث الأول ماهية الأسواق المالية و المبحث الثاني الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية و المبحث الثالث تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة .

الفصل الثالث :

نتطرق في هذا الفصل إلى دراسة حالة أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية ، وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول عموميات حول البورصة أما المبحث الثاني نماذج من البورصات العربية (مصر، الأردن ، الجزائر) ، و المبحث الثالث أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية .

الفصل الأول :

العولمة والعولمة المالية

تمهيد:

شهد الربع الأخير من القرن العشرين وفي العقد الأخير على وجه الخصوص، بزوغ العديد من التغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة، حيث تحول الاقتصاد العالمي من أطراف مترامية إلى قرية صغيرة متناسقة بحكم ثروة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فأصبح هناك سوق واحد لا يقتصر الفاعلون فيه على الدول والحكومات بل ينظم إليهم العديد من المنظمات والشركات متعددة الجنسيات، وبرزت ظاهرة التكتلات الاقتصادية العملاقة التي يسعى كل منها إلى اقتناص الفرص ومواجهة التحديات بإزالة جميع القيود وتحرير المعاملات في ظل نظام السوق، أفضت هذه التغيرات في النظام الاقتصادي العالمي إلى شيوع مفهوم جديد وهو مفهوم "العملة المالية" التي تعتبر عنصرا واحدا من عناصر العملة الذي تمتد أبعدها إلى العملة السياسية، عملة الاجتماعية، عملة ثقافية... إلخ ولا أحد يتصور حتى الآن حجم التأثير الذي أحدثه ويحدثه تيار العملة وباعتبار العملة المالية هي جانب القوة والهيمنة في تيار العملة بشكل العام، وقد حاولنا في هذا الفصل أن نقوم بدراسة عامة للعملة والعملة المالية حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى أساسيات العملة وأما المبحث الثاني تطرقنا إلى العملة المالية، وبالنسبة للمبحث الثالث تطرقنا إلى آثار العملة المالية.

المبحث الأول: أساسيات العولمة.

تعد العولمة من أكثر القضايا الذي اختلف حوله المتخصصون أي كان تخصصهم، فقد تزايد الحديث عن مختلف جوانبها، وتعددت التعاريف والتسميات بشأنها، واختلفت الآراء في مراحل تطورها وأشكالها، وهذا ما سنتطرق إليه في مبحثنا هذا.

المطلب الأول: تعريف العولمة.

ولم يتفق على تحديد تعريف واحد شامل جامع لها نظرا لتشعب المحتوى الفكري **globalisation** لقد تعددت للمفهوم وامتداده من الناحية مجالات التطبيق الى العديد من الجوانب الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية، التكنولوجية، المعلوماتية ومن ناحية المستويات فإن هذا المفهوم وخاصة في الجانب الاقتصادي أخذ بنشر على كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية ويمكن القول أن صياغة تعريف دقيق للعولمة تبدو مسألة شاقة نظرا لتعدد تعريفاتها والتي قد تتأثر أساسا بانحيازات الكتاب والباحثين والمفكرين واتجاهاتهم إزاء العولمة رفضا أو قبولا. وإذا أردنا أن نقترح من صياغة تعريف شامل للعولمة فلا بد أن نأخذ في الاعتبار ثلاث عمليات تكشف عن جوهرها.¹

للعولمة الأولى تتعلق بانتشار المعلومات بحيث تصبح متاحة لدى جميع الناس، أما العملية الثانية فتتعلق بإزالة الحدود بين الدول، والعملية الثالثة هي زيادة معدلات التشابه بين الجماعات والمجتمعات والمؤسسات في ما يلي ندرج أهم التعريفات التي وردت للعولمة.

1- العولمة هي تعميم الشيء وتوسيع دائرته ليشمل العالم كله يقول عولمة الشيء يجعله عالميا.²

2- أما صندوق النقد الدولي فقد عرف العولمة في تقريره "أفاق الاقتصاد العالمي" بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول بوسائل منها زيادة الحجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك من خلال سرعة وانتشار التكنولوجيا.³

3- أما إسماعيل صبري فيستخدم مصطلح الكوكبة يدل من العولمة اعتمادا على الكلمة الإنجليزية **global** بمعنى الكرة الأرضية وليس كلمة العالم **world**، والمقصود هنا التداخل لواضح الأمور الاقتصاد والسياسة والثقافة والاجتماع والسلوك دون اعتبار بذكر الحدود السياسية للدول والائتمان لوطن محدد، وهي درجة من درجات تطور النظام الرأسمالي العالمي.

¹ عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، دار الجامعة، الإسكندرية مصر، 2001، ص 20.

² ممدوح محمود منصور، دراسة المفهوم الظاهرة والأبعاد، مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، 2003، ص 11.

³ تقرير الصندوق النقد الدولي، العولمة الفرص والتحديات، ص ن د، واشنطن، 1997.

4- بينما يتصرف مفهوم العملة عند الأنكاد إلى زيادة تفاعل الدولة في التجارة العالمية والاستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال. كما زاد من عمليات العملة وتحفيزها إلغاء القيود على تدفق رأس المال.¹

ويرجع مهدي الحافظ عدم تبلور المفهوم الفكري والعلمي للعملة إلى أساسيات عدة منها الخضوع إلى منهج ذاتي في التحليل والرغبة في تركيب مسلمات ايديولوجية معنية بالإضافة على إغفال أو غرض النظر عن معطيات أو وقائع جديدة في عملية التطور والتي من شأنها أن تكون أساسا جوهريا لنشوء العملة واتساعها.

وعلى ضوء كل التعريفات دكتور عبد الحميد عبد المطلب² بأن العملة لا تخرج من كونها سمة الرئيسية التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد والتي حولت العالم إلى قرية عالمية متناقصة الأطراف تختفي فيها الحدود السياسية للدول القومية ويتفق في إطارها الفاعلون الرئيسيون من دول وتكتلات اقتصادية ومن منظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات على أسس وقواعد لخلق أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي وتكوين أشكال جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبر في هذه الحالة الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من تناقضات.

المطلب الثاني: تطور العملة.

المرحلة الأولى: المرحلة الجنينية.

يمكن القول أن المرحلة الجنينية للعملة ترجع إلى صفحات الفراغ سواء في رحلاتهم إلى البلد الصمام أو إلى البلد الفينيقيين، أما البعض الآخر فيؤكدون أن مصطلح العملة تطور بتزامن من تشكل الإمبراطورية الكبرى وما أكثرها عبر التاريخ.³

المرحلة الثانية: مرحلة النشأة.

بدأت مع نهاية المرحلة السابقة 1750 م واستمرت حتى العشرينات من القرن السابق، ظهرت فيها مفاهيم جديدة تتعلق بالدولة القومية وهويتها، وصولا إلى طرح فكرة الدول المتجانسة الموحدة، إضافة إلى قبول الدول الغير الأوروبية في المجتمع الدولي توقعت العديد من الاتفاقيات، و نشأت المؤسسات المتعلقة بتنظيم العلاقات والاتصالات بين الدول، فيما انطلق الاهتمام بالتجارة العالمية وسن التشريعات والأنظمة واستمرت هذه المرحلة حتى عام 1870م.

¹ الحافظ المهدي، أهمية المنهج في معالجة العملة، مجلة الرباط، العدد b، سبتمبر 1997، ص 23.

² عبد الحميد عبد المطلب، العملة واقتصاديات البنوك، الإسكندرية، دار الجامعة، مصر، 2001، ص 52.

³ منير العشاب، العملة وتأثيرها على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الدول العربية، مذكرة ليسانس، جامعة المدينة، 2008، ص 10.

المرحلة الثالثة: مرحلة الإنطلاق.

امتداد الفترة السابقة إلى منتصف العشرينات من القرن العشرين، في هذه المرحلة ظهرت مفاهيم كونية مثل: "خذ التطور الصحيح والمجتمع القومي المقبول" إضافة إلى مفاهيم أخرى تتعلق بالهويتين الفردية والقومية وهذا ما أنتج عملية دمج المجتمعات الغير الأوروبية في المجتمع الدولي، وبدأت صياغة الأفكار الخاصة بإنسانية دوليا، ومحاولة تطبيقها، كذلك جرت المنافسات الكونية مثل: دورة الألعاب الأولمبية، جوائز نوبل، إلى جانب تطبيق فكرة الزمن العالمي، كما عرفت هذه المرحلة اندلاع الحرب العالمية الأولى، ونشأة عصبة الأمم.

المرحلة الرابعة: مرحلة الصراع من أجل الهيمنة.

استمرت هذه المرحلة من العشرينات من القرن العشرين حتى منتصف الستينات، وبدأت هذه الخلافات والحروب الفطرية حول المصطلحات الناشئة الخاصة بظاهرة العولمة، والتي بدأت في مرحلة الاطلاق ونشأة صراعات كونية حول صورة الحياة وأشكالها المختلفة.

وقد تم التركيز حول الموضوعات الإنسانية بحكم الحوادث التي تمت كالقاء القنبلة الذرية على اليابان، بروز هيئة الأمم المتحدة مكان عصبة الأمم، ووقعت الأزمة العالمية 1929، ثم اندلعت الحرب العالمية الثانية وثم نشوب الحرب الباردة بين الوم أ والإتحاد السوفياتي،¹ ولقد تم عن هذه المرحلة إنشاء البنك العالمي للإنشاءات والتعمير وصندوق النقد الدولي والاتفاقية العالمية للتعريف الجمركية.

المرحلة الخامسة: مرحلة عدم اليقين.

بدأت منذ الستينات وهي مستمرة حتى اليوم، حيث تم دمج العالم في المجتمع الدولي و تصاعد الوعي الكوني وحدث أول هبوط على القمر، وشهدت مرحلة نهاية الحرب الباردة وشيوع الأسلحة الذرية وزادت إلى حد كبير المؤسسات الكونية والحركات العالمية وأهمها القبض الثالث في النظام الاقتصادي العالمي، وهي منظمة العالمية للتجارة مكان للاتفاقية العالمية للتعريف الجمركية وتواجد المجتمعات الإنسانية اليوم مشكلة تعدد الثقافات وتعدد السلالات والأجناس داخل المجتمع نفسه، أصبحت المفاهيم الخاصة بالأفراد أكثر تعقيدا، من خلال الحقوق الإنسانية المدنية، وأصبح النظام الدولي أكثر ديناميكية وانتهى نظام ثنائي القومية، وزاد الاهتمام في هذه المرحلة بالمجتمع المدني العالمي والمواطنة العالمية وتم تدعيم نظام الإعلام الكوني.²

وبهذا نجد أن هناك عوامل كثيرة أدت إلى ظهور العولمة منها ما اقتصادي وما سياسي وثقافي وما يمكن إضافته هو توضيح أهم أسباب نشوء العولمة التي توجزها في النقاط التالية:

¹ - عماد يونس، العولمة وأبعاد ومؤتمرات، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2005، ص 51.

² - العشاب منير، العولمة وتأثيرها على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الدول العربية، مذكرة ليسانس جامعة المدية، الجزائر، 2008، ص

- النشوء إلى المزيد من الحرية والديمقراطية وهو الحلم الرئيسي للإنسان.
- تحقيق الرفاهية الإنسانية التي تكفل مزيد من المتعة والحياة المريحة والكرامة.
- تعظيم الأخلاق والمبادئ الحميدة وتقديس المعتقدات.
- تحقيق وتفعيل المتعة والخير، أي جعل السلوك الإنساني أكثر تهذيباً وأكثر إنتاجاً للخير لكافة البشرية.
- تحقيق العقلانية والرشاد في استخدام الموارد وبالشكل الذي يحافظ على توازن البيئة الطبيعية.
- انخفاض القيود على التجارة والاستثمار.
- تكامل الأسواق المالية الدولية.
- زيادة أهمية التدفقات رأس المال الخاص والاستثمار الأجنبي المباشر.
- التقدم التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصال.¹

المطلب الثالث: أشكال العولمة.

لعل المتتبع للتطورات المتلاحقة للعولمة يلاحظ أن هناك مجموعة من التغيرات العالمية التي تحدث على نطاق والمتمثلة في النمو السريع للمعاملات المالية الدولية ، وكذلك تصاعد النمو السريع للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وبصفة عامة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات. وتصاعد الثورة التكنولوجية وتكامل نظام الاتصالات بشكل كبير بالإضافة إلى تكامل الأسواق العالمية تجعل من عولمة تتحد في نوعين رئيسيين هما:

أ- عولمة الإنتاج: إن عولمة الإنتاج تتم بدون وجود أزمة اقتصادية كما حدث بالنسبة للعولمة المالية وتتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين:

الاتجاه الأول الخاص بعولمة التجارة الدولية: حيث يلاحظ إن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال التسعينات حيث بلغ معدل التجارة العالمية بحوالي 9% عام 1995 بينما زاد الناتج العالمي بنسبة 5% فقط وبالطبع زاد نصيب التجارة الدولية، ويلاحظ أن الشركات متعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد نمو التجارة العالمية بقوة وبإضافة إلى مشاركة في زيادة الناتج العالمي و يضاف إلى ذلك أن 90% من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير.²

¹ - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة ، دار الجامعية، مصر، 2001، ص 9.

² - منير نوري، السياسات الاقتصادية في ظل العولمة المالية ، جامعة الشلف، مطبوعة الجامعية، الجزائر، 2006/2007، ص 25.

الإتجاه الثاني و الخاص بالاستثمار الأجنبي: حيث يلاحظ أن معدل نمو الاستثمار الأجنبي زاد أسرع و أكبر من معدل نمو التجارة العالمية، حيث كان معدل نمو الاستثمار يصل إلى حوالي 12% خلال عقد التسعينات. ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى دور تزايد الشركات متعددة الجنسيات في إحداث المزيد من العملة والتي تعمل بدورها على تكوين المزيد من التحالف الإستراتيجية فيما بينها لإحداث المزيد من عملة العمليات في مجال التكنولوجيا والأسواق.

ب- العملة المالية: تعتبر العملة المالية الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي و التحويل إلى ما يسمى الانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل و ارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال و من ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لنصب في أسواق المالية العالمية، حيث أسواق رأس المال أكثر ارتباطا و تكامل و يمكن الاستدلال عن العملة المالية بمؤشرين هما :

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

المؤشر الثاني: الخاص بتطوير تداول النقد الأجنبي على الصعيد الدولي، فإن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في الأسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع إلى 200 مليارات دولار أمريكي في منتصف الثمانينات و وصل إلى حوالي 1,2 ترليون أمريكي دولار في عام 1995 و ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام. و من ناحية أخرى يلاحظ أن جوهر عملة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال و كذلك إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال و حسابات المالية لميزان المدفوعات، فإن العملة المالية تضمن على تحرير المعاملات التالية:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية.

- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية.

- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري و المالي و الضمانات و الكفالات و التسهيلات المالية.

- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية .

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر.¹

¹-عبد الحميد عبد المطلب، العملة و اقتصاديات البنوك، الإسكندرية، دار الجامعة، مصر، 2001، ص ص: 50-59.

المبحث الثاني: العملة المالية.

في الحقيقة لم يكن هناك اختلاف جذري بين الاقتصاديين حول تعريف الشكل الحالي للعملة المالية ولا حول تصور الشكل النهائي لها، ومن خلال ذلك نقوم بتعريف في هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف العملة المالية وأسسها.

أولاً: تعريف العملة المالية.

لم يتفق على تعريف واحد جامع نظراً لتشعب مجالات لا سيما من جانبها الاقتصادي الذي يشمل العديد من القطاعات منها الإنتاجي والتكنولوجي والتسويقي وما يهمننا من هذه الجوانب الجانب المالي:

- تعد عملة الأنشطة المالية نتاجاً أساساً لعمليات التحرير المالي ولتبنى سياسة الإنفتاح المالي، وما يترتب عليها من تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال لتتدفق عبر الحدود ولتصب في الأسواق المالية العالمية فتصبح أسواق رأس المال العالمية أكثر ارتباطاً وتكاملاً.¹

- العملة المالية هي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود.²

- العملة المالية هي نمو الهائل في حجم التعاملات المالية على مستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق العالمية.³

- يعرفها **GAMO-ALONSO** بأنها زيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها التحرير الاقتصادي والتغيرات التكنولوجية. على صعيد آخر يرى البعض إن العملة المالية هي نتاج لمجموعة الأساليب والعوامل وكذلك هي بلورة لمجموعة من الخصائص التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد، تتلخص فيما يلي:

أ- انهيار نظام بريتون وودز (1971-1973) بإعلان الرئيس الأمريكي السابق ليكسون 1971 وفق تحويل الدولار إلى ذهب بسبب نقص الاحتياطي الأمريكي لهذه المادة.

ب - عملة النشاط الإنتاجي.

ج- عملة النشاط المالي واندماج أسواق المال.

د- تغيير مراكز القوى العالمية.

¹ - جمال الخطيب شذا، العملة ومستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، مؤسسة طايا، مصر، 2002، ص 14.

² - حمزة الحجار، مجلة المال والاستثمار والبنوك، العملة المالية الوجه الآخر، وكالة مكة الإعلامية، السعودية، 2007، ص 34.

³ - عبدالقادر قادة، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير، جامعة الشلف، الجزائر، 2008-2009، ص 05.

هـ- تغيير هيكل الاقتصاد العالمي وسياسات التنمية.

وهذا وتعدد التعاريف الخاصة بالعملة المالية فقد وصفا البعض بأنها تجليات لظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الأسواق المخصصة وانسحاب الدولة في النشاط الاقتصادي ومن بعض وظائفها مثل: الرعايا الاجتماعية، وتغيير نمط التكنولوجيا، وتوزيع الإنتاج عبر القارات من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتكامل بين الأسواق الرأسمالية وفي إطار هذه الدراسة فإن ما يهمنا هو عملة الأنشطة المالية التي تعد نتاجا أساسيا لعملية التحرير المالي ولتبني سياسة الانفتاح المالي وما يترتب عليها من تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال لتتدفق عبر الحدود ولتصب في الأسواق المالية العالمية فتصبح أسواق رأس المال العالمية أكثر ارتباطا وتكاملا.¹

ثانيا: أسس العملة المالية.

يبدو أن العملة المالية قد سيطرت على جل العالم والأسواق المالية بشكل خاص وأحكمت قبضتها عليها، وهذا ما يدل على أن لها كائن وأسس والتي سنتناول أبرزها فيما يلي:

- عدم فصل بين أقسام أسواق رأس المال:

الشرط الأساسي للعملة المالية في الواقع ليس فقط انفتاح الأسواق القطرية على بعضها، ولكن أيضا انفتاح وتوسع الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق، أسواق الصرف وكذلك الأسواق الآجلة، ويصبح بإمكان المستثمر أو المقترض أن يبحث عن أفضل العوائد، بالانتقال من عملة إلى أخرى، أو من ورقة مالية إلى أخرى أو من إجراء مخاطر إلى آخر، من سند بالجنيه الإسترليني إلى سند بالدولار. وفي الأخير تصبح الأسواق المتخصصة "أسواق المال" أسواق الصرف، الاختيارات، المستقبلات إلخ، مجموعات ثانوية تشكل الشبكة على المستوى الدولي لتجمع ثمانية في سوق مالي شامل وموحد.

وتجد الإشارة إلى أن الحركة القومية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق المالية والتي برزت أولا في الولايات المتحدة الأمريكية، قد توصلت إلى إلغاء بعض التميزتات التقليدية التي كانت تفصل بين البنوك التجارية والبنوك الاستثمار المتخصصة في توظيف القيم المنقولة، أما في بريطانيا تم منج وظائف الوسطاء الماليين والسماسة، كما أيضا لغير المقيمين أن يكونوا الرؤساء في الإصدارات الأجنبية، أما في فرنسا تم إنشاء السوق الآجلة الدولية حيث اتسعت السندات و سوق إيصالات الإيداع. وبعبارة أشمل كل التطورات في المجال المالية المباشرة، والشئ المهم في كل هذه المنظومة هذا الطابع المزدوج " انفتاح أقسام سوق رأس المال فهو يمس الحواجز الداخلة العازلة بين أقسام المحلية من ناحية كما يمس تلك الموضوعية بينها وبين الخارج.

¹ - السيد يس، العملة والطريق الثالث، الهيئة المصرية للكتاب، مكتبة الأمرة، القاهرة مصر، 1991. ص ص: 21-22.

- تقليص دور الوساطة في التمويل:

وهي تعني ترقية أساليب التمويل المباشر والذي يركز على إصدار وتبادل الأوراق المالية بين المتعاملين في حاجة إلى تمويل ومتعاملين لديهم القدرة على أي اللجوء المباشر للمتعاملين الدوليين إلى الأسواق المالية " التمويل المباشر" دون المرور عبر وسطاء ماليين أو بنوك " التمويل غير المباشر" لإجراء عمليات التوظيف والاقتراض، ويعود ذلك بشكل خاص إلى قرارات المتخذة من رجل الاقتصاد في مؤسسة أمريكية مثلا فهو يفضل أن يتم تمويل النشاطات والمشاريع المختلفة للمؤسسة عن طريق إصدار أسهم وسندات دولية في سوق لندن للأوراق المالية، على الاقتراض من بنك محلي أو أجنبي فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير لتقنيات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك والمؤسسات التي تلعب دور الوساطة.

- زوال القيود التنظيمية:

أساسها الدخول في المحيط المالي مرنا نسبيا غير خاضع لعدد كبير من القيود المتخصصة للحفاظ على استقرار نظام التمويل، ولكنها القيود تساهم في الحد في فعاليته، ويعتبر هذا المبدأ أحد العناصر الفعالة والحاسمة لسيادة العولمة المالية، حيث قامت البلدان الصناعية بإزالة القيود التنظيمية " القانونية" على الصرف بشكل يسهل تدفق رأس المال الدولي وقد سجلت هذه الحركة في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركة رؤوس الأموال التي بدأت في الوم أ في نهاية التسعينات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم، حيث كان انفتاح النظام المالي الياباني في (1983 / 1984)¹ المفروض بشكل كبير من السلطات الأمريكية، ثم انهيار الأنظمة المحلية للرقابة في أوروبا مع خلق سوق موحدة لرؤوس الأموال في 1940 أهم العوامل التي أدت تسارع الانتقال الجغرافي لرؤوس الأموال وأيضا الحركة في مجال قابلية الإحلال بين الأدوات المالية تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة في الوم أ خلال الثمانينات، كما خدم بشكل عميق تكامل واندماج الأسواق المالية، بإزالة مختلف الحواجز القانونية والإدارية، أمام التدفق الإنساني والحر لرأس المال الدولي ومع أسعار الفائدة المتحركة ومعدلات الصرف المتذبذبة، فقد توجه النظام إلى إفراز سلسلة كاملة من الأوراق الجديدة لإدارة هذا التذبذب و عدم الاستقرار والمتمثلة في المشتقات بجميع أنواعها، وبلا شك تسمح هذه المنتوجات بتصدير المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف والمرور من قسم في السوق إلى آخر وأيضا الانتقال بسهولة أكبر من عملة إلى أخرى.

¹ - مرابط ساعد، أسماء بلمهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2006/06/21، ص 05.

المطلب الثاني: أسباب ظهور العولمة المالية.

- تنامي رأسمالية المالية: لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول و المتجسدة في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية من خلال تنوع الأنشطة وزيادة درجة تركزه دورا أساسها في إعطاء قوة لدفع مسيرة العولمة المالية. فأصبحت معدلات الربح التي تحققها رأس المال المستثمر في أصول المالية تزيد بعدة اضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي وصارت الرأسمالية ذات طابع الريعي، تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره.

وقد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية بظهور الاقتصاد الرمزي وهو الاقتصاد تحركه رموز ومؤشرات الثورة العينية التي تنتقل من أيدي المستثمرين داخل الحدود وغيرها دون قيد عائق بعبارة أخرى أنه اقتصاد تحركه مؤشرات البورصات العالمية وتؤثر فيه أية تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة، أسعار الصرف الأجنبي، ميزان المدفوعات، معدلات البطالة، كما أنه يتأثر بالشائعات والعوامل النفسية والبيانات الصادرة من المسؤولين الماليين ومحافظي البنوك المركزية.¹

2- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها فاتجهت إلى الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى ، للدلالة على حجم هذه الفوائض التي تنساب إلى الأسواق المالية المختلفة وعلى الرغم من أن ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية في ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي .

وأن الاستثمار المالي في الأسواق الخارجية كان قد بدأ منذ المرحلة الأولى لتطور النظام الرأسمالي فإن الجديد هو تعاضم حجم هذه الاستثمارات بمعدلات خيالية، وتنوع الأدوات المالية المتجسدة فيها وارتباط الأسواق المالية في مختلف الدول العالم والاستقلالية النسبية التي تتحرك بها الأموال بعيدا عن حركة التجارة العالمية .

3- ظهور الابتكارات المالية الجديدة: ارتبطت العولمة المالية بظهور عدد هائل من الأدوات المالية الجديدة فإن جانب الأدوات المالية التقليدية والأسهم والسندات المتداولة في الأسواق المالية أصبح هناك العديد من الأدوات الاستثمارية منها المشتقات التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشمل المبادلات والمستقبليات والخيارات.

4- التقدم التكنولوجي: لقد ساهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالية فدمج وتكامل الأسواق المالية على مستوى العالمي حيث تم التغلب على الحواجز المعينة

¹ - فاروق تشام ، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم إدارية، عمان، 2003، ص ص ، 3-4.

و الزمنية بين مختلف الأسواق الوطنية و انخفضت تكلفة الاتصالات السلكية و اللاسلكية و لقد ساعد كثيرا هذا التقدم التكنولوجي في ترابط الأسواق و كذلك القدرة على متابعة الأسعار في مختلف الأسواق المالية لاتخاذ القرارات المناسبة بالبيع و الشراء.¹

5- التحرير المالي المحلي والدولي: لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي و بالتحرير المالي الدولي و قد زاد معدل نمو هذه التدفقات و سرعتها خلال العقدين الآخرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين و غير المقيمين بحركة تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية و استخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية الرأسمالية.

6- إعادة هيكلة الخدمات المالية: حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية و إعادة هيكلاها على مدى العقدين الماضيين و على وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي، بحيث عملت كحافز لإسراف من وتيرة العملة المالية و في هذا الصدد نشير إلى ما يلي:

- توسعت البنوك في نطاق أعمالها المصرفية على الصعيد المحلي و الدولي فأصبحت تقوم بها من قبل في ضوء عمليات التحرير المالي التي اقتضت تخفيض و في بعض الحالات إلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها و هو الأمر الذي ترتب عنه تنوع مصادر رؤوس الأموال و طرق استخدامها.

- دخلت المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل شركات التأمين و صناديق المعاشات و صناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات المالية: مما يدل على تراجع دور البنوك في مجال الوساطة و تعكس حالة البنوك هذا التطور بصورة واضحة، فخلال الفترة (1995-1990) انخفضت نصيب البنوك التجارية في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% و في مقابل ارتفاع نصيب المؤسسات المالية الغير المصرفية إلى نحو 40% و إذا كان هذا الاتجاه يختلف من بلد لآخر.

- في ضوء المنافسة القوية التي بدأت تستثمرها البنوك التجارية من المؤسسات الغير المصرفية في مجال الخدمات التمويلية ، قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينهما.

7- نمو سوق السندات: حيث لاحظ أن جزء كبير من عمليات تسارع عملة الأسواق المالية يعود إلى النمو الكبير الذي حدث في اصدار السندات و تداولها في تلك عموما ، فقد زاد حجم السندات المتداولة في نهاية عقد التسعينات من القرن 20 لما يزيد عن 1 ترليون دولار أمريكي و لا شك أن ذلك يرجع إلى أسباب كثيرة.²

¹ - أحمد بوراس، الجهاز المصرفي و المالي العربي و قدرته على التأقلم مع المتغيرات المتجددة، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد 20، جامعة منشوري قسنطينة الجزائر، سبتمبر 2003، ص ص: 19- 20.

² - عبد الحميد عبد المطلب، العملة و اقتصاديات البنوك، الإسكندرية، دار الجامعة ، مصر، 2001، ص ص: 49- 50.

المطلب الثالث: متغيرات الأساسية للعولمة المالية.

قامت السلطات العمومية للدول المصنعة في سنوات الثمانينات بين قوانين منظمة قواعد تسمح بالمرور لمرحلة انتقالية من اقتصاد مرتكز على رؤوس الأموال محلية أو أجنبية ويمكن تلخيص كل سوق منها في الجدول التالي:

الجدول (1-1): مقارنة بين إقتصاد الاستدانة وإقتصاد الأسواق المالية.

إقتصاد الأسواق المالية	إقتصاد الاستدانة
<ul style="list-style-type: none"> - ادخار مالي متطور. - ترجيع التمويل عن طريق الاشتراكات. - فتح الأسواق على رؤوس الأموال الأجنبية وفتح الباب أمام الاستثمارات الخارجية. - سوق مالي موحد. 	<ul style="list-style-type: none"> - ضخامة الأسواق المالية. - ترجيع التمويل عن طريق سيولة الادخار قصير الأجل. - ترجيع التمويل الموجه عن طريق وساطة البنوك. - غلق الأسواق المالية وعدم افتتاحها .

المصدر: فاروق تشام، العولمة المالية و أثارها على النظام المصرفي و النمو الاقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية العلوم الاقتصادية و علوم الإدارية ، عمان، 2003، ص، 05.

إن الهدف من سن القوانين هو الحد من دور البنوك في ضمان عملية تمويل مختلف المشاريع وذلك لتطور التمويل المباشر دون اشتراك البنوك بين المقرضين و المقترضين عن طريق خلق أسهم و سندات.

1- هيكل السوق المالية: في اقتصاد يعتمد على الاستدانة نقص في سرعة المبادلات و إبرام الصفقات الاقتصادية ما جعل هذا منظمة الدول التي انتهجت هذا النوع من التخطيط إلى اللجوء في الوقت الحالي إلى الاعتماد في تمويل مؤسساتها على إصدار أسهم و سندات و إصدار الأوراق النقدية لضمان التمويل للمدى القصير وهذه العملية تشبه لحد كبير العمليات التي قامت لها السلطات العمومية إلى سندات و أوراق مالية قابلة للتداول.

التمويل للمدى القصير وهذه العملية نصبه لحد كبير للعمليات التي قامت بها السلطات العمومية إلى سندات و أوراق مالية قابلة للتداول .

2- تغيير قواعد عدم الدفع التعويضات و إعادة توظيف الأموال: تعتبر مشاكل الاستدانة المفرطة و تدفق جل التدفقات المالية التي أدت بالنظام المالي إلى تعويض القروض المألوفة حيث

قام الإتحاد الأوروبي سنة 1993 بمراقبة الصرف وتسيير عدة قوانين و قواعد كانت قد أصدرتها في مرحلة سابقة (1983 - 1984) مما عد مرحلة هامة في سبيل إنشاء سوق مالية موحدة .

3- تحويل الديون العمومية: أصبحت أسواق الأسهم و السندات العمومية أسواق عالمية، بالنسبة لفرنسا قد مرت إصدارها الأسهم و السندات من 56% إلى 75% سنة 1993 حيث كانت تمثل الديون العمومية للولايات المتحدة الأمريكية 120 مليارا دولار في اليوم سنة 1993، وبلغت هذه الديون العمومية نسبة 39% من مجموع الديون العمومي لبلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OCDE" و هذه التطورات مرتبطة بتحويل الديون العمومية إلى أسهم و سندات قابلة للتداول لأنها تشكل بالنسبة للمؤسسات المقرضة مصدر تمويل هام لأنها تقوم بجميع هذه الديون على شكل أسهم و سندات و إعادة بيعها على شكل أوراق مالية للمستثمرين الأجانب بهذه الطريقة إذن في سنة 1992، 38% من الديون العمومية الفرنسية أصبحت ملكة للمستثمرين غير للمقيمين في فرنسا.

4- توظيف الأموال لغرض المضاربة: أدت الأزمات البترولين عم 1973 و 1979 و 1980 في أغلبية الدول المصنعة إلى خلق انخفاض محسوس في معدل إيدار العائدات احتياطات التمويل الخاص بالإدارات العمومية، قادت هذه الوضعية معظم المؤسسات إلى إعادة توظيف أموالها في الأسواق المالية التي كانت توفر أرباحا مغرية مقارنة بالمغامرة و الاستثمار في مجال الإنتاج الذي يتصف بنقطتين أساسيتين تشير مواجهة المجهول و خطر عدم التأكد هما:¹

- انخفاض وتيرة الطلب و ارتفاع تسديد معدلات الفائدة أو الفوائد منها.

- ضعف الأرباح الأموال الوظيفية في عملية إنتاج مقارنة مع توظيفها في الأسواق المالية التي تدر أرباح أكبر في وقت قصير.

5- إعادة استثمار الأرباح: هو أحد اهتمامات الشركات متعددة الجنسيات من فروعها في الدول المتضمنة و كان الشعاع هو الموجه لها بحيث له على الأقل 30% من استثمارات المباشرة الأجنبية تركزت في الوم سنة 1994 و كانت 70% أخرى نتيجة أرباح المحققة من الفروع الخارجية الشركات متعددة الجنسيات فقد مثلت في المجموع 69,3% من الاستثمارات الخارجية المباشرة للولايات المتحدة ، أما بالنسبة للمؤسسات البيانية فإن حصة الاستثمارات الخارجية الممولة 53,7% سنة 1993. وتسجل أن تمويل الشركات المتعددة الجنسيات لاستثمارها الخارجية باعتمادها على الادخارات المحلية للبلد والأرباح المحققة من طرف فروعها، وفي سنة 1968 لاحظت اللجنة الأوروبية الاقتصادية لدى الأمم المتحدة أن فروع الشركات الأمريكية المستثمرة في

¹ - فاروق تشام ، العملة المالية و أثارها على القطاع المصرفي و النمو الاقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم إدارية، عمان، 2003، ص. 08.

الخارج تستطيع قهر منافسيها الأوروبيين وتوجيه الموارد المتوفرة إلى المناطق ذات الاستثمارات المنتجة .

تتجه العملة المالية في تنامي حركة تحرير الأسواق المالية في مختلف الدول، وذلك بإزالة مختلف القيود المفروضة عليها والتي تعيق تداول الأوراق المالية على مستوى المحلي والدولي و تشير إلى أن العملة المالية ما زالت في طور النضوج حيث لم تصل بعد إلى درجة العملة الإنتاجية وذلك لما يواجهها من قيود لتحقيق أهدافها¹.

المبحث الثالث: آثار العملة المالية.

إن عملية تحرير المعاملات المالية و انفتاح الأسواق المالية إضفاء الصيغة العالمية على جميع المعاملات المالية يتيح فرص لتحويلات ضخمة ومتنوعة و واسعة النطاق الأمر الذي يحقق المزايا و تتمثل في ما يلي:

المطلب الأول: الآثار الإيجابية و السلبية للعملة المالية .

أولاً: الآثار الإيجابية .

- تطوير الأداء الاقتصادي من خلال الحصول على التمويل اللازم للقيام بمختلف الاستثمارات .
- تنويع و تعميق فرص الاستثمار في الأسواق المالية بما يشجع على جلب و تشجيع الاستثمار الأجنبي .
- الإستفادة من شروط المعلوماتية الحديثة خاصة و أنها أصبحت متطورة يوماً بعد يوماً .
- تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين وكلاء الاقتصاديين .
- إن آليات تحرير الأسواق المالية في إطار العملة المالية تكمن إلى وصول أسعار الفائدة حقيقية موجبة .
- الأمر الذي يؤدي إلى تشجيع الادخارات و توجيه مسارها من السوق المالي و النقدي إلى السوق الرسمي كما تشجع هذه الفائدة أيضاً المقترضين على الاستثمارات في أنشطة الإنتاجية .
- انخفاض الاستدانة الخارجية و ذلك نتيجة للتدفقات الرأسمالية المالية الخاصة و المتمثلة في انسياب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في المحافظة المالية و الاستثمار الأجنبي الغير المباشر من شأنها تقليص من اللجوء إلى القروض مصرفية و القروض الحكومية من جانب الدولة، وهو الأمر الذي يساعد على الحد من نمو المديونية الخارجية.

¹ - فاروق تشام ، العملة المالية و آثارها على القطاع المصرفي و النمو الاقتصادي في البلدان العربية، المؤتمر العلمي الأول لكلية العلوم الاقتصادية و علوم إدارية، عمان، 2003، ص 09.

- إن زيادة في تدفق رؤوس الأموال يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة على مستوى المحلي مما يشجع المستثمرين على الاقتراض وفتح مشاريع جديدة .

- تسمح العملة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال بخلق فرص استثمارية واسعة وأكثر ربحية أما فوائدها المتراكمة و توفير ضمانات لأصحاب هذه الأموال و مجالات لتنويع ضد الكثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية و التحكم بين مختلف الأسواق .

- يشمل الانفتاح المالي للدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على محتاجه من أموال لسد الفجوة بين الموارد المحلية أي قصور المدخرات على تمويل الاستثمارات المحلية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي و بالتالي نمو المعدل الاقتصادي¹.

ثانيا: الآثار السلبية.

تواجه العملة المالية مجموعة من القيود و المعوقات نذكر منها:

1- تدهور الوضعية الخارجية للولايات المتحدة : يجب أن تسير الطلبات على الأموال الأجنبية عن طريق البلدان المستخدمة على توفير موارد مالية في آجال لاحقة و ضمان تدفق رؤوس الأموال صافية بغرض تسديد ديونها و ذلك يتم بتكثيف صادراتها و ترقيتها و لكن من الملاحظ أن العملة المالية قد تسبب في تدهور و اختلال الوضعية الصافية للولايات المتحدة .

2- الاختلال المالي المحتمل : قد تساهم حركة رؤوس الأموال في الرفع من قدرات الأسواق المالية مؤقتا بمجرد تغيير طفيف في النقاط أو النسب المئوية في الهياكل المتعددة العمولات ، نلاحظ انجذاب عدة مستثمرين دوليين نحو احد الهياكل السابقة مما قد ينتج عنه تدفق عشرات الدولارات على شكل المألوف و قد يشهد في الغالب سوق الأسهم و السندات نفس المصير.

3- التفاؤل المفرط لبعض البلدان الصاعدة في الأسواق المالية : تتمتع الأسواق الصاعدة بسرعة في النمو و توسع أكبر في الامكانيات و هذا لعدة أسباب نذكر منها:

- قلة عمق و تشعب الأسواق المالية.

- عدم مصادقة السياسة الاقتصادية لتلك البلدان.

- حركة معدلات قصيرة الأجل بسرعة في سوق الأسهم.

- القدوم المكثف للمستثمرين الجدد من مختلف الدول.

- الارتفاع السريع في سيولة البورصات و انتقال هذه المعلومات بسرعة كبيرة مما أدى إلى ارتفاع مؤشرات هذه البلدان.

¹ - عبد الله قلش، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العملة المالية، الجزائر، 1992، ص ص: 10-11.

- نقص وعدم توفر الهيكل المؤسسي والقانوني والقضائي لحماية المستثمرين والمدخرين.

- قد تختلف عملة مغايرة للعملة الوطنية خطر الصرف بالنسبة للمستخدمين مما يجعلهم يفضلون اكتساب الأسهم والسندات بعملة البلد المستضعف لتفادي أي نوع من الأخطار الممكنة في هذا المجال .

المطلب الثاني: مخاطر العملة المالية.

هناك العديد من مخاطر الناجمة عن العملة المالية وفي ما يلي سنعرض أهم هذه المخاطر:

1- المخاطر الناجمة عن تقلبات الفجائية لرأس المال: لوحظ أن رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية في ثلاث صور يختلف النصيب النسبي لكل منها وهي على النحو التالي :

- قروض من البنوك التجارية ونسبتها 10% من إجمالي إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة.

- استثمارات أجنبية مباشرة ونسبها 50% من إجمالي رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة.

- وتحليل حركة انسياب الاستثمارات الأجنبية للدول النامية يتضح أن الاستثمارات الأجنبية في المحافظة المالية تتسم بالحركة السريعة والمفاجئة حيث تتأثر بالتوقعات والمعلومات التي تتوافر للمتعاملين وحالاتهم النفسية في الوقت الذي يتم البيع لهذه الاستثمارات بسهولة في الأسواق المالية ، مما يؤثر في اقتصاد الدولي الذي يستمر فيها هذه الأموال ويزيد في حجم استقرار الاقتصاد الكلي لهذه الدولة.¹

2- مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة: فقد جاءت سياسة التحرير المالي والعالمي لتسهيل المضاربات ، حيث تم إلغاء القيود على تداولات العملات الأجنبية بهدف رفع كفاءة استخدامها و لكن الذي حدث أن العملات أصبحت تتحول بسرعة من خلال الشبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص المضاربات لاقتناص الأرباح الضخمة وقد أدى ذلك إلى دخول الشركات الصناعية الكبرى في هذا المجال، نظرا لأن أرباحها من المضاربات إلى خسائر على العملة بتحملها في النهاية البنوك المركزية المصدرة لهذه العملات وذلك مع ارتفاع الأسعار.

3- مخاطر تعرض البنوك لأزمات: لوحظ من مخاطر العملة المالية هي تلك الأزمات التي قد يتعرض لها الجهاز المصرفي خلال التحرير المالي والدولي أو بعد اتمام هذه العملية ذلك أنه في ظل العملة المالية تزداد درجة اندماج وتكامل الجهاز المصرفي في الدولة مع الأسواق المالية العالمية و

¹- دادوشي يودري، دور الديون القصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000، ص 57.

هنا يؤدي إلى أن مصاعب تواجه جهاز مصرفي في دولة ما يؤثر على سائر القطاعات المصرفية الأخرى.¹

4- مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج: حيث أسفرت العملة المالية فيما يتعلق بالدول النامية ، إن من أهم مخاطرها تكمن في تدويل مدخراتها الوطنية مما يؤدي إلى خروج هذه المدخرات للاستثمار بالخارج في الوقت التي تحتاج الدول إلى هذه المدخرات للاستثمارها بالداخل، وتكشف البيانات التاريخية المتاحة عن أن هناك دولاً تزيد فيها نسبة الأموال الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال عن 10% مثل حالة فنزويلا في أوائل الثمانينات .

5- إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية: من المتوقع أن تمت العملة بشكل كامل وتزايدت درجة اندماج السوق المالي المحلي مع الأسواق المالية الخارجية فإن من المرجح أن تفقد الدولة سيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية أي أن أسعار الصرف والفائدة تتجمد نتيجة لتفاعل دخول وخروج الأموال واستثمار صافي الدولة ، كما أن الدولة المستثمرة نتيجة في ظل الحرية المالية إلى الدول التي تنخفض فيها الضرائب مثلاً.

بالإضافة إلى بعض المخاطر الأخرى نذكر منها ما يلي:

- تهدف إلى تحرير التجارة الدولية ، وتحول العالم إلى سوق كونية واحدة متخطية بذلك الحدود المحلية والإقليمية وفتحها لصالح الرأسمالية العالمية .

- انتشار الشركات المتعددة الجنسيات التي تفرض نفوذها وسيطرتها على سيادة الدول النامية .

- انتشار الوسائل الإعلامية الرأسمالية التي تعمل على تزويد وترسيخ قيم وثقافة العملة وإعادة صياغة شخصية الأفراد بما يتناسب وأخلاقيات الدول .

- العوائق الجمائية التي تصنعها الدول النامية المقدمة على منتجات الدول النامية فيما تعرض العملة على الدول النامية فتح أسواقها أمام منتجات الدول المتطورة.²

المطلب الثالث: أساليب مواجهة مخاطر العملة المالية.

تعددت أساليب مواجهة مخاطر العملة المالية في ما يلي :

- رقابة الدول على الأموال الساخنة التي تدخل المضاربة في الأسواق المالية بسرعة وتخرج بسرعة ودفع الضوابط الأزمة لمنع آثارها السلبية على الاقتصاد القومي .

¹ - نعيمة برودي، بلعربي عبد القادر، تيار عملة الأسواق المالية ،مداخلة ضمن المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وتأثيرها على اقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية جامعة بسكرة الجزائر، 2006/09/22، ص 09.

² - أحمد السيد مصطفى ، تحديات العملة والتخطيط الاستراتيجي، ط 4، جامعة الزقازيق ، 2006، ص 203.

- وضع الضوابط اللازمة داخل أسواق المال لمنع عمليات المضاربة وتجميعها في أضيق نطاق، وأن لآثارها مدمرة على الاقتصاد ككل.
- تشجيع رؤوس الأموال الوطنية على الاستثمار داخل حدود الوطن من منطلق قومي من خلال بحوافز معينة.
- إصدار تشريعات اللازمة لمحاربة غسل الأموال لمنع دخول الأموال القذرة إلى الاقتصاد القومي.
- دمج البنوك الصغير والمتوسطة من أجل توفير كيانات مصرفية قوية تكون قادرة على مواجهة التحديات مع البنوك الأجنبية سواء في السوق المحلي والعالمي .
- دعم الدولة لقطاع البحوث و التطور و تخصيص المزيد من الأموال للإنفاق على القطاع الهام حيث يتحدد مستقبل الدولة بمقدار إنفاقها على البحوث و التطور و خاصة في ظل العملة و سهولة انتقال الاختراعات و الأفكار و الابتكارات و تداولها فإن لم تطور الدول من إنتاجها لن تستطيع تعريفه و بالتالي تفقد ميزة تنافسية لها.
- تسعى الدول النامية إلى الاستفادة من الفرص المتاحة أمامها للحصول على مزايا تفضيلية تمكنها من التواجد في الأسواق العالمية، وكذا الاستفادة من الفترات الانتقالية التي تتمتع بها مختلف الإتفاقيات مع تفضيل التعاون الاقتصادي بين تنظيمات الدول النامية بعضها البعض.
- إن معظم برامج صندوق النقد الدولي لتثبيت لها أثرا نكماش على كل من الاستثمار العام و الخاص بالدول النامية لذا يجب عليها أن تراعي سياستها الاقتصادية الكلية والتركيز على زيادة الصادرات للخارج لأن هذا الاتجاه يؤدي ثماره في الآتي:
- حل مشاكل العجز في ميزان المدفوعات عن طريق الصادرات بنسبة أكبر من زيادة الواردات .
- زيادة الموارد من النقد الأجنبي الداخل للدول النامية .
- زيادة معدلات النمو الاقتصادي بالدول عن طريق التوسع و ليس الانكماش .
- هناك بعض الدول النامية تضع في اعتبار بعض الأمور التي يجب مراقبتها لضبط السياسات النقدية و المالية مثل الرقابة على الواردات حيث تحاول الدول النامية التوفيق بين أوضاعها الاقتصادية وبين متطلباتها صندوق الدولي بهذا الخصوص.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل بين لنا أن مفهوم العملة صعب التحديد ولم يتفق عليه الآراء على تعريف واحد جامع لها، نظرا لتشعب المحتوى الفكري للمفهوم وامتداده من ناحية مجالات التطبيق إلى العديد من الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، كما تعتبر ظاهرة العملة من المتغيرات العالمية السريعة و المتلاحقة و العميقة و لاسيما العملة الاقتصادية باعتبارها جزء منها ، حيث أن جوهر العملة الاقتصادية هو العملة المالية، فقد زادت في الآونة الأخيرة درجة ترابط الأسواق المالية العالمية بحيث أصبح العالم بحق قرية مالية واحد .

ويمكن القول أن بالرغم من الايجابيات التي تستفيد منها الاقتصاد المحلي والدولي لما يسمى بالتحريم المالي، ولا يحلوا هذا الأخير من مخاطر هدامة للاقتصاد.

الفصل الثاني :

الأسواق المالية

وتأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة

تمهيد :

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبيرة سواء كان ذلك على مستوى الدولة المتقدمة أو الدولة النامية، وهذا راجعا إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد تعبئة المدخرات وتوجيه نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطن.

لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى إنشاء وتطوير أسواقها المالية شيء إلزامي وذلك من أجل النهوض باقتصادياتها، وفي ظل ظاهرة العولمة المالية قد تتأثر حركة تنقل رؤوس الأموال بين هذه الأسواق.

ولهذا سوف نتعرض من خلال هذا الفصل إلى التعرف الأسواق المالية وأداء الأسواق المالية الناشئة في ظل العولمة المالية من خلال التعرض إلى: ماهية الأسواق المالية وآلية عملها وذلك من خلال مفهوم الأسواق المالية ومكوناتها ومرتكزات الاسواق المالية.

تم تناول الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية معرضا بذلك لشرح كل أداة من هذه الأدوات ونقوم بدراسة مقارنة بين أداتين وهما الأسهم والسندات، كما نعرض في هذا الفصل تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة مبرزنا كل من ماهية الأسواق المالية الناشئة ومكانتها ضمن التوزيع الدولي، ومؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة ونختتم هذا الفصل بتأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها و أدائها، حيث أنتجت صور ابداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العامة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها.

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرتبه معظم الدول خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

1-2- مفهوم الأسواق المالية.

يمكن النظر إلى السوق المالي على أنه المكان الجغرافي الذي يلتحف فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية سواء كان البائع والمشتري، مستثمر أو مدخر بحيث يحقق بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية، والعكس الصحيح، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي وكذلك نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية وهذه الصعوبة في انتقال الأموال بين الطرفين تعود لأسباب يمكن الذكر البعض منها في النقاط الآتية:

- عدو وجود الثقة بين الطرفين.

- الاختلاف في أسعار الأموال.

- الاختلاف حول أجال الاستحقاق في الأموال.

وسوق الأوراق المالية سلعته الأساسية هي الأوراق المالية (الأسهم، السندات، وغيرها) والسوق بهذا المفهوم لا يشترط أن يكون له وجود مادي، فمهمته الأساسية في تسهيل الاتصال بين البائع والمشتري.¹

2-2- أهمية السوق المالية.

تحظى الأسواق المالية بأهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الاقتصاد أو على مستوى الأفراد و المؤسسات المالية وهذا ما سوف نتعرض له:

¹ - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة مصر، 1998، ص 475.

أ- أهمية الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد:

تتمثل أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد فيما يلي:¹

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: إن عملية التنمية تحتاج إلى رؤوس الأموال كثيرة وهذا قد لا يتوفر لدى الدولة، وبدلاً من اللجوء إلى الاقتراض الأجنبي الذي يترتب عنه أعباء ثقيلة بالديون فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية.

وتساهم هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية من خلال الادخار والاستثمار وذلك بتعبئة المدخرات و توجيهها إلى الاستثمار و من ثم تنشيط الاقتصاد.

- يعتبر السوق المالي معياراً للوضع الاقتصادي إذا كان حجم العمليات و مستوى الأسعار يعد مؤشراً لقوة الاقتصاد وضعفه أو لقطاع من قطاعاته .

- تساعد الأسواق المالية على تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية.

- إن التعامل في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية يساعد حاملها من تحويل الأوراق إلى أموال نقدية و بدون خسارة.

- وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة و المتداولة من التأثيرات الخارجية و من ثم اعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات.

- تعتبر الأسعار المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية إن المعرفة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية يسمح بمعرفة كيفية سير العمل في المشاريع الاقتصادية و بالتالي الاستثمار.

- إن وجود سوق مالي من شأنه أن يمهد إلى المزج بين السياسة المالية و السياسة النقدية.

- تسهيل الأسواق المالية عملية سير رؤوس الأموال بصفة سريعة و مستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا المعترضين أو المساهمين.

- إن الأسواق المالية كثير ما تتعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل مما يساعد ذلك على تحويل السوق من محلية إلى دولية ، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح الأسهم و السندات و بتالي تغيير هذه السوق أداة تجذب رؤوس الأموال الأجنبية .

- تقوم السوق المالي على تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية مما يضمن سلامة التعامل و سهولته و هذا بدوره يضمن حماية البلاد و صغار المدخرين و بالتالي يحقق التكافؤ و التوازن للسوق من خلال إنتقال أدوات الملكية من مستثمر لآخر.

¹ - حايلا صبرينة، آلية تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008، ص 23 .

ب- أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:¹

تكمن أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات في النقاط التالية:

- تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وذلك وفق الطلب والعرض.
 - تعد مكان مناسب للبيع والشراء .
 - تداول الأوراق المالية لمن يرغب في الاستثمار ، كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته.
 - تساهم في سرعة تداول الأوراق المالية ومعرفة أسعارها وذلك بإطلاع على تسعيرة السوق.
 - توسيع عملية بالنسبة للمستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر.
 - تساعد على امكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة ، مما يمكن البنوك والشركات من أن تحوز على كميات كبيرة من الأوراق كاحتياط.
 - تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع جديدة وتوسيع الطاقة الإنتاجية.
 - إن الأسواق المالية تتيح الحرية لإجراء كافة المعاملات والإجراءات.
 - تستمد الأوراق المالية أهميتها من وجودها ودورها المتعدد الجوانب حيث تؤثر في كل الجوانب الاقتصاد و تتأثر بهذا كله .
- المطلب الثاني: مكونات الأسواق المالية .

تعتبر الأسواق المالية همزة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة، حيث تضم كل من سوق النقد وسوق رأس المال وسيتم شرح كل من هذين النوعين :

1-2- سوق النقد:

يعتبر سوق النقد جزء من السوق المالي، حيث تتداول فيه الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تكون أقل عن السنة ومن أبرزها نجد أذونات الخزنة، شهادة الإيداع المصرفية القابلة للتداول والأوراق المالية التجارية التي تصدرها الشركات المتخصصة ، وتعتبر البنوك من أبرز المؤسسات العامة في سوق النقد.²

¹ - حايلا صبرينة، آلية تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008، ص 25.

² - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، بدون طبعة ، الاسكندرية مصر، 2005 ، ص

1-1- مفهوم سوق النقد:

هو عبارة عن السوق الذي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل و التي تكون أقل من سنة ولهذا تكون درجة المخاطرة فيه أقل من تلك الموجودة في سوق رأس المال.

2-1-2: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في ما يلي:¹

*** أذونة الخزنة:**

هي عبارة عن أداة من أدوات التمويل بالمديونية و تصدرها الحكومة و ذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجل قصيرة، أقل من سنة، و تتمثل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات و كذلك سداد الأذن التي يحل أجل استحقاقها.

*** الأوراق التجارية:**

تعتبر الورقة التجارية أداة من أدوات المديونية قصيرة الأجل تصدرها الشركات المعروفة جيدا و التي لها سمعة ائتمانية عالية ، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها للأموال قصيرة الأجل دون استخدام أية ضمانات للحصول على ذلك الأموال.

*** شهادة الإيداع المصرفية القابلة للتداول:**

تعتبر هذه الشهادات إيصال تقوم البنوك بطرحه، يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة و بفائدة معلومة ، حيث يمكن الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، و هذه الحالة يضل متمتعا بضمان البنك، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي إذا اضطر إلى ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة إلتزاماته المستحقة.

*** القبولات المصرفية:**

تعتبر هذه أداة من أقدم أدوات سوق النقد، و قد أنشأت أساسا لخدمة حركة التجارة الدولية ، فهي أمر لدفع بطلب العميل من خلال البنك أن يقوم بالدفع له أو لشخص معين في تاريخ محدد .

2-2 - سوق رأس المال:

يعتبر سوق رأس المال سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل ، حيث يتم التعامل فيه بالأدوات المالية طويلة و متوسطة الأجل، أي التي يزيد استحقاقها عن سنة، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أو عن ملكية كالأسهم .

¹ - محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية و التحليل الأساسي)، ط 1، زمزم ناشرون و موزعون ،عمان الأردن، 2009، ص ص:52-

2-2-1- مفهوم سوق رأس المال:

هو عبارة عن السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل التي يكون أجل استحقاقها أكثر من سنة والمتمثلة في (السندات، السندات الحكومية، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة)، حيث يتميز بأكثر خطورة عكس السوق النقدي، ويكون سوق رأس المال في شكل السوق الأولية والثانوية.¹

2-2-3- مكونات سوق رأس المال.

يتكون سوق رأس المال من الأسواق الحاضرة (الفورية)، والأسواق المستقبلية.

* الأسواق الحاضرة (الفورية):

وهي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بأنواعها المختلفة وتضم هذه الأسواق ما يلي:²

1- السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتسمى بأسواق الإصدارات، حيث تتم في هذه الأسواق شراء الأوراق المالية وذلك من أسهم وسندات التيتم إصدارها لأول مرة، وتصدر هذه الأوراق من طرف الحكومة والشركات القائمة وذلك محاولة للتوسع في رأسمالها فتقوم بإصدار الأسهم والسندات لجمع الأموال اللازمة لغرض التوسع.

2- السوق الثانوية:

وهي عبارة عن المكان الذي يتم فيه تداول على الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، ويترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء وسواء كان ذلك من خلال أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

- الأسواق المنظمة:

وهي عبارة عن الأسواق التي يكون لها قانون ونظام و مكان معلوم، حيث تعتمد في البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم، ويتم التعامل فيها على أساس المزاد ويترتب على هذا التعامل التكاليف والعمولات النقدية وأهم شروطها أن يتم توجيه المدخرات نحو مختلف الاستثمارات كذلك وجود استقرار سياسي وضمان حصول المستثمرين أو المتعاملين فيه على عائد معقول، مع استقرار سعر العملة أمام العملات الأخرى، كذلك سهولة الإعلام عن الفرض ص الاستثمار المتاحة.³

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط 3، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 124.

² - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط 1، المعتز للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 21.

³ - فبصل محمد الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص

- الأسواق غير المنظمة:

يعرف هذا النوع من الأسواق بأنها الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أو غير المسجلة فيها، حيث يستخدم هذا الإصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، كما يتم التعامل في أوقات غير الأوقات الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية هنا طبقا للتفاوض وذلك بيوت السماسرة والتجار والمستثمرين، و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.¹

تنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين الثالث والسوق الرابع.

- السوق الثالث:

هي عبارة عن نوع من الأسواق الغير المنظمة، حيث تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك السوق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.²

- السوق الرابع:

يعتبر هذا السوق سوق غير منظم، حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى، حيث يتم استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن نبحت بنفسها عن بائع ومشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الكترونية تسمى Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.³

- الأسواق المستقبلية:

تعرف هذه الأسواق على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها الانفاق على السعر والأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم التسليم لاحقا، وتستخدم هذه الأسواق لحماية المستثمرين من تقلبات الأسعار المستقبلية و تحقيق الأرباح الرأسمالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات.⁴

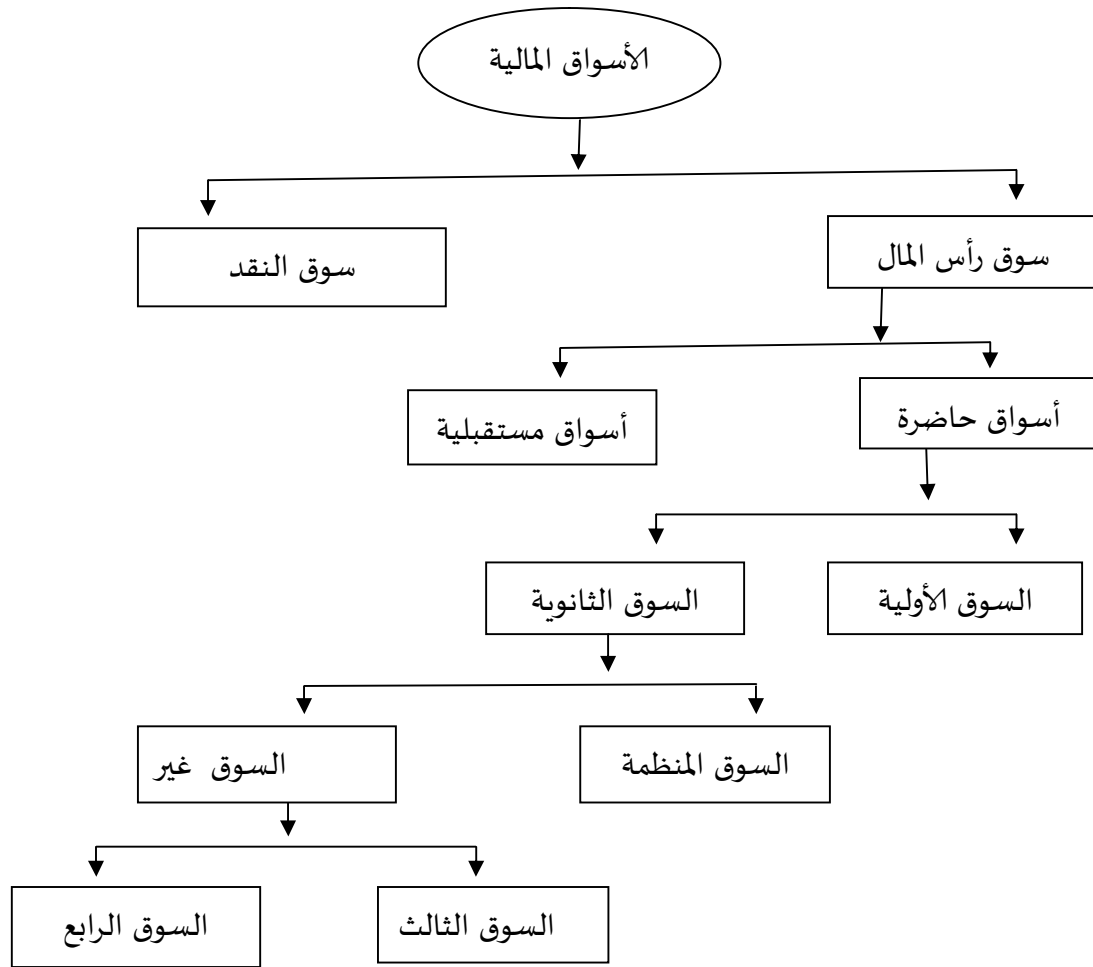
¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط 1، أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 22.

² - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط 1، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 186-187.

³ - عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم سندات صناديق الاستثمار)، بدون طبعة، مكتب العربي الحديث، الأردن، 1995، ص 58.

⁴ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط 1، المعتز للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 23.

الشكل (2-1): مكونات الأسواق المالية.



المصدر: الداوي خيرة، كفاءة و أداء الأسواق المالية (دراسة حالة كسوق عمان لأوراق المالية ما بين 2005-2012)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق جامعة قاصد مرباح ورقلة الجزائر (2011-2012)، ص 20 .

المطلب الثالث: مرتكزات السوق المالي.

سوف نترق إلى وظائف الأسواق المالية ثم أركانها .

أولا : وظائف الأسواق المالية .

تساهم الأسواق المالية بشكل مباشر في تجميع المدخرات من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية وتتجلى وظائفها التالية:¹

¹ - عبد النافع الزري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، داروائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص:22-23.

- 1- توفير أو زيادة كمية المصادر المالية المتاحة: إن الأسواق المالية تتيح فرص عديدة لكل من الدائنين و المدنيين، من خلال توفير قنوات استثمارية متعددة.
- 2- تقديم المعلومات المالية إلى الأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المختلفة المتوفرة في السوق المالي .
- 3 - - توفير السيولة لمالكي الأصول المالية المختلفة .
- 4- تساعد في تطوير وتنمية أساليب التمويل المختلفة (قصيرة ،متوسطة ،طويل الأجل) للمشروعات .
- 5- تساعد عملية التنمية وتكون في نفس الوقت مؤشرو مرآة عاكسة كما يحدث في الاقتصاد كما تعطى فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية والمالية بهدف معالجة أي خلل اقتصاد .
- 6- تدعم النمو.
- 7- تدعم الاستثمار وتعبئ المدخرات.

ثانياً: أركان السوق المالي.

إن عملية تحويل الأموال من المالكين والزائدة عن حاجتهم إلى من هم بحاجة لها تتم من خلال الوسطاء في السوق المالي ، من خلال هذه العملية يتم تحديد أركان السوق المالي التي تقوم على ثلاث أركان رئيسية أهمها:¹

1- فئة المقرضين أو المستثمرين:

تمثل مصدر الأموال في السوق المالي وتشمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي وذلك من خلال عمليات الإقراض المباشر أو في المتاجرة بالأوراق المالية.

ويهتم المقرضين أو المستثمرين بعدة عوامل أهمها " معدل العائد المتوقع، عامل السيولة، تاريخ الاستحقاق".

2- فئة المقرضين أو المصدرين:

تتضمن هذه الفئة من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في أسواق رأس مال لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية. كما يمكن الحصول على أموال عن طريق الاقتراض

¹ - وليد صافي أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع ،عمان الأردن ، 2012، ص ص:38-40-41.

المباشر، حيث يمكن أن يكون المقترض هنا فرد أو مؤسسة، لكن يجب أن تثبت في العقد المبرم بين المقرض أو المقترض جميع الشروط الأساسية للقرض "قيمه الاسمية، مدته، سعر الفائدة، تاريخ استحقاق".

3- فئة الوسطاء أو الوكلاء :

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين الجمهور المستثمرين في الأوراق المالية و بين الجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالي و أنظمته و تعليماته .

تضم فئة الوسطاء غالبا ثلاث مجموعات¹.

3-1- السماسرة:

من خلال هذه الخدمة يقوم السمسار هنا بتأدية خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل و يمكن ذكر بعض هذه الأوامر:

(أ)- أمر السوق: يتم تحويل السمسار بعمليات البيع و الشراء (أمر السوق)، وهو يعني "التنفيذ في قاعة السوق عند مستوى أفضل سعر في الوقت الذي أعطى منه الأمر.

أي أن تنفيذ الأمر هنا يتترك لتقدير السمسار، و يكون الأمر ساري المفعول منذ لحظة صدوره من العميل .

(ب)- الأمر المحدد: يحدد العميل لسمساره سعرا أو حدا معيناً لسعر الورقة المالية و يتم تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.

(ج)- أمر وقف الخسارة: نوع من الأوامر المحددة، وعندما يعطي العميل أمر وقف الخسارة إلى السمسار .

(د)- أمر يومي: أمر محدد بفترة زمنية محدودة (اليوم) ويكون الأمر ساري المفعول في اليوم الذي صدر فيه فقط .

(هـ)- أمر بمبلغ: يكون للوسيط السمسار حرية تحديد كمية و نوعية الأوراق المالية لاستثمار ولكنه يكون فقط مقيد في المبلغ الذي تتم به الصفقة.

3-2- صانعو الأسواق: يقوم الوسيط بممارسة مهنته و هي بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، و يقوم الوسيط بتنفيذ مهامه داخل السوق الثانوي سواء كان السوق نظامي أو الموازي فيه و يكون عمله إما لصالح العملاء أو لصالح نفسه .

الخدمات الأساسية التي يؤديها الوسيط (صانع السوق) لسوق المالي نذكر منها :

¹ - وليد صافي أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، ص: 35-36-37.

1- القيام بتوفير السيولة اللازمة للسوق المالي ، وذلك من خلال تقديم و مساعدة في عمل آلية السوق المالي من خلال السيطرة على ما يسمى بالعرض والطلب .

2- يقوم بلعب دور هام و كبير في عملية المحافظة على استقرار الأسعار و حجم التعامل داخل السوق المالي، و ذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة انخفاض الأسعار و الدخول كدور البائع في الأسواق المالية في حالة ارتفاع السعر.

3-3- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية : وتعني أن يقوم الوسيط بدور متعهدو الإصدارات و التغطية سواء كان في صورة أسهم أو في شكل سندات .

وبهذه الحالة يتعهد هذا الوسيط و الذي غالبا يكون في هذه الحالة هو بنك قد يكون (بنك الاستثمار) أو شركة استثمار مصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة .

ولكن يشترط على هذا الوسيط بهذه الحالة القيام بشراء ما يعجز عن تسويقه و بيعه من هذه الإصدارات سواء كانت أسهم أو سندات .

3-4- الشروط الواجب توفرها في الوسطاء :

تتمثل فيما يلي:¹

- أن يكون مقيد لدى البورصة .

- مشهود له بالأمانة و الصدق .

- له مقدر و مالية عالية .

- له قدرة عالية على تقديم المعلومات و البيانات .

- المهارة و الحرص على تنفيذ أوامر العمل .

المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية.

ترتكز كفاءة الأسواق المالية على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين ، من حيث توفرها و عدالة الاستفادة منها و تكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا .

¹ - علي شلي ، بورصة الأوراق المالية (دراسة علمية و عملية) ، مكتبة النهضة المصرية ، القاهرة مصر ، الطبعة الأولى ، 1992 ، ص 57 .

4-1- مفهوم و خصائص كفاءة الأسواق المالية.

أولاً: مفهوم كفاءة الأسواق المالية :

هي عبارة عن السوق التي تتم فيها استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات والمعلومات الواردة للسوق. الأمر الذي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالي، حيث في ظل السوق الكفاء فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة وذلك في ظل توفر مجموعة من الشروط .

ثانيا - خصائص السوق المالية الكفؤة:

يتميز السوق المالي الكفاء بالخصائص التالية:

- يتميز السوق بوجود عدد كبير من المستثمرين.
- يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة .
- أن تكون المعلومات متاحة لدى الجميع و دون أية تكاليف.
- عدم وجود أية قيود على المتعاملين أية وجود حرية تامة في التعامل .
- عدم تحقيق المستثمرين لأرباح غير عادية لأن العائد يكفي لتغطية المخاطر.

4-2- متطلبات كفاءة السوق المالية :

لكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود و المتمثل في التخصيص الكفاء المتاحة، ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

أ- كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية ":

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق ، دون الفاصل زمن كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، يعني الفرصة المتاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات ، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على بعض منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين¹:

¹ - منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير، بدون طبعة ، منشأة المعارف للتوزيع ، الإسكندرية مصر ، 1995، ص

ب- كفاءة التشغيل " كفاءة الداخلية " :

وهي قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية و دون أن يتاح لصناعة السوق فرص لتحقيق هامش ربح مغالي فيه .

وهناك مجموعة من الأساليب التي تحسن من كفاءة التشغيل و من ثم خفض التكاليف ، حيث تتمثل هذه الأساليب في:

* السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار و المتخصصين و من ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد تم استخدام هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية ، حيث صدر أول في مايو 1975 و الذي تم بموجبه أن تقوم الشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي ساهم في تقوية المنافسة بين صناعات السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية .

* جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل و السمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات و ينشط التداول في السوق.

* القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب و العرض.

4-3 - أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

نجد في هذا الصدد نوعين لكفاءة سوق رأس المال هما الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية.

أ- الكفاءة الكاملة:

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، و بين الوصول إلى نتائج، محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين و المعلومات متاحة للجميع و بدون تكاليف.¹

حيث تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

- شفافية المعلومات و سرعة انتقالها للجميع و بدون تكاليف.
- حرية المعلومات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، كذلك حرية الدخول الخروج لأي مستثمر من السوق، أو على بيعه و شرائه لأي كمية من الأسهم التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

¹ - مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد السابع، بسكرة الجزائر، 2010، ص 183 .

- رشادة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة عامة.

ب - الكفاءة الاقتصادية:

أن في ظل هذا النوع من الكفاءة فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى وأقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل .

لكن هذا الفارق بين القيمتين لا يتوقع أن يكون كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب¹.

إذ نجد أن الكفاءة الكاملة تختلف عن الكفاءة الاقتصادية في أن هذه الأخيرة تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق المال.

إن كبر حجم المشاريع الاقتصادية، وما تتطلبه هذه الأخيرة من موارد لتغطية احتياجاتها، أدت إلى ظهور أساليب جديدة للتمويل، حيث يتم هذا التمويل من خلال اصدار أدوات مالية تأخذ شكل أسهم وسندات و مشتقات مالية، إذ أم هذه الأدوات مكنت المؤسسات من الاقتراب من الأفراد والاستفادة من مدخراتهم و ذلك لغرض الاستثمار كما تعتبر هذه الأدوات المالية، ومن خلال هذا سنتناول كل أداة من الأدوات .

المطلب الأول: الأسهم.

إن الأسهم تشكل رأسمال المكتسب (المضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن رأسمال المعلن ، ورأسمال الفعلي و الرأسمال المساهم فيه هي عبارة عن مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها المستثمرين.

1-1- تعريف السهم:

يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية أصل ما من أصول شركة المساهمة و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة يناسب ما يملكه من أسهم².

1-2- أنواع الأسهم:

هناك نوعين من الأسهم، أسهم عادية و أسهم ممتازة.

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط 1، دار شامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 86.

² - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة القيم المتداولة، الدار الجامعية، القاهرة مصر، 1998، ص 20.

أ - الأسهم العادية :

السهم العادي هو صك قابل للتداول يمثل حق ملكية على جزء من رأسمال الشركة المصدرة . وهي أكثر الأوراق المالية شيوعا وتمثل جزءا أو حصة من رأسمال تغطي لصاحبها جملة من الحقوق ، و الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق ولمن أراد قيمتها ما عليه إلا بيعها في البورصة .

* خصائص الأسهم العادية:

تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات رأس المال في خصائص عديدة من أهمها:¹

- حق الملكية:

تعني أن المساهم يكون مالكا جزئيا للموجودات الشركة ، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة و سيستمر هذا الحق حتى تصفية الشركة .

- إن أصحاب الأسهم العادية لهم حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها عند الاكتتاب العام، حيث يجري هذا في الغالب من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابق من أسهم .

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية غير أنه يحق لهم المطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها ، وبالتالي الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك .

- كما يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب مجلس الإدارة ، كذلك التدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، كما ينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق ، لهم نظريا على الأقل مراقبة العمليات الجارية .

- تنسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فهي قد تصدر بصيغ مختلفة.

ب - الأسهم الممتازة:

هي شكل من أشكال الملكية من ناحية قانونية و ضريبية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية، فهي تمثل هجينا من الأسهم العادية والسندات، ويمكن إدراجها ضمن أوراق الملكية.²

تعرف الأسهم الممتازة على أنها تلك الأسهم لها الأولوية في الحصول على الأرباح، وفي الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل الأسهم العادية.³

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط 1 ، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2003، ص ص:94-96.

² - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية ، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، الكويت، مارس 2004 ، ص 04.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، ج 1 ، ط 1 ، دار كنوز اشيليا للنشر والتوزيع ، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 62.

حيث نجد هذه الأسهم تحقق مجموعة من المزايا في أولها عدم إلزام الشركة قانونيا بإجراء توزيعات وذلك في كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، كما أن لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت ، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد، إلى جانب هذه المزايا إلا أنه يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها بمقارنتها بتكلفة التمويل بالاقتراض، حيث أن التوزيعات هذه الأسهم تكون على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة، أي عدم استفادة الشركة من الوفرة الضريبية ، كذلك مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع وذلك تعويضا على المخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها المساهمين مقارنة بحملة السندات.

ولحامل الأسهم الممتازة مجموعة من الحقوق نجملها في النقاط التالية:

* **الحق في الحصول على أرباح:** يحق لحامل السهم الممتاز أن يحصل على قدر معين من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق الربح .

* **الحق على الحصول على نتائج من تصفية الشركة:** إذا صفى المشروع لسبب م فإنه يجب إعطاء الأولوية في السداد لحملة الأسهم الممتازة .

المطلب الثاني: السندات.

تمثل السندات أوراق دين تستخدم للتمويل، وذلك سواء تعلق الأمر بالسوق المنظمة أو السوق غير المنظم حيث تتميز بثبات سعر الفائدة على الاستثمار مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.

2-1- مفهوم السندات:

تعرف على أنها عبارة عن قروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أموال ما ، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي تحتاجها¹.

كما يعرف أيضا على أنه ورقة مالية تصدرها المنشأة التجارية والحكومية كوسيلة لإقتراض أموال طويلة الأجل.

مما سبق فإن السند هو عبارة عن قرض طويل الأجل حيث تقوم الشركة المقترضة بموجبه قيمته في تواريخ محددة.

2-2- خصائص السندات:

للسندات خصائص تتميز بها عن الصكوك الأخرى وهي كالآتي:²

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، ط 1 ، دارشامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن ، 2008 ، ص 87 .

² - أحمد محمد الخليل، الأسهم السندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط 2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع ، المملكة العربية السعودية 2005، ص: 92-93.

* قرض السندات جماعي، حيث الشركة قوم بالتعاقد مع مجموعة فتقوم بإصدار المبلغ الإجمالي للقرض عدد السندات متساوية القيمة، ويعطى متساوية قيمة السندات المساواة بين سقوف السندات إصدار واحد إزاء الشركة.

* السند قابل للتداول، إذا كان اسما فإن تداوله يكون مقيد في سجلات الشركة، وإذا كان كامل فطريق التسليم .

ومن أجل تطبيق مبدأ تداول السندات فإن أوجب أن تقدم الشركات المساهمة سندات المصادرة بطريقة الاكتساب خلال سنة على الأكثر من تاريخ الاكتساب إلى جميع البورصة ، لتنفيذ جداول الأسعار طبقا لشروطها وأوضاع لوائح البورصة.

* لا يشترك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير في شأن حامل السند، فلا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد ولا تغير ميعاد استحقاق الفوائد .

* يمثل السند طويل الأجل ، تتراوح مدته غالبا بين عشر السنوات إلى ثلاثين سنة و في خلال هذه المدة قد تتغير ظروف الشركة، فيتأثر مركز حامل السند تبعاً لذلك، فإذا ساءت إدارة الشركة مثلا فقد يتعرض لخطر عدم استفتاء حقه.

* يمثل السند ديناً على الشركة ، فإذا أفلست أو قامت بإعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة لحامل السند سقط أجل الدين و اشتراك صاحب السند مع باقي الدائنين للشركة .

3-2-أنواع السندات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات:¹

* السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

تقوم بعض الشركات بإصدار سندات تمنح للمكتتبين ، وذلك من أجل تشجيع المدخرين على الاكتتاب ، حيث تتوفر هذه السندات على بعض المزايا ، حيث تقوم بإصدار سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار علة أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغا آخر يسمى علاوة ، فمثلا تقوم شركة ما بإصدار سندات بقيمة كل واحد 10000 دج وتعرض على المكتتبين دفع مبلغ 9000 دج فقط وعند ميعاد الوفاء ترد إلى المكتتبين مبلغ 10000 دج في حيث نجد أنهم لم يدفعوا إلى 9000 دج .

* سند النصيب: النصيب هو عبارة عن مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة وهو نوع من أنواع السندات ، ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة .

¹- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، ط 2، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 1993، صص: 28- 29.

* السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الاصدار: وهو السند العادي ويستعمل في القروض المفقودة لمدة قصيرة ويعطي فائدة مرتفعة .

* السند المضمون: لكي تحصل بعض الشركات على حاجاتها من النقود تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض كأنها ترهن عقاراتها بعضها رهنا تأمينيا .

كما نجد أن حامل السند يتمتع بمجموعة من الحقوق وهي:

- استفاء الفوائد في مواعيدها المعينة و على الشركة أن تقوم بتأديتها قبل توزيع الأرباح على المساهمين .
 - استفاء قيمة السند عند طول الأجل.
 - إقامة دعوى الإفلاس على الشركة عند تأخرها عن دفع قيمة الإسناد، و الاشتراك في الإفلاس بقيمة السند.
 - وضع السند في التداول وفقا لأصول التجارية، فإذا كان السند للحامل يدعه للغير بمجرد التسليم ، وإذا كان اسما سجل البيع في سجلات الشركة .
- بصفة عامة فإن حامل السند يتمتع بجميع الحقوق التي يتمتع بها الدائن تجاه مدينه .

المطلب الثالث: المشتقات المالية .

تمثل المشتقات المالية أدوات ترتب لحاملها إلزاما أو اختيارا لشراء أو بيع، حيث أن هذه الأدوات تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون الأدوات أسهم أو سندات)، وتعد هذه المشتقات أحد أهم ملامح تطور أسواق رأس مال، ولقد بدأ التعامل بهذه الأخيرة وذلك في السبعينات وذلك نتيجة للتقلبات التي شهدتها العديد من الأسواق المالية وذلك في كل من سعر الفائدة و سعر الصرف و سعر الأصول المالية حيث تستخدم هذه الأدوات المالية في التحكم الذي يكون مصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية ، كذلك تستخدم لمواجهة خطر إصدار الأوراق المالية، ولا يقتصر دور المشتقات المالية في التحوط من الخطر بل يمتد إلى الأصول المالية الأخرى مثل الذهب ، ونجد من أهم أنواع المشتقات نجد الخيارات والمستقبليات و العقود الآجلة¹.

1-3- الخيارات:

و يمكن تعريف الخيارات على أنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد دون الالتزام بشراء أو بيع بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وذلك خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد و يمنح مشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل في علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار، حيث يطلق على السعر الذي يتم من خلاله تنفيذ بيع و شراء الأصل المالي بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى الخيار الذي يعطى لمالكة الحق في شراء بخيار الشراء، في حين يطلق على الخيار الذي يعطى لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار بخيار البيع .

¹ - عاطف وليم أندراوس ، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحوط لاقتصاد السوق ، ط 1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 2005، ص 22.

وبصفة عامة فإن الأدوات المالية هي عبارة عن أدوات للتأمين من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، أو التي يفترض أن يقوم المستثمر بشراؤها أو بيعها في المستقبل.

2-3- أنواع الخيارات:

وفقا لطبيعة وشروط العقد فإن الخيارات تنقسم إلى نوعين:¹

*** خيار الشراء :**

يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول الذي يمثل المشتري الحق بأن يشتري (إذا ما يرغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة لكمية معينة وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (المحرر) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد .

بهذا المفهوم نجد أن محرر الخيار ملزما ببيع الأصل محل العقد وذلك وفق الشروط الذي يضمنها وذلك إذا ما رغبت المشتري الخيار بتنفيذ العقد .

*** خيار البيع:**

يكون العقد خيار بيع إذا ما أعطى للطرف الأول الذي هو المشتري الحق في أن يبيع (إذا ما يرغب) للطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينة بكمية معينة و سعر معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة وذلك حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد ، وبالمفهوم أعلاه نجد أن محرر الخيار ملزما بأن يشتري من المشتري الخيار الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها وذلك إذا ما رغبت المشتري الخيار بتنفيذ العقد ، ونلاحظ من خلال سبق إنه يبقى المشتري هو دائما له الحق في تنفيذ الخيار، وعلى المحرر إلا الإذعان له سواء كان ذلك بالنسبة لخيار الشراء أو خيار البيع ، كما أن المحرر يقبض علاوة من المشتري تحدد في شروط العقد .

كما تجدر الإشارة إلى المستثمرين يلجأ إلى شراء عقود خيار الشراء وذلك في حالة توقعهم لإرتفاع مستوى أسعار الأصول في تلك العقود، ويحدث العكس أي أنهم يلجأون إلى شراء عقود البيع في حال توقعهم لهبوط أسعار الأصول في تلك العقود .

3-2 - العقود المستقبلية:

هي عقود آجلة ولكنها تتداول في البورصة، حيث تعطي لمشتريها الحق في الشراء أو بيع قدر معين من أصل المالي عيني بسعر محدد سلفا على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق ، وتهدف عقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد ومن تم أسعار الأصول المالية .

¹ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة محافظ الاستثمارية، ط 1، وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص: 299- 300 .

وتختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، كما أن لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما ينبغي على طرفي عقد المستقبلية إيداع هامش مبدئي تمثل نسبته من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد .

وإذا كان المستقبلية تمثل أدوات للتغطية ضد المخاطر لكل من طرفي من خلال ضمان تنفيذ الصفقات بين المشتريين والبائعين بنفس السعر المنصوص عليه في العقد بغض النظر عن أي ظروف مستقبلية قد تحدث للأصول المالية، فإن هذا لا يعني أنه لا تحدث أي خسائر أو أرباح لطرفي العقد، إذا أنه قد تتحقق أرباح أو خسائر حيث تكون متمثلة في الفرق بين سعر العقد المستقبلي أو السعر في السوق الحاضرة في يوم تنفيذ العقد (يوم التسليم)، ويحدث هذا نتيجة لاختلاف سعر الأصل المالي في السوق الحاضرة عن سعر التعاقد وذلك أثناء تنفيذ الصفقة، والحالة الوحيدة التي يمكن أن لا يتحقق فيها أي أرباح أو خسائر هي تلك الحالة التي تساوي فيه السعر الأصلي مع سعر التعاقد وذلك وقت التسليم.¹

3-3 - العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها عقود يلزم فيها البائع والمشتري أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ، يسمى سعر التنفيذ، ولكن في هذا العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء أو الباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، حيث يحدد الطرفان كمية وطريقة وكيفية التسديد وذلك بملائهما، الأمر الذي يدل على أنه:

- لا توجد سوق ثانوية لهذا النوع من العقود، كذلك عند إبرام العقد لا يمكن إلغاؤه، مما ينطوي عليها مخاطر عدم القدرة على التسليم.²

من صفة العقود الآجلة أنها تعطي الحق لمشتريها في شراء أو بيع أي أصل مالي أو عيني وذلك بسعر محدد وتاريخ التسليم يكون لاحقا، وبالتالي فهي بهذا لا تختلف عن المستقبلية إلا أنه نجدها تختلف عن المستقبلية من حيث التداول فهذه الأخيرة يتم تداولها في الأسواق المالية، بينما نجد أن العقود الآجلة لا يتم تداولها ولا يوجد لها سوق ثانوية، فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزام بالعقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية بينما هو الحل بالنسبة للمستقبلية .

¹ - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط 1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 2005، ص 23-24.

² - بياس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف الجزائر، 2009، ص 06.

المطلب الرابع: المقارنة بين الأسهم و السندات.

إذا تشابه السند و الأسهم من حيث كلاهما ورقة طويلة الأجل و من حيث مكان الإصدار و التداول إلى أنهما يختلفان في عدة نواحي نلخصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): مقارنة بين السهم و السند .

السند	السهم
<ul style="list-style-type: none"> - أداة دين لحامله على الجهة المقترضة . - لا يحق لحامله التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها . - لحامله الحق في الحصول على فائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر، ولا يمكن تأجيل تسديدها و يترتب عن العجز عن تسديدها إفلاس الشركة . - عائد السند ثابت . - تنقطع صلة حامله بالشركة فور قيامها بتسديد قيمة السند . - الفوائد على السندات لا تخضع للضريبة . 	<ul style="list-style-type: none"> - هو أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة . - له الحق في التدخل في إدارة الشركة و تصريف شؤونها من خلال الجمعية العامة. - يرتبط حصول حامله على الأرباح بالأوضاع المالية و ربحية الشركة ، كما يمكن توزيع تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك إفلاس الشركة . - عائد السهم متغير . - تبقى علاقة حامله بالشركة قائمة إذ لم يتم تصفيتها . - عائد السهم يخضع للضريبة .

المصدر: بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007، ص 87.

المبحث الثالث: تأثير العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة.

من الملامح التي ظهرت في السنوات الأخيرة في أسواق الأوراق المالية الدولية، النمو الكبير في أسواق الدول النامية والتي عرفت باسم الأسواق الناشئة. وقد ارتبط نمو هذه الأسواق بحجم التدفقات الرأسمالية الوافدة عبر الحدود، التي جاءت كنتيجة لقيام تلك الدول بفتح أسواقها وتحريرها من كافة القيود وبالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرة التنافسية في مجال الخدمات و استقطاب الاستثمارات المحلية و الأجنبية، غير أن للعولمة المالية تأثير على حركة تنقل رؤوس الأموال بين الأسواق .

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة .

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين ، وهي أسواق برزت خلال السنوات الأخيرة كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دوليا .

1-2- تعريف الأسواق المالية الناشئة:

تعود كلمة " ناشئة " * في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة فيها، والمؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فكل سوق مالية قد مرت بمرحلة النشوء في بداية تطورها، فمع بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، كما كانت السوق اليابانية ناشئة في الستينات والسبعينات، ويوجد حاليا عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة، لعل أهمها تعريف مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد اقل من 10000 دولار، وانطلاقا من هذا التعريف وضعت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية يمكن إدراجها ضمن الجدول التالي:

(١) إن مصطلح ناشئة لا يمثل الترجمة الحقيقية لمصطلح (Emergente) والتي تعني الطفو والبروز والخروج فوق سطح الماء وهو يحمل أكثر معنى التميز والخروج عن المعتاد وهذا أقرب إلى المعنى من مصطلح النشوء والذي يحصر المعنى في المرحلة الابتدائية لنشوء الظاهرة.

جدول رقم (2-2): قائمة الأسواق المالية الناشئة.

الشرق الأوسط	إفريقيا	أوروبا	جنوب آسيا	شرق آسيا	أمريكا اللاتينية
الأردن	جنوب افريقيا تونس المغرب مصر	روسيا المجر بولونيا جمهورية التشيك اليونان	الهند أندونيسيا ماليزيا باكستان الأردن	الصين الشعبية كوريا الجنوبية الفلبين تايوان سيريلنكا تايلاندا	الأرجنتين البرازيل الشيلي كولومبيا المكسيك البيرو فنزويلا

Source :Société Financière Internationale (www.ifc.org)

لقد تميزت الاقتصاديات الناشئة بالتميز الكبير منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي، التجاري والمالي، حيث عرفت معدلات نمو مرتفعة من وجهة نظر اقتصادية ومعدلات عوائد معتبرة من وجهة نظر استثمارية، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي. وعموما فإن الأسواق الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق.

وبذلك يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ "سوق ناشئ" إذا انطبق عليه الأقل أحد المعيارين التاليين:¹ - إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد تام .

- إذا كان السوق ذاته بصدد نمو .

1-2- خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تتشرك غالبية البورصات الناشئة في بعض الميزات على الرغم من تباينها فيمل يتعلق ببعض المؤشرات.

¹ - هالة حلي سعيد، الأسواق المالية الناشئة و دورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58 سبتمبر 1999، ص 23.

* الحجم الصغير: يعكسه كل من مؤشر رسملة السوق ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق لمعدلات جيدة وارتفاع مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المتحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع .

* درجة تركيز عالية: تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة، مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز باستثناء الهند والبرازيل وباكستان .

* تذبذب كبير في الأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة : وتقاس درجة التذبذب بواسطة الانحراف المعياري لعائد السوق المعينة ، و أيضا بمعدل (PER) وهو حاصل قسمة سعر السهم على عائده، وهذا المعدل مرتفع جدا في الأسواق الناشئة.

* التطور السريع : حيث حققت العديد من البورصات الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في أندونيسيا، تركيا، فنزويلا، اليونان ، الأرجنتين، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصص إلى هذه البورصات.

* قلة الكفاءة في لتنظيم و ضعف المنظومة القانونية: إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة كفؤة من أجل السير الحسن للعمليات المالية، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة، كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين أو المستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى الوطن أو تحويل الأرباح.

* ضعف الاستقبال للاستثمارات الأجنبية: فعلى الرغم من تزايد رؤوس الأموال المتجهة نحو البورصات الناشئة من 03 مليار دولار في 1990 إلى 61 مليار دولار في 1993 فهناك دراسة للبنك العالمي توضع الحصص الأكبر من رؤوس الأموال المستثمرة في الأسواق المالية الناشئة تتركز فيها الدول الصناعية وهذا على الرغم من أن الأسواق الناشئة أكثر مردودية وتنوعا.

المطلب الثاني : مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التوزيع الدولي .

لقد ساعد الانفتاح الاقتصادي والمالي للأسواق الناشئة في ازدياد تدفق رأس المال الأجنبي الخاص إليها بشكل كبير مع بداية التسعينات، في شكل استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات الحافظة المالية، حيث تمكنت هذه البلدان من التحكم في أزمة المديونية بتقليص لجوئها إلى الاقتراض الحكومي الرسمي والخاص قبل فترات الأزمات، ويوضح الجدول رقم (3) تزايد التدفقات الصافية لرأس المال الخاص خلال 1990-1994 وتناقص الاقتراض الحكومي الرسمي، مع عودتها إليه في سنوات الإضطراب 1995 و 1997.

الجدول رقم (2-3) : تدفقات رؤوس الأموال بإتجاه الأسواق الناشئة (1990-1997) - الوحدة مليار دولار-

التدفقات... السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
-تدفقات صافية لرأس المال الخاص	31	126.9	190.9	164.7	160.5	192	240.8	173.7
-قروض من الجهات الرسمية	22.2	25.7	17.6	18.7	2.5-	34.9	9.7-	29
-التدفقات الكلية لرؤوس الأموال	53.2	152.7	138.5	183.4	158	226.9	231.1	202.7

Source : Bourquinat H., Finance internationale, PUF, France, 1999, P.575.

لقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا بنسبة 47% وأمريكا اللاتينية بـ 38% كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية. يرجع هذا التصاعد القوي لدور الأسواق الناشئة إلى فعاليتها الاقتصادية والمالية، فالنظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة من قبل المستثمرين الدوليين، إضافة إلى معدلات العوائد المرتفعة فيها التي تتزامن مع تراجع هذه المعدلات في الأسواق المالية الكبرى تمنحها مكانة جيدة ضمن سلم التوظيفات المالية للمستثمرين الدوليين، ففي 1996 قدر البنك العالمي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7% خلال الفترة من 1994 إلى 2009، مقابل 4.8% في البلدان الناشئة.¹

إضافة إلى العوائد المرتفعة يبحث المستثمر الدولي عن الاستثمار الأقل مخاطرة، ويعتبر بعض المحللين الماليين أن ضعف معامل الارتباط بين العوائد على الأسواق المتقدمة والعوائد على الأسواق الناشئة يلعب دورا مهما في نجاح الاستثمارات في الأسواق الناشئة، وهذا الارتباط الضعيف جدا يترجم من وجهة نظر هؤلاء المحللين بوجود أرباح محتملة من وراء عملية تنويع المحفظة في الأسواق الناشئة.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة .

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين: الأولى وتهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية، و الثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

¹ - هالة حلي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، 1999.ص

3-1- المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق:

وتتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسيه وهي¹:

3-1-1- حجم السوق : وقيسه مؤشرات :

* رسملة السوق : من أهم المؤشرات ، يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالية.

وقد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، وبلغت سنة 2009 حوالي 12408,13 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 27% من الرسملة السوقية العالمية في نفس العام.

* عدد الشركات المسجلة : وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر. ولقد ازداد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 2007-2009 بـ 40% ، ويرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق.

3-1-2- السيولة : ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية ، وهناك مؤشران :

* معدل التداول : و يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل. في الأسواق الناشئة ككل، زاد معدل التداول بحوالي 45% من 2007 إلى 2009 .

* معدل الدوران : ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط (البرازيل)، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيفا (ماليزيا) .

1- هالة حلي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسالة بنك الكويت الصناعي، 1999، ص 28.

3-1-3- التركيز:

تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.

باستثناء الهند وباكستان و البرازيل فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ 20% ، يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% ويتجاوز هذه النسبة في الأرجنتين، كولومبيا وفنزويلا .

المطلب الرابع: تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة.

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية ، وقد يتعلق الأمر أحيانا بمتغيرات غير مالية ، والمؤكد أن للعولمة المالية تأثير على المؤشرات السابقة من خلال تسهيل دخول رؤوس الموال إلى الأسواق الناشئة دون قيود ، وقد يساعد ذلك في تطورها ونشاطها، كما قد يعرضها إلى اضطرابات شديدة -كما في أزمة جنوب شرق آسيا والأزمة المالية العالمية 2008- من خلال تسهيل خروج رؤوس الموال دون قيود، بالإضافة إلى آثار العدوى التي تتسارع بفعل العولمة المالية.¹

4-1- الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة .

كثيرا ما ينظر للعولمة المالية على أنها السبب في حدوث الاضطرابات في الأسواق الناشئة، وكثيرا أيضا ما دافع أنصار العولمة باعتبار الاختلالات الاقتصادية القاعدية في هذه الأسواق هي السبب الرئيسي وراء حدوث الأزمات، لكن دراستنا ستنتقل من اعتبار أن العولمة المالية هي فقط أحد العوامل المساهمة في حدوث الأزمة، ثم في مرحلة لاحقة كعنصر مساعد في توسعها وانتشارها.

يمكن القول إن تلك الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات وإلى جنوب شرق آسيا والأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينات، إنما تعكس غياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير عمليات حساب رأس المال، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها وعدم استقرار زنايتها الاقتصادية الكلية، الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات، كما أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال كما تفتح العولمة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، والأكثر من ذلك قد تتوسع آثار الاضطراب لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطيعية للمستثمرين، لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل.

¹ - مرابط ساعد، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على الأسواق المالية الناشئة، مداخلة ضمن ملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2006، ص 12.

وتقود الملاحظة لمراحل الأزمة المالية المكسيكية إلى الاستنتاج أن الاختلالات الهيكلية للاقتصاد المكسيكي قبل 1995 وعمليات التخفيض المتتابة للبيزو وتزايد العجز في العمليات الجارية بالإضافة إلى كثرة الفضائح والعثرات السياسية، أدى كل ذلك إلى تراجع ثقة المستثمرين في البيزو وفي السوق المكسيكية بشكل عام، وانطلقت بذلك الهجمات المضاربية ضد البيزو وخروج رؤوس الأموال من المكسيك وانهارت بذلك سوق الصرف وتلتها سوق الأوراق المالية في الأشهر الأولى من 1995.

وقد اعتبر بعض المؤلفين أن الأزمة المكسيكية كانت بمثابة الإنذار المسبق بقدوم الاضطرابات بالنسبة للبلدان الآسيوية، ولكن تطورها الكبير ومعدلات النمو السريعة والتميزة لهذه البلدان، وجاذبيتها الكبيرة للاستثمارات الأجنبية، جعلها تتجاهل بعض اختلالاتها القاعدية المشابهة لتلك المتسببة في أزمة المكسيك، هذا التشابه كان سببا في انتقال آثار العدوى إليها، حيث تراجعت الثقة في الاقتصاديات الآسيوية وقام المتعاملون في سوق الأوراق المالية في جويلية 1997 ببيع كميات هائلة من الأوراق في البورصات الآسيوية، ثم قاموا بشراء كميات ضخمة من الدولارات من أسواق الصرف المحلية وتحويلها إلى بلدانهم في صورة قانونية ودون أي قيد مما أدى إلى انهيار سوق الصرف وسوق الأوراق المالية.

وانتقلت بنفس الطريقة آثار العدوى لتصيب الاضطرابات كل من روسيا والبرازيل في 1998، ويمكن القول إن الاندماج المالي والاقتصادي والترابط فيما بين الأسواق في إطار العولمة المالية يزيد في إمكانية حدوث الأزمات و هذا في حال انخفاض ثقة المستثمرين، ويساهم في المناخ لانتقال آثار العدوى.

4-2- أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة :

4-2-1- تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 :

في سبتمبر 2008 بدأت الأزمة المالية العالمية والتي اعتبرت الأسوأ من نوعها من أزمة الكساد الكبيرة 1929 ولقد بدأت الأزمة أولا بالولايات المتحدة الأمريكية مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة وهي مؤسسة " الأخوة ليمان براذر " عن إفلاسها كما وصل عدد بنوك المنهارة خلال سنة 2008 ب 19 بنكا ثم امتدت هذه الأزمة إلى باقي في الدول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والخليجية و الدول النامية.¹

4-2-2- أثر الأزمة على محفظة المالية لأسواق الناشئة :

كانت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة قد ارتفعت بشكل كبير خلال برنامج التيسير الكمي - برنامج شراء الأصول في الولايات المتحدة الأمريكية - الذي تلى الأزمة المالية العالمية، حيث دفعت أسعار الفائدة القريبة من الصفر في الاقتصادات الدول المتقدمة رؤوس الأموال نحو الأسواق الناشئة المرتفعة العوائد، غير أنه ومنذ اعلان بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عن نيته في تخفيض برنامج التيسير الكمي خلال شهر ماي 2013، كانت الأسواق الناشئة من موجات هروب رؤوس الأموال حيث ارتفعت العائدات في

1- مرابط مساعد، الأزمة المالية العالمية جذورها وتداعياتها، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، 21-22 أكتوبر 2009.

الاقتصادات المتقدمة مما أدى إلى اضعاف عملات الأسواق الناشئة والرفع من عوائد هذه الأخيرة، وهو ما أدى بدوره إلى تقلبات في أسعار الأسهم، وتؤكد هذا الاتجاه من خلال آخر المعطيات التي اصدرها المعهد المالي الدولي والتي أظهرت تراجعاً كبيراً عن متوسط التدفقات خلال النصف الثاني من سنة 2013.

نشر المعهد المالي الدولي معطيات حول تدفقات المحفظة حسب المناطق حيث سلطت الضوء على أكثر مناطق يخاف المستثمرون حالياً. وقد تم تقدير صافي التدفقات الخارجية للمحفظة في الأسواق الناشئة الأوروبية، 7,3 مليار دولار خلال شهر أغسطس، وهو أكبر تدفق خارجي منذ يناير 2010، عندما بدأ المعهد المالي الدولي إصدار بياناته وقد ساهمت حالة عدم الاستقرار السياسي في أوكرانيا في فقدان المستثمرين الثقة في المنطقة، حيث وصلت التدفقات الخارجية في أوكرانيا 1,1 مليار دولار خلال الأشهر التسعة الأخيرة كما أن نسبة العالية لعجز الحساب الجاري (5,5 من الناتج المحلي الإجمالي)، وانخفاض احتياط النقد الأجنبي (1,9 من أسهم تغطية الواردات) والحصة الكبيرة للمملكة الأجنبية في الديون السيادية خلال سنة 2013 يجعل أوكرانيا فرصة للتدفقات الخارجية للمحفظة. وللتعويض عن هذه التدفقات الخارجية، تتلقى سلطات دعماً لميزان المدفوعات في إطار برنامج جديد لصندوق النقد الدولي.

أما في الأسواق الناشئة الآسيوية فقد قدرت تدفقات المحفظة بـ 9,7 مليار دولار في أغسطس، واستحوذت الهند على الحصة الأكبر من هذا الرقم الإيجابي بصدد تدفقات بلغ 4,7 مليار دولار.

خلاصة القول أن تدفقات المحفظة في الأسواق الناشئة تظل متقلبة، وهي بشكل عام في اتجاه التنازلي خصوصاً مع تباطؤ الحاد الذي شهدته خلال شهر أغسطس، علاوة على ذلك، هناك بلدان معينة أكثر عرضة لهروب رؤوس الأموال بسبب ضعف أسهمها الاقتصادية وقد شهدت تدفقات خارجية للمحفظة خلال الأشهر الأخيرة، كما أن خطة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لإنهاء برنامج التيسير المكي في شهر أكتوبر قد تؤدي إلى مزيد من الضغط على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة التي تعاني هشاشة أسهمها الاقتصادية، ومن المحتمل أن يؤدي هذا الأمر إلى عودة حالة عدم الاستقرار لأسواق المالية في أسعار الصرف و أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة مستقبلاً¹.

4-3- تأثير مؤشر الأداء بفعل الأزمات :

لقد كان أثر الأزمات المالية قويا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وكذلك على التنوع الدولي في كل من الأسواق الكبرى والناشئة معاً، وقد انعكس ذلك على مؤشرات أداء الأسواق، حيث تأثرت مؤشرات نشاط الأسواق.

تراجعت بفعل الأزمة المالية العالمية 2008 بعض مؤشرات نشاط السوق، بالنسبة لمؤشر حجم السوق، فقد تأثر مؤشر راسملة البورصة، حيث تراجع بنسب كبيرة ليس فقط في الأسواق المتقدمة ولكن في الأسواق المتقدمة أيضا كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (2-4): الخسائر في القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة بين 2007 و 2008 (مليار دولار)

القيمة السوقية الدول	القيمة السوقية		قيمة الخسارة
	سنة 2007	سنة 2008	
الأسواق المالية الناشئة	16214,06	7168,34	9045,72
الأسواق المالية المتقدمة	45796,43	26360,98	19435,45

المصدر:

Source : world ferderation of exchangue(annual reportand statistics) ,paris,2007,2008,p 100.

في الوقت نفسه تراجع مؤشر السيولة في الأسواق المالية الناشئة لانخفاض الكبير في القيم المتداولة وهذا يوضحه الجدول الموالي :

الجدول (2-5): الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الناشئة (2007 - 2008).

شيلي	20,81%	تايلاند	2,21%
كوريا الجنوبية	16,33%	جنوب افريقيا	1,19%
ماليزيا	52,26%	تاوان	19,31%

المصدر: من اعداد الطالب استنادا إلى:

Source : world ferderation of exchangue(annual reportand statistics) ,paris,2007,2008,p 100.

يتضح من الجدولين الأخيرين أن كلا من مؤشر راسملة البورصة والسيولة قد تتأثر بالخروج المفاجيء والعييف لرؤوس الأموال الأجنبية ، وهذا ما يبين العلاقة الوثيقة بين استثمارات الأجانب وهذين المؤشرات .

من خلال ما سبق يمكن التأكيد على وجود تأثير حقيقي وقوي للعولمة المالية كعملية وكواقع على أداء الأسواق المالية الناشئة، وعلى الرغم من الاضطرابات التي سببتها سلوكيات المستثمرين، يبقى من الضروري جدا للأسواق الناشئة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية بالاندماج الفعلي في الأسواق العالمية مع المراقبة المستمرة لاستقرار التوازنات القاعدية.

خلاصة الفصل:

لقد تم التعرض في هذا الفصل إلى نشأة وتطور للأسواق المالية متضمن التعريف بالسوق المالية وأهم الوظائف التي تقوم بها وكيف يمكن تنظيم السوق المالية وآليات التعامل في الأسواق المالية كما تم تعرض إلى تقسيمات هذه السوق والتي نجدها إلى قسمين سوق رأس المال وسوق النقد، حيث تفرقة بين هذين السوقيين من خلال الأجل مع التعرض إلى الأدوات المالية المتداولة في كل سوق من هذه الأسواق.

ولكي تؤدي هذه السوق وظائفها علينا أن تنوع الأدوات المالية حيث نجد أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق تنقسم بين الأدوات الملكية كالأسهم وأدوات مديونية كالسندات كذلك المشتقات المالية ونقوم بدراسة مقارنة بين الأسهم والسندات، وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات.

وتم التعرض في هذا الفصل أداء الأسواق المالية الناشئة في ظل الانفتاح المالي من خلال مفهوم الأسواق المالية الناشئة وخصائصها ومؤشرات أدائها ومكانتها ضمن التوزيع الدولي وتأثير الإستراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة.

ويمكن استخلاص في الأخير أن وجود تأثير حقيقي وقوي للعولمة المالية كعملية وكواقع على أداء الأسواق المالية الناشئة وعلى الرغم من الإضطرابات التي سببتها سلوكيات المستثمرين، يبقى من الضروري جد الأسواق الناشئة، أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية بالاندماج الفعلي في الأسواق العالمية مع المراقبة المستمرة لاستقرار التوازنات القاعدية .

الفصل الثالث :

أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية

تمهيد :

بعد تطرقنا في الجزء النظري إلى آثار العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، سوف نتطرق في هذا الفصل إلى أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية.

تعتبر البورصة أداة مهمة بالنسبة لاقتصاد ما وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في تعبئة المدخرات بهدف لاستثمار والتكيف مع التحولات العالمية الراهنة.

لذا فإن وجود سوق الأوراق المالية يعد فرصة هامة جدا لكل مستثمر، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنوع محفظته المالية ، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا.

ونظرا لهذه الأهمية التي تكتسبها الأسواق المالية سارعت معظم الدول العربية إلى إنشاء هذا النوع من الأسواق على غرار باقي الدول، ورغم مرور مدة زمنية معتبرة على إنشاء الأسواق المالية في معظم الدول العربية إلا أن الكثير منها لم تحقق الأهداف المرجوة من إنشائها.

إن التطورات والاصلاحات التي واكبت العالم أدت إلى حرية تنقل رؤوس الأموال بين الدول مما أدى إلى اندماج الأسواق العربية مع الأسواق العالمية دون وجود حدود بينهما، وفي ظل العولمة المالية يمكن أن تؤثر على أداء الأسواق المالية العربية.

حيث سوف سنتناول من خلال هذا الفصل إلى البورصة وذلك من خلال المفهوم والوظائف، كذلك أنواع البورصات الموجودة، كذلك عرض الشروط اللازمة من أجل بورصة فعالة وفي الأخير نتعرض إلى الأعضاء التي تشتمل عليها البورصة وأهم المرتكزات التي تقوم عليها.

كما نتعرض من خلال الفصل إلى عرض لنماذج من البورصات العربية حيث نقوم بعرض بعض الأسواق المالية العربية وهي سوق مصر المالي وبورصة الجزائر وسوق عمان الأردني.

كما نتعرض في الأخير إلى أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية من خلال التطرق إلى واقع الأسواق المالية العربية، وكذلك سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية وكذلك نتعرض إلى تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، في الأخير نتعرض إلى تأثير العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية .

المبحث الأول : عموميات حول البورصة.

إن للبورصة دور مهما وذلك على مستوى تطور الدول الكبرى من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية ، حيث لا اهتماما وتنظيما قانونيا كبيرا ، وذلك في الدول المتقدمة، مما جعلها تعتبر أداة فعالة وذلك في تطور المستوى الاقتصادي لهذه الدول . أما فيما يخص الدول النامية فإنها مازالت رؤوس الأموال مازالت بعيدة عن العمليات التداول في عملية البورصة ، حيث يعود أصل كلمة بورصة إلى اسم أحد الصيارفة لمدينة بروج في بلجيكا والذي كان يدعى Vander bourse والذي كان تجار المدينة يتجمعون في قصره، حيث كان أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers في بلجيكا عام 1460 وفي لندن عام 1973 ، ولقد أنشئت بورصات للأوراق المالية وذلك في مصر وواحدة في القاهرة والأخرى في الإسكندرية، حيث أنشئت بورصة القاهرة عام 1904.¹

المطلب الأول: مفهوم البورصة وأهميتها.

1-1- مفهوم البورصة:

لقد تعددت التعاريف حول البورصة نذكر منها :

تعريف 01: تعرف البورصة على أنها " الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء الأوراق المالية والبضائع وبيعها وقد يطلق عليه هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد".²

تعريف 02: تعرف على أنها " سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شلاء الأوراق المالية أو المحاصيل الزراعية أو السلع الصناعية، وتؤدي كلمة بورصة معنيين ، المكان الذي يجتمع فيه المتعاملون يبعوا أو شراء و مجموع العمليات التي تنعقد فيه " .

تعريف 03: تعرف البورصة على أنها " سوق منظم ولها قواعد تحكمه ، ويتم فيها عمليات بيع و شراء الأوراق المالية من خلال شركة السمسرة (الأعضاء) " .

من خلال التعاريف السابقة يتضح لن أن البورصة هي عبارة عن مكان معروف وتحكمه مجموعة من القوانين ، حيث يتم فيه تداول عمليات البيع والشراء.

1-2- أهمية البورصة:

تكتسي البورصة أهمية كبيرة على مستوى الاقتصاد الوطني، حيث جزء من أجهزة الأسواق المالية ،بالإضافة إلى كونها أداة شفافة وذلك في تبني نظام الخصوصية ، كما أن البورصة تكشف عن الوضعية

¹ - شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع،الجزائر،1993،ص:07-08.

² - وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية ، ط 1. دارالمستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009،ص:226.

الحقيقية للمؤسسة كما تعكس البورصة الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية أو التجمعات الاقتصادية الجهوية، أو الشركات العالمية العملاقة ، فلا يمكن تصور قيام أو اعتماد البورصة في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد و تهميش أو غياب القطاع الخاص ، أو تجميد مشاريع الخصخصة أو مشاريع تنازع الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأس مال للعمال وللمواطنين أو الهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموال المدخرين ، الأمر الذي سيؤدي في حالة اعتمادها تلقائياً إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.¹

حيث تعتبر الأهداف التي تمر من أجلها تم انشاء بورصة معينة:

- السماح لمؤسسات القطاع العام و الخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أمواله للجمهور.
- تقييم هذه الشركات عن طريق السوق.
- ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي.
- السماح بسيولة الادخار للمستثمر على المدى القصير.
- تحقيق و تكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركة النقدية (السيولة و انتقال رؤوس الأموال) و ادخار و ربح و خسارة.

المطلب الثاني: شروط إقامة بورصة فعالة.

تمثل البورصة الجزء الأكبر من ثروة البلاد، حيث تقوم بدور حيوي و فعال و ذلك في خدمة التمويل و الاستثمار ، و من أجل قيام بورصة فعالة تقوم بدورها و تحقق وجودها و تأثيرها الإيجابي لابد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:²

- 1- وجود مكان محدد و معلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.
 - 2- سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، و ذلك من أجل أن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض و الاتصال و التسجيل و نظم المعلومات.
 - 3- وجود استمرارية و التنظيم، حيث لابد أن تكون البورصة سوقاً منظمة و مستمرة و ذلك من خلال الأمور التالية:
- وجود عدد كاف من المتعاملين فيما يضمن الاستمرارية فيها من ناحية و الاستقرار من ناحية أخرى لأن ذلك يمنح التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.

¹ بتاريخ الإطلاع 2018/04/10 : <http://www.Khvma.com/essendes/économie.htm>

² شعبان محمد إسلام البواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط 1، دار الفكر، دمشق سورية، 2002، ص 43-41

- وجود الحرية التامة بين المتعاملين و المعاملات التي تجرى فيها.
 - إجراء عمليات كثيرة و متكررة.
 - تعدد الأوراق المالية المطروحة و المتداولة، و ذلك عن طريق زيادة الشركات المسجلة في البورصة، كذلك زيادة عدد المتعاملين فيها، مما يضمن للبورصة فعاليتها من نمو و ازدياد حجم التداول و التعامل فيها.
 - لابد أن يكون سوق منظمة لأن غياب التنظيم بسبب معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل مثل مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، كذلك مشكلة الرقابة و الافصاح المالي عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، و مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة المالية محل التداول و مشكلة تحديد العمولة و المصارف الأخرى.
 - 4- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة و التعامل فيها مثل شركات و مؤسسات مالية وسيطية مثل بيوت الإصدار و السماسرة ، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي:
 - تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم لتكوين محفظة الأوراق المالية و إن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.
 - تسهيل و تسريع عمليات التداول و البث فيها .
 - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع و الشراء بكميات كبيرة.
 - 5- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة و أن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجرى التعامل فيها و عن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق و امكانية استيعاب هذه المعلومات.
 - 6- وجود إطار قانوني و قواعد لتنظيم و رقابة المعاملات التي تجرى في البورصة ، و ذلك من أجل حماية المتعاملين من المخاطر التي يمكن أن تحدث، كذلك محاسبة أي متعامل يخرج عن الإطار القانوني.
 - 7- التغطية و ذلك يجعل كل العقود و المعاملات التي تتم في السوق بنمط محدد، و التنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية الأوراق المالية، و من ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.
- و عادة نجد أن فعالية أي بورصة تقاس بالمقاييس التالية:
- مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.
 - مقياس الدقة و الصحة، و عدم حدوث أي أخطاء أو السماح لاحتمالاتها أن تظهر.
 - مقياس الفعالية في رصد و تسجيل و نشر البيانات و المعلومات بشكل فوري و سريع.

المطلب الثالث: أنواع ووظائف البورصة .

تعتبر البورصة المرآت العاكسة للحالة الاقتصادية ، ومدى نجاح السياسات المالية والاقتصادية وذلك من خلال الدور الذي تقوم به في المجتمع.

3-1- أنواع البورصات:

لقد كان في السابق يتم التعامل بالبورصة في السلع حيث يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من البورصات وهي¹:

* بورصات السلع.

* بورصات العملات.

* بورصات القيم المتداولة.

3-1-1- بورصة السلع والعقود:

إن هذه البورصة هي عبارة عن سوق منظمة، حيث يتم التعامل فيها بيع وشراء السلع ذات الاستهلاك الواسع، أي بمعنى السلع ذات الطابع الاستراتيجي وذلك مثل القمح والذرة والعلف والشاي والزيتون إلخ .

حيث نجد في هذه البورصات لا يتم فيها شرط بل يتم النظر إلى نوعية السلع، إذ بالإمكان إحلال كمية معينة من السلعة مكان كمية أخرى وذلك من نفس النوع.

وما يمكن ملاحظته في هذا النوع من البورصات أن التعامل إما يكون:

* عاجلا وتسمى في هذه الحالة بورصة السلع الحاضرة.

* أجلا وتسمى في هذه الحالة بورصة العقود .

حيث توضح في هذه الحالة عقود البضائع بأدق مواصفاتها، كذلك يحدد أيضا تاريخ التسليم .

3-1-2- بورصة الذهب والفضة:

هذه البورصة يتم فيها عموما عمليات شراء وبيع الوسائل التي يمكن بموجبها تسوية المدفوعات في بلد آخر.

¹ - مجمد براق، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، ص:93-94.

3-1-3- بورصة القيم المتداولة:

تمثل هذه البورصة سوق منظمة يتم التعامل فيها بالأسهم و السندات، والتي تمثل ما تملكه الشركات من أموال موظفة في الأصول الثابتة من مباني وأراضي ومعدات إنتاج و من خلال السوق النقدية فإن يتم تداول الحقوق الملكية لهذه الأصول الثابتة و ذلك بصفة مستقلة عن الدورة الانتاجية، حيث تكمن مهمة هذه السوق في امكانية تحويل الرأسمال الاستثماري إلى نقود سائلة دون اللجوء لتصفية الشركات وهذا ما يدفع الناس لتوظيف أموالهم.

وتكون عملية تداول الأسهم و السندات كالآتي:

- بصفة عاجلة و ذلك بتسليم الأوراق للمشتري و دفع الثمن للبائع.

- أو بصفة آجلة و هو عبارة عن اتفاقية بين المشتري و البائع في الحين على أنه يكون موعد تصفية العملية أجالا حسب ما أتفق ، و يكون الغرض هنا للمضاربة ، إذ يكون قصد المتعاقدين يقتصر على الاستفادة من تقلبات أسعار هذه الأوراق بين فترة انعقاد العملية إلى عملية التصفية .

3-2- وظائف البورصة:

إن أهمية البورصة تتمثل من خلال الدور الذي تقوم به و ذلك في تقديم الخدمات من أجل تحقيق التقدم الاقتصادي، و مدى تأثيرها على المتعاملين و ذلك من حيث الاستمرار في استثمار أموالهم و استردادها من خلال بيع أوراقهم المالية في البورصة ثم سحب حصيلة البيع من مجالات الاستثمار بعد ذلك، حيث نجد أن وظائف البورصة تنقسم إلى قسمين هما : الوظائف الرئيسية و الوظائف التابعة:¹

3-2-1- وظائف البورصة الرئيسية:

* إتاحة سوق مستمرة:

تتيح سوق الأوراق المالية سوق مستمرة و حرة، الأمر الذي يمكن للمتعاملين من بيع و شراء الأوراق المالية حسب رغباتهم، مما يزيد درجة تسويق تلك الأوراق و بالتالي زيادة درجة سيولتها، الأمر الذي يتيح للمتعامل تسيل الأوراق المالية بسرعة، مما يشجع على الاستثمار فيها و عدم التردد في شراء الأوراق المالية.

* تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية المطروحة فيها من خلال قانون العرض و الطلب.

¹ - مصطفى كمال طه، بورصة الأوراق المالية، ط 1، الدار الفكرية الجامعي، الإسكندرية مصر، 2009، ص 14.

3-2-2- الوظائف التابعة للبورصة:

تتمثل الوظائف التابعة في ما يلي:¹

* **تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:** إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تحيطها مجموعة من العوامل النفسية يترتب عنها تأثيرات سريعة بالأحداث والتوقعات، مما يؤدي إلى تعرض السوق إلى آثار انفعالات المتعاملين.

فقط يحدث وأن تهبط الأسعار وذلك نتيجة للدورات الاقتصادية المعتادة أو الموسمية وغالبا ما تكون مؤقتة، وقد يكون هناك بعض المسرفين المتشائمين الذين يضغطون على السوق ويريدون من حدة الهبوط والعكس في حالة التفاؤل.

حيث نجد أن الوظيفة التي تؤديها البورصة هنا هي إحداث التوازن بالشراء وذلك في حالة هبوط الأسعار بدون مبرر، أو البيع في حالة صعود الأسعار وينم ذلك عن طريق المتخصصين .

ونجد أن لكل من البائع والمشتري الحق في تقدير السعر، لأن لا يمكن فرض عليها سعر معين وإنما تكون لهما حرية الاختيار في قبوله، ولإنتمام عملية بيع وشراء لابد أن يكون مقبول منهما، فضلا عن العوامل النفسية التي تسيطر على كل من تفاؤل وتشاؤم.

إن أداء البورصة لوظائفها على أكمل الوجه وذلك في ظل الوساطة المتاحة لديها يعمل على استقرار الأسعار وإعادة الاطمئنان والثقة لدى المتعاملين فيه مما يمكن من زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية.

* **سلامة تقييم المشروعات وحسن توجه المدخرات:**

إن الأسعار التي يتم التعامل بها تتم على حقيقة المشروعات التي تتداول فيها الأوراق المالية، مما يجعل المدخرين يسعون إلى الاستثمار في المشروعات الأكثر ربحية سواء كان ذلك على مدى القصير أو المدى الطويل، مما يساعد هذا الأمر على سهولة الحصول على التمويل اللازم لهذه المشروعات الجديدة القائمة .

* **إتاحة المجال للاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل:**

قد يشتري المستثمر أسهم الشركات وذلك للاحتفاظ بها فيصبح هنا الاستثمار طويل الأجل أو يقوم بإعادة بيعها مرة أخرى فيصبح الاستثمار قصير الأجل.

وقد ينوع المستثمر في استثماراته ما بين قصيرة الأجل وطويلة الأجل ، معتمدا على أن البورصة لا تسمح بقيد الشركات إلا بعد التأكد من نجاح هذه الشركات وتقديم ما يثبت ذلك بالإضافة إلى استمرار رقابتها على أداء هذه المشروعات.

¹ - مصطفى كمال طه، بورصة الأوراق المالية، ط 1، الدار الفكرية الجامعي، الإسكندرية مصر، 2009، ص:15-19.

*** زيادة النشاط الاقتصادي:**

إن النشاط التجاري يحتاج إلى التمويل قصير الأجل و متوسط الأجل بالإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية و استقرار الأسعار، و بالتالي فإن وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط الاقتصادي .

*** مؤشر للحالة الاقتصادية:**

تعتبر البورصة مؤشراً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية و المالية، حيث تشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية.

كما تعتبر البورصة عامل من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة و وقتها المناسب كما أنها من أهم و أبرز الجهات التي تتيح مدى التعرف على ملائمة المشروعات المالية و الاقتصادية و ردود الأفعال تجاه تلك التشريعات.

*** إتاحة الفرصة أمام استثمارات متفاوتة في درجة المخاطرة:**

إن أهداف الاستثمار تختلف من مستثمر إلى آخر و ذلك حسب الظروف المحيطة به، فالنسبة لهدف الأمان نجد أن المستثمر يتجه إلى اختيار السندات و الأسهم الممتازة . بينما نجد الكثير من الذين يرغبون في عائد سنوي ثابت فإنهم يتجهون إلى الاستثمار في الشركات المستقرة ذات السمعة العالية أما بالنسبة للذين لهم القدرة على تحمل المخاطرة فإنهم يتجهون إلى الاستثمار في الأسهم من المنتظر أن تحقق معدلات عالية النمو.

*** نشر الوعي المالي و الاستثماري:**

نجد أن معظم قوانين سوق المال و البورصات تقوم بإلزام الشركات المقيدة فيها بالإعلان عن البيانات المالية دورياً لدى المستثمرين من أجل الإلمام بالمعلومات على الشركات المتداولة.

كما نجد طبقة معينة من المستثمرين تعودوا على تحمل مخاطر الاستثمار و ذلك نتيجة للعمليات التي يبرمجونها، بالإضافة إلى أن البورصات نفسها، كذلك السماسرة يحملون على تنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور من خلال البرامج التي تتعرض للموضوعات الاقتصادية مع محاولة تبسيطها و تيسيرها.

المطلب الرابع: إدارة البورصة ومرتكزاتها.

تشمل البورصة على مجموعة من الأجهزة المكونة لها، كما تقوم البورصة على مجموعة من المرتكزات ، لذلك سوف نتطرق إلى الأعضاء المكونة للبورصة و المرتكزات التي تقوم عليها.

4-1- إدارة البورصة:

تعتبر البورصة شخصا اعتباريا عاما تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، حيث تدار كل بورصة من مجموعة من الأجهزة تتمثل فيما يلي:¹

*** لجنة البورصة:**

تشكل هذه اللجنة من سبعة عشر عضوا تسعة من السماسرة وخمسة من الأعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين، وللجنة البورصة مكتب يتكون من الرئيس ونائبه وأمين الصندوق وتختص اللجنة بما يلي :

- تحقيق حسن سير العمل بالبورصة.

- للجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة وعلى المندوبين الرئيسيين وعلى الوسطاء.

- تحديد حد أعلى و حد أدنى لأسعار الأوراق المالية.

*** الجمعية العامة:**

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حسابات الإيرادات والمصروفات وإيداع التوصيات في جميع البورصات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

*** اللجنة العليا للبورصات:**

تشكل برئاسة رئيس هيئة سوق المال أو نائبه وعضوية مكتب لجنة كل البورصة وعضوين منظمين من كل منها واحد من الأعضاء المنظمين عن كل البورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات.

ومهمة هذه اللجنة اتخاذ التدابير الكفيلة بتطبيق القوانين واللوائح تطبيقا متماثلا في جميع البورصات وتوحيد أساليب العمل بها.

*** هيئة التحكيم:**

حيث تشكل هذه الهيئة في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم أو بين أحدهم وبين عميل، يشترط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

*** مجلس التأديب:**

ويتشكل برئاسة لجنة البورصة أو نائبه وعضوية عضو منظم من أعضاء اللجنة وعضو معين من أعضاءها. حيث يقوم هذا المجلس بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام قوانين البورصة ولوائحها وتكون

¹ - محمد الصالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العيد، أسواق المال والمؤسسات المالية، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2004، ص:122-123.

مداولته سرية كما يختص بوقف التعامل مع عضو البورصة أو الوسيط أو المندوب الرئيسي إذا أنهم أحدهم في جناية أو جنحة مخلة بالشرف.

* مندوب الحكومة:

حيث تكون كل بورصة بتعيين مندوباً أو أكثر تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله الحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة لجنّة البورصة ولجانها الفرعية إذا صدرت مخالفة قوانين البورصة أو لوائحها، وللصالح العام .

4-2- مرتكزات بورصة الأوراق المالية :

تقوم بورصة الأوراق المالية على مجموعة من المرتكزات، كما تستند بورصة الأوراق المالية على مجموعة من المسؤوليات التي تقوم به:¹

- وجود إطار تنظيمي واضح يحدد القواعد التنظيمية التي تحدد القوانين التي تحدد السلطات ومسؤوليات القائمين عليها.

- تنظيم مهنة الوساطة فيها والرقابة عليها وذلك لتحديد اختصاصات الوسطاء و ضمان قيامها بدورها في خدمة المتعاملين على أفضل الوجه.

- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها بما يضمن القيام بتقديم خدماتها بشكل فعال دون لبس أو غموض.

- الرقابة الفعالة من قبل الأجهزة الفنية المختصة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات ، و تسهيل عمليات التبادل ونقل الملكية والرقابة على مدى التزام السماسرة بتنفيذ واجباتهم وفقاً لمسؤولياتهم والرقابة على مدى قيام مراقب الحسابات بدوره بعناية والتأكد من الإفصاح عن الأسعار وحركة التداول اليومي والرقابة على تطبيق اللوائح والتشريعات.

- تعدد أدوات الاستثمار والعمل بنظام المزاد المكتوب عند التداول و تنظيم عمليات البيع طويل وقصير المدى ووجود نظام واضح للمقاصة والتسويات وإنشاء شركات للمحافظة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية من خلال ضمان وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين.

- وجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية يظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة، والتي تعكس القيم الحقيقية أسهمها وأصولها، وتوفير قواعد ومعايير واضحة للإفصاح عن تلك المعلومات مع الاستجابة التامة لها من قبل السوق ، بما يضمن تحقيق التقارب بين السعر السوق والقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة.

¹ - فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، ط 1، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2008، ص ص: 46-47 .

أما المسؤوليات المنوطة بها فتتمثل فيما يلي:

- توفير التمويل اللازم لطالبيه والاستثمار الملائم للباحثين عنه من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.
- الجمع بين البائعين والمشتريين، بهدف تسهيل انتقال الورقة فيما بينهما، والمساعدة في تحويل ملكيتها بأسرع ما يمكن .

المبحث الثاني: نماذج من البورصات العربية (مصر، الأردن، الجزائر).

إن البورصات العربية لا زالت تعاني من عدة مشاكل وذلك لعدة أسباب منها صغر حجم هذه البورصات.

لكن نجد أن الأسواق المالية العربية تسعى إلى تطوير بورصاتها ورفع معدلات نموها وذلك في إطار الإصلاحات و تطويرها.

المطلب الأول: سوف المال في مصر (النشأة، التشريعات، آلية العمل فيه).

تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية من أقدم الأسواق في العالم ، إذا تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883، ثم تبعها بورصة القاهرة عام 1898 .

أولاً: المراحل التي مر بها سوق تداول الأوراق المالية بمصر.

ارتبطت هذه المراحل أساساً بالفلسفة الاقتصادية السائدة، والتي تباينت بين الحرية الاقتصادية و التخطيط الاقتصادي الشامل ، ويمكن تقسيمها إلى أربع مراحل هي:

المرحلة الأولى (1883 - 1958)¹:

تميزت هذه المرحلة بتأسيس السوق ، التي اتصفت بالمحدودية والضخالة في البداية، غير أنه سرعان ما بدأت في الانتعاش مع صدور لائحة البورصة بموجب أمر عالي عام 1904.

غير أنه مع الحربين العالميتين الأولى والثانية، شهدت سوق الأوراق المالية المصرية ركوداً حاداً استمر خلال سنين الحرب، ولم يعد لها الانتعاش إلا بعد ذلك، حين بدأ القطاع الخاص في الانتعاش، و تزايد حاجة الشركات للأموال لجأت إلى تدبيرها من السوق المالية، كم ساهمت الحرب الكورية في تزايد نشاط السوق المالي المصري (1951)، بسبب تزايد الطلب على القطن، الذي أدى أرباح الشركات و من ثم ارتفاع أسعار الأسهم، بالإضافة إلى ذلك قد صدرت عدة قوانين بقيام الثورة عام 1952، تشجيعاً من حكومة الثورة للقطاع الخاص بإنشاء الشركات المساهمة و تحرير الموارد المالية أهمها :

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006، ص: 474-477 .

القانون رقم 326 لسنة 1953، بشأن التعامل في الأوراق المالية، و بموجبه تم منح السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية .

القانون رقم 344 لسنة 1956، بموجبه تم تجديد الاستثمار العقاري، بشكل أدى إلى تحرير الموارد المالية، وتوجيهها للاستثمار في البورصة .

المرحلة الثانية (1959-1973):

شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية وتمثل فيما يلي¹:

صدور القانون رقم 07 في جانفي 1959، والذي تم بمقتضاه تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين، بحيث لا تتجاوز 10% مما أدى إلى انكماش سوق التداول، ضعف العائد، بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات .

اجراءات التأمين التي كرسست التحول الاتجاه الاشتراكي في إدارة الاقتصاد المصري، وذلك ابتداء من 1960، بصدور القانونين رقم 39 و 40 في فبراير عام 1961 بتأميم الشركات ، مما أدى إلى تأميم أكثر من 95% من النشاط الاقتصادي، وقد صاحب هذه القوانين إجراءات المصادرة ونزع الملكية وفرض الحراسة ، الأمر الذي أصاب السوق المالي الشلل، حيث انخفض حجم التداول إلى 9,1 مليون جنيه بعد أن كان حجمه 43,9 مليون جنيه عام 1958 .

المرحلة الثالثة (1974-1990):

بدأت هذه المرحلة بسياسة الانفتاح الاقتصادي، بصدور مجموعة من القوانين والقرارات بهدف تنمية سوق المال بمصر منها²:

قانون رقم (43) لسنة 1943، بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق، ومنح هذا اعفاءات ضريبية تتراوح من 5 إلى 10 سنوات، وعدل هذا القانون بالقانون رقم (32) لعام 1977، تم بموجب إزالة العديد من القيود على الصرف الأجنبي .

قرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولي رقم (318) لعام 1977، لتنظيم تعامل سماسرة الأوراق المالية ببورصتي القاهرة والإسكندرية في الأوراق المالية الأجنبية .

القرار الجمهوري رقم (520) لعام 1979، بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال.

القانون رقم (121) لعام 1981 ، بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي و متطلبات تطورها ، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006، ص 478 .

² - عبد القادر حنفي، رسمية قريبا، عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات البنوك، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر، 2006، ص 69.

القانون رقم (159) لعام 1981 ، بأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وذات المسؤولية المحدودة.

المرحلة الرابعة (من عام 1991):

تبلورت في هذه المرحلة السوق المصرية في صورتها الحالية ،بفضل الجهود التي بذلت قصد الإصلاح الاقتصادي. منذ عام 1991 للوصول خلق بيئة اقتصادية مستقرة ، وذلك بتخليص الاقتصاد المصري من بعض الاختلافات، كارتفاع معدلات التضخم ومعالجة عجز الموازنة، هذا وقد صدر لتحقيق هذه الأهداف من التشريعات منها:¹

قانون قطاع الأعمال العام رقم (203) لسنة 1991، الذي عمل على حل مشاكل شركات القطاع العام و التحول إلى القطاع الخاص.

القانون رقم (08) لسنة 1997، بشأن ضمانات و حوافز الاستثمار، مما أدى إلى تنشيط الطلب على الأسواق القابلة للإقراض و عرض الأوراق المالية.

قانون سوق رأس مال رقم (95) لسنة 1992، الذي شكل أساس و جوهر البنية التشريعية للسوق تشكلت بموجبه مؤسسات السوق و أدواته الراهنة، مما ساهم بفعالية في عملية تطوير السوق و احيائه بصورة حقيقية.

ثانيا: الإطار التنظيمي للبورصة المصرية.

تتكون مما يلي :

لجنة البورصة: تتكون من 17 عضو، 9 من السماسرة ، و خمسة من الأعضاء المنظمين ، وثلاثة يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين ، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، لما لها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم في الظروف الخطير، بتحديد حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية.²

مكتب لجنة البورصة: يتكون من رئيس و نائب و أمين الصندوق، و يقوم المكتب بتصميم أعمال اللجنة و الاشراف.

الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة، العاملين و المنظمين و تختص بالتصديق على الميزانية و على حساب الإيرادات و المصروفات و إبداء البورصات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.³

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006، ص 484.

² - محمد الصالح الحناوي، جلال ابراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 164.

³ - عبد القادر حنفي، رسمية قرياقص، عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات البنوك، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر، 2006، ص 69.

الهيئة العامة لسوق المال: تتمثل أهم مهامها في مراقبة وتنفيذ اللوائح والقوانين ، وحق الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجانها الفرعية، إذا صدرت مخالفة للقوانين أو للصالح العام¹ ويضاف إلى الأجهزة السابق ذكرها ، اللجنة العليا للبورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب و مندوب الحكومة.

ثالثا: شروط ومتطلبات الإدراج.

يشترط لقبول وقيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية توافر الآتي:²

بالنسبة للأسهم:

- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع خمسون ألف جنيه.
- تكون الأسهم في صكوك من فئة الخمسة أسهم أو مضاعفاتها، بحيث لا تتجاوز ألف سهم في الصك الواحد.
- تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام، وإلا فيجب تقديم 3 ميزانيات مرضية عن 3 سنوات متتالية سابقا لطلب القيد .
- يتم الاكتتاب في أسهم الشركة بالكامل، ولا يقل المدفوعة حالة تقسيط قيمة الأسهم عن ربح تلك القيمة على أن تقيد في جدول الأسعار المؤقت لحين سداد القيمة الكاملة.

بالنسبة للسندات:

- لا يقيد في البورصة إلى سندات الشركات التي قيدت أسهمها في البورصة فعلا وإذا كانت الشركة أجنبية فيجب توفر كالاتي:

* تكون مقيدة منذ سنتين على الأقل في جدول بورصات البلاد التي تسري تشريعاتها على الشركة.

* لا تقل قيمة كل منها الاسمية بالعملة الأجنبية عما يعادل جنيه واحد بالتقريب.

* تكون لحاملها ما لم يكن للشركة في مصر مكتب لنقل الملكية.

- أما إذا كانت السندات صادرة عن الحكومة والهيئات العامة ، وأيضا الأوراق المالية التي تضمنها الحكومة سواء نداول هذا الضمان رأس مال أو الفوائد أو الأرباح فتقبل القيد بقرار وزير الاقتصاد .

¹ - الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات وثائق الاستثمار- الخيارات)الدار الجامعية للطبع والنشر و التوزيع، مصر 2000،ص 397.

² - عبد القادر حنفي، رسمية قباقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر و التوزيع، مصر، 2002، ص:330-331 .

المطلب الثاني: بورصة عمان (الأردن). (النشأة، التشريعات، آلية العمل فيها).

عرف الأردن تطور اقتصادي اقتضى ضرورة تنظيم تداول الأوراق المالية ، وتسهيل تمويل المؤسسات و كذلك استهداف استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

أولاً: مراحل إنشاء بورصة عمان.

مرسوق المال في الأردن بمراحل امتدت منذ عقد الثلاثينات و هي :

المرحلة الأولى: مرحلة السوق غير المنظم (1930-1960).

بدأت إنشاء الشركات المساهمة في الأردن و التداول بأسهمها، منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، وذلك في عقد الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930، ثم شركة التبغ و السجائر 1931 ، ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية عام 1938. وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951، وتجدر الإشارة هنا أنه رغم إنشاء هذه الشركات، إلا أنه لم يحرر تنظيم قانون لتداول أسهمها، الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة¹.

المرحلة الثانية: (1960-1974).

توجهت هذه المرحلة أول إصدارية لإسناد القرض وذلك عام 1961، وأهم مل تم في هذه المرحلة هو اصدار القانون الدين العام في عام 1966، والذي هدف إلى خلق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما شاهدت هذه المرحلة انتشار بعض الشركات المالية.

المرحلة الثالثة: من 1975 إلى حد الآن.

في هذه المرحلة بدأت الجهات المختصة، ويدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بإجراء دراسات مكثفة تبين منها أن حجم الاقتصاد الوطني و مساهم القطاع الخاص فيه، من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه السوق ، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) سنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي، وتم مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/13، باشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما بأشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01².

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2004، ص ص 154-155.

¹ - تأسيس سوق عمان مالي، التطورات الرئيسية، موقع بورصة عمان في: <http://www.ase.com.jo/jo/ar/pages.php> بتاريخ الإطلاع 2018/04/20

ثانياً: الإصلاحات الهيكلية لسوق المال الأردني:

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال، تقوم على أساس البناء ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية ، و سعياً للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم السوق الأوراق المالية، وذلك من خلال استخدام أنظمة التداول و التسوية و التقاص الالكترونية، وإزالة كافة معوقات الاستثمار و تقوية الرقابة على سوق رأس المال تجسد هذا بصدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997، والذي يهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالي واستكمال بنية التحتية ، عن طريق الفصل بين الدور الرقابي و الدور التنفيذي ، ولتحقيق هذا الغرض تم انشاء ثلاث مؤسسات هي:

بورصة عمان للأوراق المالية:

وهي تتمثل سوق الأوراق المالية، وتتمتع بشخصية اعتبارية و استقلال مالي وإداري، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل لسوق نظامي تداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية العربية الهاشمية، وقد باشرت أعمالها جديدة بشكلها الجديد اعتباراً من 1999/03/11 ، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية، ومقرها عمان.¹

مركز إيداع الأوراق المالية:

تم انشاء بتاريخ 1999/05/10 ، وهو الجهة الوحيدة المصرح لها في الأردن بمزاولة تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة. وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، يدار من القطاع الأهلي، ويخضع لرقابة وإشراف هيئة البورصة.

هيئة الأوراق المالية:

تهدف الهيئة إلى مراقبة اصدار الأوراق المالية، وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع، ومعتمدي المهن المالية، كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين، وتتمتع الهيئة باستقلال مالي وإداري، ترتبط برئيس الوزراء، ولها مجلس مفوضين يتكون من خمسة أعضاء متفرغين، له صلاحيات إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية ، والموافقة على الأنظمة الداخلية، والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز.²

¹ - عبد الله الطاهر، موفق عبد الجليل، النقود و البنوك و المؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن ، 2004، ص 412.

² موقع الأوراق المالية للأردن :

بتاريخ الإطلاع <http://www.jsc.gov.jo/jsc-arabic/history1.asp>.2018/04/20

ثالثاً: النظام الداخلي الاداري لبورصة عمان .

صدر النظام الداخلي الاداري لبورصة عمان، بالاستناد إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، وبدأ العمل بهذا النظام منذ 2004/04/01.

يتولى إدارة البورصة مجلس إدارة مؤلف من 7 أشخاص:

- عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها .

- عضوين يمثلان الوسطاء غير المذكورين سابقاً.

- ثلاث أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والاقتصادية يعينهم المجلس وحسب المادة (03) من أحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 فإن الهيكل التنظيمي للبورصة يتكون من: ¹ مجلس الإدارة، المدير التنفيذي، نائب المدير التنفيذي، رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

في حين تضمنت المادة (04) التنظيم الاداري للبورصة والذي يتكون من الدوائر التالية :

* دائرة الادراج و العمليات: التي تتولى تحضير المتطلبات اللازمة للانضمام إلى عضوية البورصة ، (استقبال الشكاوي و دراستها) دراسة طلبات الإدراج ، متابعة تطبيق تعليمات الإدراج ، وإدارة حساب التداول إلخ .

* دائرة الرقابة و التفتيش: تتولى الرقابة على عمليات التداول، تفتيش سجلات أعضاء البورصة، استقبال الشكاوي و دراستها.

* الدائرة القانونية:تقوم بتقديم الاستشارات القانونية لجميع الدوائر، مراجعة العقود والاتفاقيات التي تبرمها البورصة و المشاركة في اعداد الأنظمة و التعليمات.إلخ.

* دائرة تكنولوجيا المعلومات: تختص بمتابعة شؤون أنظمة المعلومات، والإشراف على ربط مع برمجيات المؤسسات الأخرى ذات العلاقة.

* الدائرة الإدارية و المالية : تقوم بمتابعة شؤون الموظفين و تدريبهم، القيام بأعمال المالية، القيام بأعمال المالية و المحاسبية وإعداد التقارير.

رابعاً: شروط و متطلبات الإدراج في بورصة عمان :

يتم إدراج أي ورقة مالية في البورصة بعد تحقق ما يلي:

- تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى الهيئة.

1- المادة(3)و(4)من أحكام(65/ج)من قانون الأوراق المالية رقم(67) لسنة2002.على الموقع :

http://www.ase.com.jo/jo/ar/php بتاريخ الإطلاع 2018/04/20

- إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.
 - عدم وجود أي قيود على عقود ملكية الأوراق المالية المعنية.
 - وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.
 - ولإدراج أسهم الشركات المساهمة العمة الأردنية في السوق النظامي لابد من توافر:¹
 - يكون قد مضى عام كامل على ادراج أسهمها في السوق الموازي .
 - تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
 - لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع .
 - تقدم الشركة القوائم المالية الختامية، وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل.
 - يكون قد تم 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام كامل في السوق الموازي .
 - ويتطلب من كل شركة تقديم السندات التالية عند قيامها بطلب الإدراج:²
 - نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة ، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء اكانت تابعة ، أو شقيقة أو حليفة.
 - أسماء أعضاء مجلس الإدارة و أسماء ورتب أشخاص الادارة التنفيذية العليا، والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم .
 - كشف يترتب أسماء مساهمي الشركة وعدد الأسهم من قبل كل منهم ، ونسبة مساهمة غيرالأردنيين في الشركة.
 - عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار.
- المطلب الثالث: بورصة الجزائر (النشأة، التشريعات، آلية العمل فيها).**

يعود إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى الإصلاحات التي أعلن عنها عام 1987، ودخلت حيز التطبيق سنة 1988، بصدر عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، مما غير الوضع القانوني للمؤسسات العمومية، التي أصبحت شركات أسهم بعد أن قسم رأسمالها الاجتماعي إلى عدد من الأسهم وأوكلت عملية تسييرها إلى صناديق المساهمة. إن نظام الشركات المساهمة لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم و في البورصة.

¹ جمال حويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص ص:159-160.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2006، ص 478.

أولاً: المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر.

يمكن تقسيم تاريخ نشأة بورصة الجزائر إلى المراحل التالية:

المرحلة الأولى ما بين 1990 و 1993:

اتخذت الحكومة عدة اجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها ، مع انشاء صناديق المساهمة، حيث أنشأت شركة القيم المتداولة، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة .

وقد تأسست هذه الشركة بفصل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمالها ب 32000.00 دج، ويتولى مجلس إدارة مكونة من ثمانية أعضاء ، كل يمثل أحد صناديق المساهمة إدارة هذه الشركة .

لقد مرت هذه الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها، والدور غير الواضح الذي تلعبه ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فبراير 1992 ، اتخاذ القرار برفع رأسمالها ليصل إلى مبلغ 9320000 دج وكذا تعديل قوانينها الأساسية، وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها و موضوعها من أجل التحديد الدقيق و الواضح وقد أخذت هذه الشركة رسمياً تسمية بورصة القيم المتداولة¹.

ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992 يضاف إلى ذلك أنه تم صدور مراسيم تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة، وكذا شروط إصدارها، وأيضاً لجنة البورصة.

بالرغم من كل ما سبق فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرة ، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها:²

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والتميز بمعدل التضخم وأسعارها فائدة مرتفعة.
- الإطار القانوني الضيق والتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية.
- غياب هيئات و مؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافاً في البورصة، تساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم.
- غياب الثقافة البورصية.

¹ - شمعون شمعون ، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1993، ص ص: 80-81.

² - محمد براق، محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة الجزائر، 22 و 23 أبريل 2003، ص 02.

المرحلة ما بين 1993 و 1996:

قد تم هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون عام 1993 ثم إصدار مرسومين تشريعيين هما:

- المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 25 أفريل 1993 ، المتمم والمعدل للمنظمين قانون التجارة .

- المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبهذا تم تكريس انطلاق عملية بورصة الجزائر، حيث نص المرسوم التشريعي رقم 10/93 على انشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها ، إذ منحت لها الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة¹.

المرحلة ما بين 1996 و 1998 :

الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم، ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وكذا وسطاء عمليات البورصة .

المرحلة ما بعد 1998 :

مثلت هذه المرحلة بداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وادخالها في قيد الدراسة، وكذا الشروع في عملية المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.

ثانيا: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر.

تسير بورصة الجزائر من خلال الهيئات التالية :

* لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة **C.O.S.O.B**:² تأسست بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 10/93 وتتمتع بالاستقالة الادارية والمالية وهي سلطة تنظيمية وتأديبية ، تتولى المهام التالية :

- مهام قانونية ، وتتضمن اعتماد الوسطاء في البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم وتحديد مجال مسؤولياتهم، إلى جانب شروط تسيير حافظات الأوراق المالية.

- مهام رقابية ، تتمثل في التأكد من احترام القوانين ، والسهر على مراعاة قواعد وأخلاقيات المهنة .

- مهام تحكيمية وتأديبية، وذلك في حالة وجود نزاعات مابين الوسطاء، أو في حالة التحقق من أي إخلال بالالتزامات المهنية .

¹ - شمعون شمعون ، البورصة بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1993، ص 06.

² - حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، الجزائر، 1998، ص 08.

* شركة تسيير بورصة القيم المنقولة **S.G.V.B** : هي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، يتمثل رأسماله في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة.

* المؤتمر المركزي على السندات : عبارة عن هيئة تأسست بموجب القانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فيفري 2003، وهي شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها المقدرب 65 مليون دينار من مساهمات مؤسسة وتتمثل مهامها في:

- حفظ السندات التي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين .
- متابعة حركة السندات خلال التنقل من حساب إلى آخر.
- الترقيم القانوني للسندات ، ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ثالثا: شروط الادراج في بورصة الجزائر.

تتمثل شروط الادراج أي شركة في بورصة الجزائر فيما يلي:¹

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.
 - اصدار 20% على الأقل من رأس مالها في شكل قيم منقولة.
 - نشر أوضاعها المالية المصادق عليها لسنتين السابقتين للسنة التي قدمت خلال طلب القبول.
 - يجب أن تكون الشركة حققت ربحا خلال نشاط السنة المالية السابقة للطلب.
 - تقديم تقرير يتضمن تقبيلها لأصولها معدا من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر، على أن لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة.
 - أن تقدم الشركة دليلا على وجود هيكل وبنية المراجعة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها .
- المطلب الرابع : مؤشرات أسواق الأوراق المالية (مصر، الأردن، الجزائر).

4-1- مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر:

بورصة الأوراق المالية في مصر لها عدة مؤشرات يتم بها قياس أداء السوق ومن تلك المؤشرات:²

4-1-1 مؤشر هيئة سوق المال:

وبدأ العمل بهذا المؤشر في 02 يناير 1992، ويدرج به كل الأسهم المقيدة في البورصة مرجحة لوزنها النسبي في السوق (مرجحة برأس مالها السوقي)، إلا أن هذا المؤشر مؤشر مظلل حيث أن نسبة كبيرة من

¹ - حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01. الجزائر، 1998، ص 08.

² - تقرير البورصة السنوي بالقاهرة، مصر، الكتاب السنوي لعام 2003، ص 06.

الشركات المقيدة في البورصة هي شركات مغلقة ولا يتم التداول عليها فأخذها في الحسبان يعطي مؤشرا غير حقيقيا لما يحدث في البورصة .

4-1-2- مؤش هيرمس المالية:

الثاني من يناير من عام 1993، ويرصد المؤشر عدد من الشركات النشطة في السوق ويتم تعديل المؤشر كل ثلاثة أشهر وهو مؤشر مرجح برأس المال السوقي.

4-1-3- مؤشر المجموعة المالية المصرية:

وقد تم العمل به في 02 يناير 1993، ويتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر.

4-1-4- مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية:

وقد بدأ العمل بالمؤشر في 01 يناير 1998 بقيمة ألف وبدأ نشره في 01 فبراير 2003 ، نتيجة لأنه قد تم لإجمالي CASE احتسابه بأثريجي لمدة خمسة سنوات وقد صدر المؤشر بدلا من مؤشر آخرين هما case 50 لإجمالي العائد للسعر والذي بدأ العمل بهما في 01 يناير 2000 وتوقف العمل بهما في 31 يناير.

4-2- مؤشرات سوق عمان مالي: تتمثل كالآتي :

4-2-1- مؤشر السوق:

أ- القيمة السوقية: يقصد بالقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية مجموعة الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة .

ب- عدد الشركات المدرجة: يمكن ادراج عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق.

4-2-2- مؤشرات السيولة: هناك مؤشرين معدل الدوران و معدل التداول.

أ- معدل التداول: يقس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي.

ب- معدل الدوران: ويحسب بقسمة قيمة اجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق.

4-3- مؤشرات بورصة الجزائر: تتمثل كالآتي¹:

¹ - صليحة بولحية ، تقييم أداء بورصة الجزائر، شهادة ماستر أكاديمي ، كلية العلوم الاقتصادية ، الجزائر، تخصص مالية وبنوك، 2013/2014 ، ص ص: 07-08.

4-3-1- مؤشر حجم السوق:

إن اتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ، مما يؤدي إلى تطور السوق ، حيث يقاس مدى اتساع السوق من مؤشرين هما :

- معدل رأس المال السوقي للنتائج المحلي الإجمالي.

- عدد الشركات المسجلة في البورصة.

4-3-2- نسبة رأس المال السوق:

تعتبر نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

4-3-3- حجم التداول:

يمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ، وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني .

المبحث الثالث: أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية .

المطلب الأول: واقع الأسواق المالية العربية:

بالرغم من أن الأسواق المالية العربية تتمتع بالإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تختلف كثيراً فيما بينها هو ذلك من حيث الأطر القانونية وبناء المؤسسة الضرورية وتأسيس هيكليات اقتصادية متينة حيث نجد أن الأسواق المالية العربية تنقسم إلى ثلاث مجموعات هي:¹

* المجموعة الأولى: وتضم البلدان التي تتمتع بأسواق عالية منظمة، وتعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق .

* المجموعة الثانية: وتضم البلدان التي تتسم بنوعية ونشاط كافين لإنشاء أسواق مالية نشطة لكنها تفتقد إلى الأطر القانونية و المؤسسة المتكاملة .

* المجموعة الثالثة: وتضم البلدان التي تفتقر إلى النوعية والحجم الكافي في النشاط الاقتصادي والتجاري الذي يبرر قيام أسواق مالية عالية تطور .

لقد ظلت البورصات العربية رغم حداثة تمثل مكانا هامشيا بين البورصات المتقدمة من حيث تلك الأسواق الناشئة، حيث تعرضت بعض البورصات العربية إلى مجموعة من الإصلاحات وعلى سبيل مثال (بورصة مصر، بورصة بيروت، بورصة تونس، بورصة الدار البيضاء) حيث أن هذه البورصات قامت على

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية الموحدة ، ط 1، المكتبة للنشر و الطباعة و التوزيع، 2003، ص 58.

أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، ولكن أداؤها يكشف على أنها تتميز بسمات مشتركة وتتأثر بمجموعة من المعوقات التي أثار على وضعها الراهن .

كما للسياسة الاقتصادية دور هام في إثراء هذه البورصات وذلك من حيث تحديد إطارها العام وما آلت إليه أوضاعها الراهنة.

إن تطورات الأخيرة التي شهدتها حركة إصلاح البورصات العربية إنما يعكس التوجهات الاقتصادية والسياسية لبرامج التثبيت والإصلاح الاقتصادي والذي يتضمن تنشيط وتنمية سوق رأس المال وذلك لمواكبة سياسات الخصخصة التوجيه نحو القطاع الخاص.

إن أهم الخصائص والسمات الأسواق المالية العربية:¹

* **صغر حجم السوق وضيق نطاقه:** نجد أن أسواق الأوراق المالية تتميز بضيق نطاق السوق وذلك للنقص الشديد في العرض والذي يقاس بعدد الشركات المدرجة ، والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء كذلك نجد صغر حجم متوسط رأس المال السوقي وانخفاض نسبة الرأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي ، إن هذا الانخفاض يترتب عليه حدوث تقلبات في الأسعار مع ضعف الرقابة ونقص الإفصاح المالي .

* **ارتفاع درجة تركيز التداول:** ويقصد بها نسبة التداول الأسهم النشطة إلى حجم التداول حيث يعكس ذلك جودة الأسواق الأوراق المالية، ونجد أن كافة البورصات العربية تعاني من هذه المشكلة وذلك بسبب قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية ، والذي يرجع سببه إلى احتفاظ بعض المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة وانخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة خاصة شركات القطاع العام .

* **ضعف فرصة المتاحة للتنوع:** إن كافة البورصات العربية شأنها شأن البورصات الصغيرة نجدها تتسم بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر في تنوع محفظة الأوراق المالية . حيث أن هذه السمة تضع قيودا مع استراتيجيات الاستثمار وذلك سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، إذ نجد أنه في معظم البورصات العربية كل من قطاع البنوك وقطاع المقاولات يسيطرون على حجم التداول، أما في الوقت الحاضر سهم المحمول والاتصالات يستحوذ على نسبة من حجم التداول .

أما سلوك المستثمر في البورصة أصبح تحكمه سياسات القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الإسمنت ومع ذلك تلعب الشائعات دورا بارزا حيث يتركز التعامل على سهمين أو ثلاثة في البورصة.

* **ضعف السيولة:** إن وظيفة سوق الأوراق المالية تتمثل في التخصيص الكفاء للموارد وذلك من خلال نظام الحوافز والعقوبات، وبهذا يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية و العكس بالنسبة للشركات الغير ناجحة ، ولعل وظيفة السوق هي تحقيق السيولة لأوراق المالية عندما تكون

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية الموحدة، ط 1، المكتبة للنشرو الطباعة و التوزيع، 2003، ص ص: 59-60.

كفئة، حيث نجد أن سيولة السوق تعتبر من أولويات المستثمر المحلي أو الأجنبي، ويرجع انخفاض سيولة السوق إلى انخفاض عدد العمليات التي تبرم وعدد أيام التداول في السنة، كذلك انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية يساعد على جذب صغار المستثمرين.

ومن أجل تحسين سيولة السوق فلا بد من اتباع استراتيجيات استراتيجية انخفاض القيمة السوقية لأوراق المالية المدرجة مثل: استراتيجية التقسيم، استراتيجية التوزيعات في صورة الأسهم، تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار، تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية، خفض فترة تسوية الصفقات .

* **التقلبات الشديدة في الأسعار:** من الخصائص التي تتميز بها بورصة الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة تقلبات في حركة الأسعار ويرجع ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتماد هذه الأخيرة على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في إصدار القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع الإعتقاد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظلما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم وفي القيمة السوقية، وبالتالي هناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5% و 10% علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير الكثير من المخاوف لدى المستثمرين عند دخولهم السوق أو خروجهم منها.

المطلب الثاني: سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية.

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي والتحسين الملحوظ في أدائها، إلا أنها مازالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات والتي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية ، ولعل من أهم سلبيات والمعوقات نذكر منها :

أ- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية:

بالرغم من وجود أسواق منظمة في معظم الدول العربية إلا أن القوانين المنظمة لأسواق المالية لا تتماشى مع الوضع الاقتصادي، حيث في كل مرة تقوم السلطات المختصة بإعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو تحديدها كلياً أو جزئياً، كما أن الأسواق الثانوية لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية والبعض الآخر منظم جزئياً أو غير متكامل .

بالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة الجوانب العمل ، كما أن العديد منها لا يزال حديث العهد ، ومن بين المعوقات التشريعية والتنظيمية التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية نجد:¹

¹ - بوكساتي رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005 / 2006، ص 25.

- قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عند مساهمة التعاون المشترك بين البورصات العربية.
- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة حول حماية صغار المستثمرين.
- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط.
- عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية العربية كمصادر مالية طويلة الأجل.
- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم مثل الشركات الصانعة للسوق.

ب- ضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية العربية:

بالرغم من التطور الذي حققه أسواق الأوراق المالية العربية ، فهي لا تزال ضيقة ومحدودية بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة في عدد من الدول النامية، لأسباب عديدة منها حداثة هذه الأسواق من جهة ، ونتيجة لعوامل ثقافية واجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها، وعدم تسجيلها في البورصات أو طرح أسهمها للتداول من جهة أخرى .

ج- محدودية الأدوات المالية:

بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة فإن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العربية تعتبر محدودة من حيث النوع والعدد، ولا تتناسب مع احتياجات المستثمرين، حيث يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على أدوات مالية تقليدية ومحصورة في معظم الأحيان على الأسهم، إضافة إلى تداول محدود للسندات الحكومية و السندات التي تصدرها الشركات ، والتي نسبة ضئيلة من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

د- قصور أنظمة الإفصاح المالي:

تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح ، وعدم الشفافية الكاملة للمعلومات العالية المتعلقة ، وقلة الاطارات المتخصصة من المحللين الماليين، إضافة إلى تطور الإعلام و الصحافة ، كما أن التقارير المالية للشركات تضل بعيدة عن العودة المطلوبة، وتفتقر غالبا على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، وعدم توفر البيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة والاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لإتخاذ قراراتهم الاستثمارية .

المطلب الثالث: تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

ساهمت التطورات التشريعية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مع السياسات والبرامج التصحيحية الاقتصادية المتبعة في تلك الدول في توفير مناخ استثماري أفضل انعكس إيجاباً على أداء البورصات العربية خلال السنوات الأخيرة مع اختلاف أداء كل بورصة عن الأخرى بحسب ظروف ومراحل تطور كل منها .

فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 38,3% ليصل إلى 328,7 نقطة في نهاية عام 2007 مقارنة مع 237,7 نقطة في نهاية عام 2006 ، أما بالمقارنة مع الربع الثالث من العام 2007 فقد ارتفع المؤشر بنحو 26,9% ، ونجم هذا الارتفاع عن التحسن الكبير في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية ارتفاع أحجام التداول و الأسعار والقيمة السوقية لأوراق على أعقاب الانخفاض الكبير خلال عام 2006 التي شهدته معظم الدول العربية.¹

سجلت أغلب البورصات خلال عام 2007 ارتفاعاً واضحاً في مؤشراتهما سواء على مستوى القيمة أو نسبة التغير مقارنة 2006، وقد تصدر سوق مسقط للأوراق المالية ليحضى بارتفاع نسبته 61,80% وحلت سوق أبوظبي للأوراق المالية في المرتبة الثانية بنسبة 51,74% ، ثم بورصتا مصر والإسكندرية بنسبة 51,29%، ثم سوق دبي المالي بارتفاع بلغ 43,7% تليه السوق المالية السعودية بنسبة 40,87% ، واحتلت بورصة الأوراق المالية بتونس المرتبة الأخيرة في سلم الإرتفاعات بنسبة 21,12% .

ولتحليل أداء أسواق الأسهم العربية يمكن متابعة أهم المؤشرات التي تعكس تطورات الأسواق المالية بصفة عامة وهي:²

- مؤشر الأهمية النسبية لأسواق الأسهم في الاقتصاد.

- مؤشر معدل دوران الأسهم.

- مؤشر مضاعف السعر على العائد.

- مؤشر متوسط حجم الشركات المدرجة.

أظهر مؤشر الأهمية النسبية لأسواق الأسهم في الاقتصاد . أن القيمة السوقية لأسهم المتداولة خلال عام 2007 تجاوزت قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان حيث بلغ المؤشر نسبة 260% ، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 150%، وسوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 146% ، وسوق الأسهم السعودي بنسبة 138% ، وبورصتي الإسكندرية والقاهرة بنسبة 108%، وتجاوزت القيمة السوقية لأسهم المتداولة 50% من قيمة الناتج الإجمالي بالنسبة لسوق أبوظبي للأوراق المالية 63%، وسوق دبي المالي 72% ، في حيث بلغت

¹ - صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية ، الربع الرابع، 2007، ص 07.

² - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، الفصل 07، ص 138.

القيمة السوقية للأسهم المتداولة نسبة تقل عن 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في باقي الأسواق العربية.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني الذي يقيس معدل دوران الأسهم ، فقد تراجع هذا المؤشر في الأسواق العربية مجتمعة من 190% في عام 2006 إلى 83% في عام 2007، وتصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفض فيها معدل دوران الأسهم ، من 429% عام 2006 إلى 131% عام 2007 ، ثم بورصة عمان من 73% في عام 2007 إلى 42% في عام 2007 ، وبورصتي القاهرة والإسكندرية من 52% في عام 2006 إلى 47% في عام 2007 ، في حين ارتفع هذا المؤشر في سوق الكويت للأوراق المالية من 56% في عام 2006 إلى 100% في عام 2007 .

وبالنسبة للمؤشر الثالث، وهو مضاعف السعر على العائد، فقد سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أعلى ارتفاع في هذا المؤشر ، حيث بلغ هذا المؤشر حوالي 34% في عام 2007 مقابل 32% في عام 2006 ، وتلتها بورصة عمان عند مستوى 28، وسوق الأسهم السعودي عند مستوى 23,2، وبورصتي القاهرة والإسكندرية عند مستوى 19,1.

وفيما يتعلق بمتوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية ، فقد تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق العربية ، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي التداول في أسهمها في هذا السوق إلى حوالي 4,7 مليار دولار في عام 2007 ، يليه دبي المالي بقيمة 2,5 مليار دولار، ثم سوق الدوحة 2,4 مليار دولار.

ويمكن توضيح أهم المؤشرات التي تعكس تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية من خلال الجدول الموالي:

الجدول (1-3) : أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007.

متوسط حجم الشركة (مليون د.)	عدد الشركات المدرجة	مضاعف سعر إلى العائد	معدل دوران الأسهم %	أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد	السوق
1893	64	16,3	39,4	63,1	سوق أبوظبي للأوراق المالية
168	245	28,0	42,3	260,4	بورصة عمان
530	51	13,1	4,0	146,1	سوق البحرين للأوراق المالية
4676	111	23,2	131,4	137,6	سوق الأسهم السعودي
691	196	-	100,0	126,8	سوق الكويت للأوراق المالية
1034	73	33,8	29,8	102,8	بورصة الدار البيضاء
105	51	16,2	14,0	15,4	بورصة الأوراق المالية بتونس
49	2	5,3	0,2	0,1	بورصة الجزائر
2412	55	16,5	74,8	72,0	سوق دبي المالي
95	52	-	3,9	8,6	سوق الخرطوم للأوراق المالية
185	125	14,7	22,6	57,2	سوق مسقط للأوراق المالية
2388	40	-	13,3	149,5	سوق الدوحة للأوراق المالية
726	15	-	9,1	44,1	بورصة بيروت
319	435	19,1	47,3	108,5	بورصة القاهرة والإسكندرية

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، الفصل 07، ص 139 .

المطلب الرابع: تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية العربية.

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية ، وقد يتعلق الأمر أحيانا بمتغيرات غير مالية، والمؤكد أن للعولمة المالية تأثير على المؤشرات من خلال تسهيل دخول رؤوس الأموال إلى الأسواق العربية دون قيود، وقد يساعد ذلك في تطورها ونشاطها، كما قد يعرضها إلى اضطرابات شديدة كما في الأزمة المالية العالمية سنة 2008 ، من خلال تسهيل خروج الأموال دون قيود، بالإضافة إلى آثار عدوى التي تتسارع بفعل العولمة المالية .

* تأثير الأزمة العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية:

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبقة في مؤشراتهما متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتطال كافة البورصات العالمية والناشئة على حد سواء فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 ، وفي بداية عام 2008 عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 ، وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق و بورصة تونس للأوراق المالية.

وانخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بما نسبته 49,40% ليصل على 166,2 نقطة في نهاية عام 2008 ، مقارنة مع 328,7 نقطة في نهاية عام 2007، وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق وفقا لمؤشراتها المحلية ، فقد سجل سوق دبي المالي أكبر تراجع من بين الأسواق العربية بنسبة بلغت 72,42% تليه السوق المالية السعودية بنسبة 57,02% وسجلت البورصة المصرية خسارة بلغت نسبتها 56,43% ، ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 47.49% وتراجعت سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 28,12% ، بينما تعتبر بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء أقل البورصات العربية تراجعا خلال عام 2008 وذلك بنسبة 13,48%¹.

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، الفصل 07، ص 132 .

ويوضح الجدول الموالي نسب التقدير في مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية.

الجدول (2-3): مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008.

البورصة	المؤشر كما في 2007/12/31	المؤشر كما في 2008/12/31	نسبة التغير %
سوق دبي المالي	5911.95	1636.29	-72,42
سوق الأسهم السعودي	11175.96	4802.99	-57,02
البورصة المصرية	10549.74	4596.49	-56,43
سوق أبوظبي للأوراق المالية	4551.80	2390.01	-47,49
سوق مسقط للأوراق المالية	9035.48	5441.12	-39,78
سوق الكويت للأوراق المالية	12558.90	7782.60	-38,03
سوق البحرين للأوراق المالية	2755.27	1804.07	-34,52
سوق الدوحة للأوراق المالية	9580.45	6886.12	-28,12
بورصة بيروت	122.20	102.4	-20,74
بورصة عمان	7519.00	6243.14	-16,97
سوق فلسطين للأوراق المالية	527.26	441.66	-16,23
سوق الخرطوم للأوراق المالية	2962.10	2552.27	-13,84
بورصة الدار البيضاء	12694.97	10984.29	-13,48
بورصة للأوراق المالية بتونس	2614.00	2892.40	-10,65
بورصة العراق للأوراق المالية	34.53	58.36	68,70

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2008، ص 28.

بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد عرفت تراجعاً كبيراً خلال عام 2008 وبدرجات متفاوتة بحسب تأثر كل دولة بالأزمة المالية، ويمكن تلخيص أحجام أسواق الأوراق المالية في المؤشرات التالية:¹

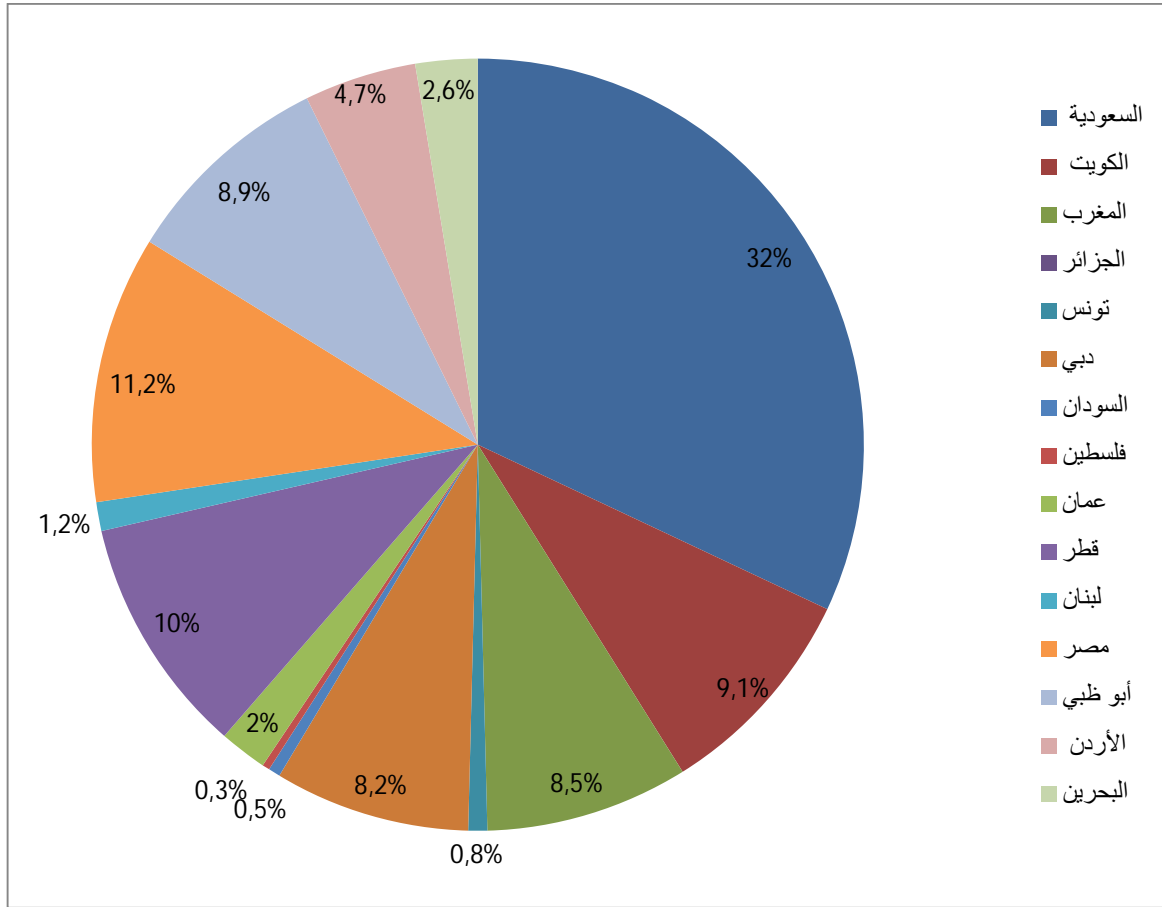
أ- القيمة السوقية :

انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2008 بنسبة 42,5% لتبلغ نحو 769.589 مليار دولار أمريكي، مقارنة بنحو 1338 مليار بنهاية العام 2007، ولقد انخفضت القيمة السوقية لسوق دبي بنحو 54,3%، وسوق الكويت بنحو 41,8%، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 43,2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38,1%.

¹- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، الفصل 07، ص 132.

وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق العربية، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية ما نسبته 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، تلاها سوق مصر بنحو 11,2%، وسوق الدوحة بنحو 10%، وسوق الكويت بنحو 9,1%، وسوق أبوظبي بنحو 8,9%، في حين تراوحت سوق دبي المالي إلى حوالي 8,2%، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل (1-3): الحجم النسبي للأسواق العربية خلال عام 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، الفصل 07، ص 132.

ب- عدد الشركات المدرجة :

بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقط، انخفضت في نهاية عام 2008 ليبلغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007.

ج- قيمة الأسهم المتداولة:

بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 حوالي 997.87 دولار أمريكي، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9,9%، مقارنة مع قيمة تداولات عام 2009، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط وهي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80,5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق العربية، منها 52,4% حصة سوق الأسهم السعودي وحدها.

د- عدد الأسهم المتداولة:

انخفض عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال عام 2008، بنسبة 5,9% ليلعب نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007، وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية و الكويت والإمارات ما نسبته 87,5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26,6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل فإننا قمنا بالتعرض إلى مجموعة من النقاط مبتدئينا أولا بالتعرض إلى البورصة باعتبارها أداة مهمة في الاقتصاد الوطني، وذلك لما لها من دور في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وبالتالي تحقيق أعلى عوائد ، حيث أبرزنا مفهوم البورصة و ثم عرض أنواع البورصة ، كذلك تعرضنا إلى أهم الوظائف التي تؤديه هذه الأخيرة في الاقتصاد، كذلك معرفة الأعضاء التي تتكون منها البورصة وأهم المرتكزات التي تقوم عليها بالإضافة على المسؤوليات المنوطة بها.

ثم قمنا بعرض نماذج من الأسواق المالية العربية من حيث النشأة، التشريعات ، آلية العمل فيها، ومن بين هذه الأسواق العربية (مصر، الأردن، الجزائر) ومؤشرات قياس أداء هذه الأسواق .

وأخيرا تعرضنا إلى أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية، باعتبار أن للعولمة المالية لها تأثير حقيقي وقوي كواقع وكعملية على أداء الأسواق المالية العربية ، وعلى الرغم من الإضطرابات التي سببتها سلوكيات المستثمرين ، يبقى من الضروري جدا لأسواق الناشئة بصفة عامة والأسواق العربية بصفة خاصة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية بالاندماج الفعلي في الأسواق العالمية مع المراقبة المستمرة لاستقرار التوازنات القاعدية .

حَلَامَةٌ عَلِيمَةٌ

لقد تبين من دراسة آثار العولمة المالية على اقتصاديات الدول النامية ، وبالتركيز على الأسواق المالية الناشئة وصول العولمة المالية على مراحل متقدمة من تطورها ، وأصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا ، ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية .

ولقد خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم ، تتمثل في الأسواق المالية الناشئة ، حيث ظهرت تلك الأقطاب الجاذبة لرؤوس الأموال بفضل العوائد المرتفعة في أسواقها مقارنة بأسواق البلدان المتقدمة ، كما استطاعت الأسواق المالية الناشئة ومن بينها أسواق المالية العربية أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية قبل الأزمات المالية التي أصابت الأسواق الناشئة و الأسواق المتقدمة خلال فترة (1995-2009) ، حيث ارتفعت أداؤها الاقتصادية و المالية بصورة واضحة ، ولكن فترة الأزمات (أزمة جنوب شرق آسيا و أزمة المالية العالمية) جعلت رؤوس الأموال تتراجع وتنسحب من هذه الأسواق ، مما أثر سلبًا على أداؤها ، حيث انخفضت كل من رسمتها السوقية و قيمها البورصية ، و سنقدم فيما يلي بعض الإقتراحات التي من شأنها تحسين وضعية هذه الأسواق ضمن النظام المالي الجديد :

1- المحافظة على نوع من الاستقرار الاقتصادي فيما يتعلق بالمتغيرات الكلية و أهمها معدلات النمو ، معدلات التضخم ، معدلات الفائدة ، معدلات الاستثمار...الخ.

2- الحفاظ على الاستقرار السياسي ، حيث تقل أهمية العوائد بالنسبة للمستثمر إذا لم يتوفر الاستقرار السياسي في البلد المعني .

3- تحسين الإطار القانوني و التنظيمي للأسواق المالية في هذه البلدان ، من أجل كبح الحركة السريعة لرؤوس الأموال الدولية ، و وضع حد للعمليات ذات الطبيعة المضاربة البحتة .

4- ربط البورصات الناشئة فيما بينها ، و إدماجها ضمن سوق مالية موحد .

المصادر والمراجع

الكتب باللغة العربية :

- 1- أحمد السيد مصطفى، تحديات العولمة والتخطيط الاستراتيجي، الطبعة الرابعة، جامعة الزقايق، 2006.
- 2- أحمد محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامه ا في الفقه الإسلامي، ط2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، الأردن، 2004.
- 4- السيد يس، العولمة والطريق الثالث، الهيئة المصرية للكتاب، مكتبة الآمرة، القاهرة مصر، 1991.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، تحليل مالي لأغراض التقييم ومراجعة الأداء الاستثمار في البورصة، بدون طبعة، الإسكندرية مصر، 2005.
- 6- جمال الخطيب شذا، العولمة ومستقبل الأسواق المالية العربية لرأس المال، مؤسسة طايا، مصر، 2002.
- 7- جمال حويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002.
- 8- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط1، المعترف للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
- 9- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، ط3، وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
- 10- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة مصر، 1998.
- 11- سيد سالم عرفة، إدارة مخاطر الاستثمارية، ط1، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 12- شعبان محمد اسلام البواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، ط1، دار الفكر، دمشق سورية، 2002.
- 13- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، ط2، دار الهومة للطباعة والنشر والتوزيع، 1993.
- 14- صلاح الدين حسن السيسي، الشركات متعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية الموحدة، ط1، المكتبة للنشر والتوزيع، والطباعة، 2003.
- 15- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة القيم المتداولة، دار الجامعية ، القاهرة مصر، 1998.
- 16- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحوط الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 17- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحوط لإقتصاد السوق، ط1، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية مصر، 2005.

- 18- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، دار الجامعة، الإسكندرية مصر، 2001.
- 19- عبد القادر حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم وسندات وصناديق الاستثمار)الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2002.
- 20- عبد القادر حنفي ، رسمية قريباقص، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات ، البنوك، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2006.
- 21- عبد القادر حنفي، البورصات (أسهم وسندات، صناديق الاستثمار) بدون طبعة، مكتب العربي الحديث، الأردن، 1995.
- 22- عبد الله الطاهر، موفق عبد الجليل، النقود والبنوك و المؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2004.
- 23- عبد الله النافع ، عبد النافع الزرري ، غازي توفيق الفرج، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 24- عبد النافع الزرري، غازي الفرج، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001.
- 25- عصام حسين أسوا الأوراق المالية، ط1، أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
- 26- علي شلبي، بورصة الأوراق المالية(دراسة علمية وعملية) ، ط1، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة مصر، 1992.
- 27- عماد يونس، العولمة وأبعاد والمؤتمرات، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2005.
- 28- فيصل محمد الشوورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس والنظرية والعلمية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
- 29- مبارك بن سليمان بن محمد ل آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية ج1، ط1، دار كنوز اشيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 30- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية(الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، ط1، زمزم ناشرون و موزعون، عمان الأردن، 2009.
- 31- محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 32- محمد الصالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العيد، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية مصر ، 2004.

- 33- محمد مطر، فايز تيم، إدارة محافظ الاستثمارية، ط1، وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
- 34- مصطفى كمال طه، بورصة الأوراق المالية، ط1، الدار الفكر الجامعي، الاسكندرية مصر، 2009.
- 35- ممدوح محمود منصور، دراسة المفهوم الظاهرة والأبعاد، دار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 36- منير ابراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير، بدون طبعة، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية مصر، 1995.
- 37- هوشيار معروف الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصنعاء للطباعة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2003.
- 38- وليد الصافي أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012.
- 39- عبد الله قلش، بدائل تمويل المؤسسة في ظل العولمة، الجزائر، 1992.
- 40- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، دار الجامعية، مصر، 2001.

الكتب باللغة الفرنسية :

1- Bourquinat H, Finance internationale, PUF, France, 1999.

مذكرات وأطروحات :

- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007.
- بوكساتي رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005 / 2006.
- حايلة صبرينة، آلية تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008.
- صليحة بولحية، تقييم أداء بورصة الجزائر، شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية، الجزائر، تخصص مالية وبنوك، 2013/2014.
- عبد القادر قادة، متطلبات تأهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة تخرج ماجستير، جامعة الشلف، الجزائر، 2008/2009.

- محمد براق ، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، الجزائر، 1999.

- الداوي خيرة ، كفاءة و أداء الأسواق المالية (دراسة حالة كسوق عمان لأوراق المالية ما بين (2005-2012) ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق جامعة قاصد مرباح ورقلة الجزائر (2011-2012).

المجلات:

- الحافظ المهدي، أهمية المنهج في معالجة العولمة مجلة الرباط، العدد b ، سبتمبر 1997.

- حمزة الحجار، مجلة المال والاستثمار والبنوك، العولمة المالية والوجه، وكالة مكة الاعلامية، السعودية، 2007.

- أحمد بوراس الجهاز المصرفي والمالي العربي وقدرته على التأقلم مع المتغيرات المتجددة ، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 20، جامعة منشوري، قسنطينة الجزائر، 2003.

- داودشي بودري، دور الديون القصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2000.

- مفتاح صالح ، معارف فريد، متطلبات كفاءة السوق المالية – دراسة واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل لرفع كفاءتها- مجلة الباحث العدد 7، بسكرة الجزائر، 2010.

- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة دورية، المعهد العربي للتخطيط، العدد7، الكويت، مارس 2004.

- هالة حلمي سعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 58، سبتمبر 1999.

- حوليات لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 01، الجزائر، 1998.

ملتقيات ومدخلات ومؤتمرات:

- مرابط ساعد، أسماء بلمهوب، العولمة وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2006/06/21.

- فاروق تشام، العولمة المالية وتأثيرها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية ، المؤتمر العلمي الأول لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارة، عمان، 2003.

- نعيمة برودي، بلعربي عبد القادر، تيار عولمة الأسواق المالية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل على اقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة الجزائر، 2006/09/22.
- بياس منيرة، الطوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، سطيف الجزائر، 2009.
- مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية جذورها وتداعياتها، الملتقى العلمية الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، 21-22 أكتوبر 2009.
- محمد براق محاضرة حول بورصة الجزائر ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسة الاقتصادية وتحديات المناخ الاقتصادي الجديد، جامعة ورقلة، الجزائر، 22 و23 أفريل 2003.

التقارير:

باللغة العربية:

- تقرير البورصة السنوي بالقاهرة، الكتاب السنوي لعام 2003، مصر.
- صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع، 2007.
- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع، 2007.
- سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2008.
- تقرير الصندوق الدولي العولمة (الرض والتحديات)، ص ن د، 1997.

التقارير:

باللغة الأجنبية:

- 1- World federation of exchange annual report and statistics, paris, 2007.
- 2- World federation of exchange annual report and statistics, paris, 2008.

الموقع الالكترونية:

- 1- so sitefinanciere internationale(www.ifc.org).
- 2- QNB.Economics, <http://www.economics@qnb.com> .
- 3- <http://www.khuma.com/essenwes/economics.htn> .
- 4- <http://www.ase.com.jo/jo/are/php> .
- 5- <http://www.jsc.gov.jo/jsc.arabic/history1.asp> .

المنظور

ملخص:

تعد ظاهرة العولمة من أكثر الظواهر إثارة للجدول و النقاش في السنوات الأخيرة، سواء على مستوى الدوائر العلمية الأكاديمية أو على مستوى المحافل السياسية والاقتصادية وغيرها، وفي هذا الإطار تقوم بهذه الدراسة لوصول على مدلول مفهوم العولمة كمصطلح حديث النشأة والاستخدام، وكذلك لرصد ظاهرة العولمة من حيث تطورها التاريخي فضلا على إلغاء الضوء على الأبعاد المختلفة للظاهرة العولمة المالية وأثارها وانعكاساتها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ويمكن التأكيد على وجود تأثير حقيقي وقوي للعولمة المالية كعملية و كواقع على أداء المالية الناشئة.

الكلمات المفتاحية:

الاقتصاد الدولي، العولمة المالية، الأسواق المالية الناشئة، البورصة.

Résumé :

Le phénomène de la mondialisation des plus phénomènes provoquant l'ordre du jour et le débat au cours des dernières années, tant au niveau de la communauté scientifique universitaire ou au niveau des instances politiques, économiques et autres, et dans ce contexte est l'étude pour atteindre le sens du concept de la mondialisation comme un terme d'origine récente et d'utilisation, ainsi que pour surveiller le phénomène de la mondialisation en termes de son développement historique, ainsi que l'abolition de la lumière sur les différentes dimensions du phénomène de la mondialisation financière et ses effets et leur impact sur la performance des marchés financiers émergents, peuvent mettre l'accent sur l'existence d'une réelle et forte mondialisation financière comme un processus et l'impact de la réalité sur les résultats financiers émergents.

Mots clés :

Economie internationale, mondialisation financière, marchés émergents, marché boursier.