

جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر
الشعبة : اقتصاد بنكي و نقدي

الأسواق المالية الناشئة و الأسواق المالية المتقدمة (دراسة
مقارنة بورصة ماليزيا و بورصة امريكا)

مقدمة من طرف الطالبة:

- بن قاصدعلي صارة

- بلغوتي نريمان

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	لقب واسم الأستاذ	الرتبة	عن الجامعة
رئيسا	أ- وهراني مجدوب	استاذ محاضر -أ-	جامعة مستغانم
مقرراً	أ- دقيش مختار	أستاذ محاضر-أ-	جامعة مستغانم
مناقشا	أ- شهيدة عبد الله	استاذ محاضر ب	جامعة مستغانم

السنة الجامعية : 2019-2020

الاهداء

اهدي هذا العمل الى :

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا " الآية 24 من سورة الأسراء .

- والدي الكريمين ، الى الانسان الذي آمن بطموحاتي وكان لي دائما مشجعا ابي الحبيب وامي الحنونة حفظهما الله واطال في عمرهما

- اخوتي و اختي الوحيدة "زاة" حبيبة قلبي ، حفظهم الله ورزقهم من حيث يشاء .

- صديقة الوحيدة و أختي الثانية "فاطمة" حفظها الله

- صديقتي طيلة مشواري الدراسي الجامعي وشريكتي في هذا البحث " نريمان "

- عائلتي بأكملها حفظها الله لي ورعاها .

- كل من ساهم من قريب او بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في انجاز هذا البحث .



شكر و تقدير

".....ربي اوزعني ان اشكر نعمتك التي انعمت علي و على والدي" الآية 19 من سورة النمل

وبعد الحمد و الشكر للمولى عزوجل لتوفيقه لي لاتمام هذا العمل

اتقدم باسمى عبارات الشكر لاستاذي الفاضل الاستاد الدكتور : دقيش مختار على اشرافه على هذا العمل و ما

تقدم به من اشراف و نصيح و توجيه و ارشاد طيلة فترة البحث

كما لايفوتني ان اتقدم بالشكر لاعضاء اللجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل و تقديم التوصيات اللازمة

كما اتقدم بالشكر الجزيل الى كل من ساهم في انجاز هذا البحث و خاصة صديقة العزيزة نريمان .

الاهداء

- من قال فهما الله سبحانه وتعالى " واخفص لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا " الآية 24 من سورة الأسرء .

- والدي الكريمين ، الى الانسانة التي أمنت بطموحاتي وكانت نعمة الام المشجعة ، امي الحبيبة ، وابي العزيز الذي كان ولازال سندي في الحياة ، حفصهما الله واطال في عمرهما .

- اخي الوحيد " امين " حفصه الله واطال في عمره

- صديقتي الحبيبة و شريكتي في هذا البحث و كل مشواري الدراسي الجامعي " صارة "

- عائلتي بأكملها حفظها الله لي و رعاها .

- كل من ساهم من قريب او بعيد في تقديم المساعدة و لو بكلمة طيبة مشجعة في انجاز هذا البحث .



نريمان

شكر و تقدير

".....ربي اوزعني ان اشكر نعمتك التي انعمت علي وعلى والدي" الآية 19 من سورة النمل

وبعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لاتمام هذا العمل

اتقدم باسمى عبارات الشكر لاستاذي الفاضل الاستاد الدكتور : دقيش مختار على اشرافه على هذا العمل و ما

تقدم به من اشراف و نصح و توجيه و ارشاد طيلة فترة البحث

كما لايفوتني ان اتقدم بالشكر لاعضاء اللجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل و تقديم التوصيات اللازمة.

لقد اشتدت المنافسة بين الاسواق المالية المتقدمة و الاسواق المالية الناشئة و خاصة البورصات الناشئة و التي ابرزت من خلالها محدودية دور البورصات الناشئة داخل اقتصاديتها و العوائق التي تواجهها و تحد من قدرتها على النمو و التطور حيث اصبح ضعف اداءها و تخلفها امر يهدد بقائها و استمرارها في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتقدمة، حيث يعتبر التكامل بين البورصات المتقدمة و الناشئة احد الخيارات الاستراتيجية المطروحة امام البورصات الناشئة لرفع من اداءها و قدراتها على مواجهة المنافسة، وقد حاولت هذه الدراسة تحديد اهم مؤشرات البورصة التي تمكنا من قياس كفاءة كلتا البورصتين الناشئة (ماليزيا) و المتقدمة (امريكا) و المقارنة بينهما و محاولة الربط بينهما حتى لاتصبح عملية الربط بين البورصات مجرد عملية فنية لا تساهم في رفع حجم التعاملات بالاوراق المالية عبر الحدود بين الدول الناشئة و المتقدمة .

الكلمات المفتاحية : الاسواق المالية، البورصات الناشئة، البورصات المتقدمة، المؤشرات، كفاءة البورصة .

Summary :

Competition has intensified between advanced financial markets and emerging financial markets, especially emerging stock exchanges, through which it highlighted the limited role of emerging stock exchanges within their economies and the obstacles they face and limit their ability to grow and develop as their poor performance and their backwardness have become a matter that threatens their survival and continuation in In light of the intense competition imposed on them by advanced stock exchanges, as integration between developed and emerging stock exchanges is one of the strategic options offered to emerging stock exchanges to raise their performance and their capabilities to face competition, and this study has attempted to identify the most important stock market indicators that enable us to measure the efficiency of both emerging (Malaysia) and developed (USA) stock exchanges, compare them and try to link them so that the process of linking exchanges does not become a mere technical process that does not contribute to raising the volume Transactions in securities across borders between emerging and developed countries. Key words: financial markets, emerging exchanges, advanced stock exchanges, indices, stock market efficiency.

الفهرس

الصفحة	العنوان
أ-ب-ج	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الايطار النظري للأسواق المالية الناشئة
02	مقدمة الفصل
03	المبحث الأول: ماهي الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ووظائفها
03	• الفرع الأول: مراحل نشأة الأسواق المالية
04	• الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
07	المطلب الثاني: اركان وأهمية الاسواق المالية
07	• الفرع الأول: اركان الأسواق المالية
10	• الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية
12	المطلب الثالث: خصائص و عوامل نجاح الأسواق المالية
12	• الفرع الأول: خصائص الاسواق المالية
13	• الفرع الثاني: عوامل نجاح الأسواق المالية
14	المبحث الثاني: مدخل الى الأسواق المالية الناشئة
15	المطلب الاول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة وتصنيفها
15	• الفرع الاول: مفهوم الاسواق المالية الناشئة
17	• الفرع الثاني: تصنيف الأسواق الناشئة
18	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة
20	المطلب الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها
20	• الفرع الاول: مراحل تطور الاسواق المالية الناشئة
21	• الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
23	المبحث الثالث: سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا)
23	المطلب الأول: لمحة عن اقتصاد ماليزيا
23	• الفرع الاول: نبذة مختصرة عن دولة ماليزيا
24	• الفرع الثاني: التنمية الاقتصادية في ماليزيا
25	المطلب الثاني: مفهوم سوق الاوراق المالية الماليزية (بورصة ماليزيا)
26	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية
28	خلاصة الفصل

29	الفصل الثاني : الايطار النظري للأسواق المالية المتقدمة
31	المبحث الأول : ماهية الاسواق المالية المتقدمة
31	المطلب الاول : مفهوم الاسواق المالية المتقدمة
31	المطلب الثاني : مظاهر عالمية لبورصات الأوراق المالية
32	المطلب الثالث : اهمية عولة البورصات في الاسواق المالية المتقدمة
33	المبحث الثاني : سوق امريكا للاسواق المالية (بورصة ماليزيا)
33	المطلب الأول : نشأة و التطور
34	المطلب الثاني : تنظيم البورصة
37	المطلب الثالث : عضوية البورصة
40	خاتمة الفصل
41	الفصل الثالث : التطبيقي دراسة مقارنة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا) ، وسوق امريكا للأوراق المالية (بورصة امريكا)
42	مقدمة الفصل
43	المبحث الاول : دراسة مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا)
43	المطلب الأول : مؤشرات تطور الاسهم و السندات لبورصة ماليزيا
43	• الفرع الاول : ادوات الملكية (الأسهم)
45	• الفرع الثاني : معدل رسملة السوق ومعدل حجم التداول
49	المطلب الثاني : تطور اصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية هو مؤشر لوجود كفاءة ماليزيا
49	• الفرع الأول : أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق المالية الماليزية
53	• الفرع الثاني : دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا
54	المطلب الثالث : عدد الشركات المدرجة
56	المبحث الثاني : دراسة مؤشرات قياس كفاءة بورصة امريكا
56	المطلب الاول : مؤشرات قياس بورصة امريكا
59	المطلب الثاني : تطورات بورصة بيوورك NYSE
59	• الفرع الأول : قيمة التعاملات
60	• الفرع الثاني : الرسملة السوقية
62	• الفرع الثالث : المؤشرات
63	• الفرع الرابع : السيولة
64	المطلب الثالث : عدد المؤسسات المدرجة
66	المبحث الثالث : دراسة المقارنة
66	المطلب الأول : اوجه التشابه

66	المطلب الثاني : اوجه الاختلاف
67	المطلب الثالث : الاستنتاج وتحليل النتيجة
69	خلاصة الفصل
70	الخاتمة العامة
71	قائمة المراجع

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
05	آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة	(1-1)
06	وظائف السوق المالي	(2-1)
10	أركان السوق المالي.	(3-1)
37	تنظيم البورصات الامريكية	(1-2)
45	الاسهم الشرعية وغير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2012-2001)	(1-3)
48	حجم التداول المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية بماليزيا من 2005 – 2012	(2-3)
50	خطوات اصدار صكوك البيع بثمن أجل و المرابحة في ماليزيا	(3-3)
54	يمثل عدد الشركات المدرجة	(4-3)
62	تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي لبورصة نيويورك خلال الفترة 2010- 2003	(5-3)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الشكل
16	قائمة الأسواق المالية الناشئة	(1-1)
24	أهم المعطيات العامة لماليزيا	(2-1)
48	تطور مؤشر حجم التداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا من (2004-2012)	(3-3)
54	تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال فترة (2004- 2012)	(4-3)
62	نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي لبورصة نيويورك خلال (2003-2010)	(5-3)
63	تطور مؤشر DJIA و SPA 500 خلال فترة (2003-2008)	(6-3)
65	تطور الشركات المدرجة في بورصة بيويورك NYSE خلال فترة (2003- 2010)	(7-3)

مقدمة

ان الانفتاح البورصات الناشئة و المتقدمة على بعضها البعض اصبح اكثر من ضرورة تميلها المستجديات الاقتصادية على الصعيدين الوطني و الدولي ، تحت تأثيرات العولمة المالية و تصاعد وتيرة التحرر المالي الذي بات السمة الأبرز لأغلب الاقتصاديات المتقدمة، حيث تتجلى صورة في السعي لهذه الأخيرة حتى تتكامل بورصاتها المحلية مع اهم البورصات العالمية .

قد سعت البورصات الناشئة منذ نشأتها لمواكبة آخر التطورات التي عرفتها البورصات العالمية خاصة بعد ادراكها للدور التمويلي الذي تلعبه هذه الأخيرة في اقتصاديات الدول المتقدمة، باعتبارها العصب الرئيسي للتمويل من خلال حشدها للمدخرات و توجيهها نحو مختلف المجالات الاستثمار، وهو ما يمثل احد اهم التحديات التي تواجهها الحكومات الدول اناشئة المتعاقبة من خلال بخثها المستمر عن مصادر التمويل استثماراتها و رفع معدلات النمو و جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية، وقد انعكس هذا الاهتمام في حركة الاصلاحات التي شهدتها البورصات الدول الناشئة القائمة وكذا في سعيها لانشاء بورصات جديدة .

بالرغم من التفاوت الموجود بين البورصات الناشئة و المتقدمة من حيث الأداء و درجة التفاوت (على بعضها البعض اوعلى باقي البورصات العالمية)، الا انها تتشابه الى حد كبير في اهم خصائصها مثل عدم تحقيق السيولة الكافية و اللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة و هذا ما يعكس الحجم الفعلي لهذه الاسواق و درجة نشاطها كما تتميز اغلب البورصات الناشئة بتدني عدد الشركات المدرجة بها ما يرفع من فرص التقلبات الغير المبررة في الاسعار لاسيما مع الضعف الملموس في الاطر القانونية المنظمة للافصاح المالي و في نظم الرقابة، الامر الذي ادى الى هجرة اموالها نحو بورصات عالمية اكثر تقدما .

وبات يراهن العديد من الاقتصاديين على الدور الهام الذي يمكن ان تلعبه عملية التكامل بين البورصات الماشئة و بورصات المتقدمة، من خلال دورها في تنشيط اقتصاديات الدول الناشئة و رفع معدلات النمو فضلا عن رفع اداء الناشئة من خلال تنشيط الاسهم الضعيفة بداخلها و دعمها للتغلب على عوائقها و في جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية و استعادة اموالها .

اولا : اشكالية الدراسة :

ان تعدد او تنوع مزاليا الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات مرتبط بدرجة الكفاءة التي يؤدها ذلك السوق في ترشيد الموارد المالية لديه، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة و التنظيم في الحياة الاقتصادية لا يمكن مقارنتها بمستوى الدور الذي تؤديه الاسواق الناشئة، لذلك نجد انفسنا امام السؤال الجوهرى لهذه الدراسة :

- فيما تختلف الاسواق المالية الناشئة عن الاسواق المالية المتقدمة (دراسة مقارنة) ؟

و للاجابة على هذه الاسكالية الرئيسية ارتأينا ان نطرح مجموعة من الاشكاليات الفرعية التي تساعدنا في الاجابة عليها :

- ما المقصود بالاسواق المالية عامتا و الاسواق المالية الناشئة و المتقدمة خاصة

- ماهي مؤشرات قياس كفاءة الاسواق المالية ؟

فيما تتمثل اوجه التشابه و الاختلاف بين الاسواق المالية و المتقدمة (النموذج المالي و الامريكي) ؟

ثانيا : فرضيات الدراسة

الفرضية الاولى : تعتبر الاسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف ومهام التي تؤديها و المتمثلة اساسا في ربط القطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز حيث تمثل حلقة نماء القطاع المالي في اي دولة .

- الفرضية الثانية : يقيس مؤشر السوق الاوراق المالية مستوى الاسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من اسهم المنشآت التي يتم تداولها في اسواق رأس المال .

ثالثا : اهمية الدراسة

لم يعد خيار الاكتفاء بالعمل القطري وحده متاح امام الدول الناشئة، خاصة في الوقت الذي اصبحت اغلبيها تعاني فيه من مشكلة عدم القدرة على توفير رأس المال الكافي باسروط و التكاليف المناسبة لتمويل مشاريعها التنموية في ظل عجز بورصاتها عن لعب الدور المنوط بها، ناهيك عن استمرار تدفق رؤوس الاموال الناشئة نحو البورصات المتطورة في الدول المتقدمة لما تكتسبه من جاذبية و قدرات فائقة على الاستيعاب .

ما جعل من عملية تفعيل التكامل بين البورصات المتقدمة و الناشئة تسمح بتحقيق العديد من المزايا اهمها :
- محاولة تسليط الضوء على ابراز مفاهيم حول الاسواق المالية الناشئة و الاسواق المالية المتقدمة و معرفة متطلبات كفاءة المالية بينهم و العوامل المؤثرة فيها .

التعرف على مختلف المؤشرات الاقتصادية التي بواسطتها يمكننا المقارنة بين كفاءة سوق المالي الناشئ و المتقدم بصفة عامة و السوق المالي الماليزي و الامريكي بصفة خاصة .

- دعم المسار الاقتصادي بين البورصات من خلال معرفة اوجه الاختلاف التي تتميز بها البورصات الناشئة عن المتقدمة و حولة التنسيق بينهم لتحقيق اقتصاد متكامل .

رابعا: أسباب اختيار الموضوع :

- يمكن تلخيص الاسباب التي دفعتنا الى اختيار موضوع البحث و الذي جاء تحت عنوان " الاسواق المالية الناشئة و الاسواق المالية المتقدمة دراسة مقارنة " في النقاط التالية

- الشعور بقيمة الموضوع و اهميته في ظل التحولات العالمية المتسارعة .

- رغبة الباحثين في التعرف على السوق المالي الذي يتم فيه بيع و شراء الادوات المالية يشتمل انواعها عادية ام اسلامية، و الرغبة ايضا في معرفة ان كان لكل دولة سوق خاص بها له مبادئ و خصائص

خامسا : منهجية الدراسة :

يستخدم في هذا البحث منهجين من المناهج البحث العلمي، وهما المنهج الوصفي و المنهج التحليلي، يستخدم المنهج الوصفي في وصف الاسواق المالية عامتا، وايضا الاسواق المالية الناشئة و المتقدمة من تعريفها و الهيكل التنظيمي لها .

- اما المنهج التحليلي فستخدو في المقارنة بين البورصتين ماليزيا و امريكا من خلال استخراج اوجه التشابه و الاختلاف الخاصة للبلدين .

-سادسا : صعوبات الدراسة

- ندرة البحوث قديما و حديثا باستثناء بعض الكتب و الاطروحات التي بدأت تظهر مؤخرا ، وقد كان الاعتماد بنسبة كبيرة على مواقع الانترنت

- عدم توفر الكتب باللغة العربية و بذلك كان الاعتماد على الترجمة من اللغة الفرنسية الى اللغة العربية مما قد يؤدي الى ضياع المفهوم او عدم وضوحه .

- سابعاً : هيكل الدراسة :

بغرض تحقيق هذه الدراسة قمنا بتقسيم البحث الى ثلاثة فصول فصلين نظريين و الثاني التطبيقي :

- الفصل الأول بعنوان " الايطار النظري للاسواق المالية الناشئة حيث قسمنا هذا الفصل الى ثلاثة مباحث،

تضمن المبحث الاول التطور التاريخي للاسواق المالية عامة و المفهوم و الاهمية، و المبحث الثاني كان تحت عنوان

الاسواق المالية الناشئة، و تناولنا فيه مفهوم و نشأة الاسواق المالية الناشئة و مراحل تطورها انصل الى آخر

مبحث وهو الاسواق المالية الماليزية ن حيث قمنا بدراسة و تعريف البلد الماليزي و النظام القائم عليه باعتباره

بلد ناشئ .

- الفصل الثاني، وكان تحت عنوان الاسواق المالية المتقدمة، حيث نضمن هذا الفصل مبحثين، الاول : الاسواق

المالية المتقدمة حيث قمنا بالتعريف بهذه الاسواق و مميزاتهما الاقتصادية اما المبحث الثاني فكان تحت عنوان

الاسواق المالية الامريكية، تناولنا فيه تعريف البلد الامريكي و مراحل تطوره عبر الزمن و النظام السائد فيه

- اما الفصل الثالث فهو الايطار التطبيقي تحت عنوان دراسة مقارنة بين الاسواق المالية الناشئة و الاسواق

المالية المتقدمة، حيث تضمن ثلاث مباحث، الاول دراسة كفاءة بورصة ماليزيا و الثاني دراسة كفاءة بورصة

ماليزيا لتتوصل في المبحث الاخير الى المقارنو بينهما و استخلاص النتيجة .

الفصل الأول

الايطار النظري للأسواق المالية الناشئة

مقدمة الفصل:

اعتبر السوق المالية الناشئة الكفؤة المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للدولة، فقد أولها العديد من الاقتصاديين اهتماما خاصا، حيث تعتبر قياس كفاءة السوق المالي ضرورية وملحة لما يشهده العالم من تحولات خاصة وأن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهونا بمدى فعالية ونجاعة النظام المالي للدولة ومدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة، وطرحت العديد من التساؤلات حولها، ولعل أهم التساؤلات المطروحة في الوقت الحالي تدور حول كفاءة الأداء في السوق المالي وتأثر اقتصاد الدولة به وهو مدار إشكالية بحثنا و المتمثلة في دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد الوطني. ولإعطاء قيمة أكثر لدراستنا قمنا بأخذ بورصة ماليزيا كدراسة تطبيقية وتوصلنا فيها للنتائج التالية و المتمثلة في أن لبورصة ماليزيا سوق عادي يتعامل فيه بأدوات تقليدية وآخر إسلامي يتم التعامل فيه بأدوات إسلامية وهي الصكوك، حيث تتعامل بالصكوك أكثر من الأدوات التقليدية الأخرى، كذلك عرفنا في هذه الدراسة أهم المؤشرات التي نعرف بها درجة كفاءة سوق الأوراق المالية في ماليزيا ودورها في الاقتصاد، و المتمثلة في الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة والسيولة التي تتمتع بها سوق ماليزيا، و آخر نتيجة هي أن ماليزيا سوقها متطور ولكن لا يتميز بالكفاءة التامة، بل تسعى جاهدة إليها، لأن لها دورا كبير في الاقتصاد، أي أن نجاح القطاع المالي مرهون بنجاح القطاع الاقتصادي

المبحث الاول : ماهية الاسواق المالية

تعود تسمية الأسواق المالية لمفهوم السوق بشكل عام تحتل الأسواق المالية في الوقت الحاضر أهمية كبرى كما أن تطورها يرجع إلى تطور السلع والخدمات، إضافة إلى أن تطور ونمو التجارة جعل من الضروري تنظيم الأسواق المالية بما يتماشى والقوانين التجارية الجديدة، ومرت السوق المالية في نشوئها بمراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي. وفي هذا المبحث سنتعرض على مفهوم الأسواق المالية ووظائفها وأركانها وأهميتها.

-المطلب الاول: مفهوم الاسواق المالية ووظائفها

وفي هذا المطلب سنتعرض فيه إلى مراحل نشأة الأسواق المالية ومفهومها ووظائفها.

الفرع الاول : مراحل نشأة الاسواق المالية

عرف الاقتصاد سابقا بان له أسواق مالية (وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة) تمثل أسواق (البندقية وجنوه في إيطاليا، وسوق فرانكفورت)، وكانت تلك الأسواق من أكبر الأسواق المالية الأوروبية تعاملًا مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطًا تجاريًا هائلًا باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا¹

مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بجملة مراحل وهي

المرحلة الأولى: وهي تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية مختلفة، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تتميز بزيادة في الإنتاج وارتفاع في المداخيل وبداية اتساع المعاملات .
المرحلة الثانية : وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقًا للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح القروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة².

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة³.

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وهذا يعتبر بداية لاندماج

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة، دار الكندي للنشر، عمان، 2002، ص-ص 3-4

² خليل الهندي، أنطون الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان 2000)

ص 26

³ رمسية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعز للنشر والتوزيع، عمان، (2005-1425) ص 10

السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه. المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها. وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه¹

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

الأسواق المالية مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبين لها وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية².

ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه هي "المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية كما يعرف على أنه شبكة لتمويل طويل الأجل مبنية على الإصدار والمقصد بهذا هو بيع القيم المتداولة من سهم وسندات والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي³.

تعتبر الأسواق المالية عن الحيز المكاني أو الافتراضي الذي تلتقي فيه قوى عرض أدوات الاستثمار والطلب عليها. في آلية تتيج مبادلة الثورة النقدية مع الأشكال الأخرى المختلفة كالأوراق المالية والسلع الأساسية كالذهب والمعادن الثمينة المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين والمقترضين. السوق المالي هو ذلك السوق الذي يحتوي على العديد من المؤسسات وبيوت السماسرة المالية أو مجموعاتها أما التعريف التي تم استنتاجه فهو الذي يجمع بين ما تقدم من تعريفات، في نسق جامع مانع بما يوضح عن ماهية هذه السوق و الدور الذي تلعبه " :الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها، حشد وتجميع و توجيه إدخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية و غير الإنتاجية 4 ". ومن مفهوم السوق المالي، نجد أن هناك آلية تعمل بها هذه السوق، والشكل التالي يوضح ذلك⁴:

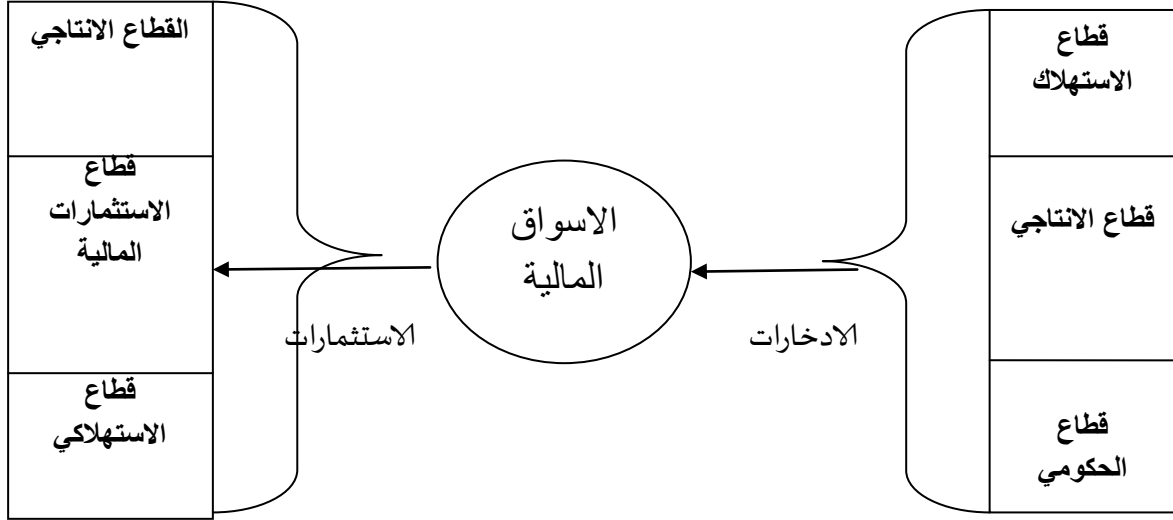
¹ صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 1423-2003 ص 8

² -D.Yacquillat B.Solnit.(Marchés financière gestion de portefeuille et des risques). France Dunod 2è m e édition 1990, p8

³ أحمد بوراس، السعيد بركة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص1

⁴ سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتب عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص475

الشكل رقم (1-1): آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة:



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البترا، الأردن، 2004 الطبعة الثالثة ص

185

وحدات العجز المالي: تمثل تيار الطلب على الأموال وتأخذ الأشكال (منشآت الأعمال، أفراد) ويتركز طلبها في عمليات استثمار جديدة أو توسعات، وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلبا للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية. وحدات الفائض المالي: تمثل تيار عرض الأموال، وتأخذ الأشكال (أفراد، حكومة، منشآت أعمال) وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسه من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر وعرض لأموال.

وحدات الفائض المالي: تمثل تيار عرض الأموال، وتأخذ الأشكال (أفراد، حكومة، منشآت أعمال) وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسه من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرض لأموال¹

الفرع الثالث: وظائف السوق المالي

إن الأسواق المالية لم تعد طرفا اقتصاديا، وإنما أصبحت ركنا هاما وأساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، حيث أن الأسواق المالية تساهم بشكل مباشر في تجميع المدخرات الوظيفية من القطاعات ذات الفائض النقدي، وتحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية وتتجلى وظائفها في النقاط التالية:

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005؛ ص ص 35-36.

1-التعريف بالوضع المالي للشركة: بحيث يتم تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات الوطنية ووضعهما المالي حيث يعطي حجم التداول لأسعار الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا من أحوال الشركة ومركزها المالي.

2. المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية

3-تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة¹.

4 -تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة و سد الفجوة التمويلية للمشاريع في حالة عزوف المصارف عن تمويلها.

5-توفير الحماية من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا، من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على إدراج الشركات فيه وعلى تداول الأوراق المالية، إضافة إلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم في التحوط ضد المخاطر.

6-المساعدة في توفير المعلومات والبيانات

7- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة².

8-توجيه الاستثمار: إن ارتفاع الأسعار في البورصة يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، والعكس في حالة انخفاض الأسعار ويتوجهون إلى شراء الأوراق المالية، مما يعطي للسوق المالي حق توجيه الاستثمار

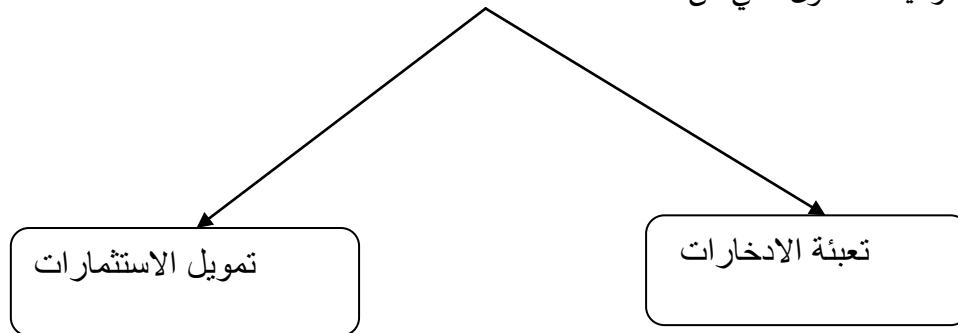
9-القيام بعملية التطابق: هي من أهم العمليات التي تقوم بها البورصة، والتي هي عبارة عن عمليات الموازنة

10- منع حدوث الغش والتدليس في المعاملات بوجود رقابة حكومية ومندوب الحكومة³.

وأخيرا يمكن تلخيص وظائف السوق المالية إلى شقين أساسيين وهما:

الشكل (2-1) : وظائف السوق المالي.

تتكون وظيفة السوق المالي من



¹ حسين بن هاني، مرجع سابق، ص11.

² حسين بن هاني، مرجع سابق، ص11

³ محمود أمين زوبر، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء دنيا الطباعة والنشر،

الإسكندرية، مصر، 2000، ص9

المصدر: من اعداد الطالبتين

المطلب الثاني: أركان وأهمية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر، وهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح، إضافة إلى أنه سوق منظم يقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، وتعد جلساته في أوقات محددة، هذا ما جعل له تأثير على كل الجوانب وكان لا بد من تقسيمه حسب التعامل فيه. وفي هذا المطلب سنتطرق لأركان وأهمية الأسواق المالية.

الفرع الأول: أركان الأسواق المالية

معرفة أركان السوق المالي سنبداً بتحليل دوره كوسيلة تيسر عملية انسياب الأموال ممن يملكونها يرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال ويرغبون في الحصول عليها.

وقبل ذلك سنتعرف على أركان السوق بصفة عامة وهي¹:

1- وجود سلعة أو خدمة أو أصول مالية أو إمكان وجودها.

2- وجود راغبين في الحصول عليها (المشتري)

3- وجود الراغبين في بيعها (البائعين)

4- وجود وسطاء يسهلون عملية التبادل (ولكن هذا الأمر ليس ضرورياً) ويشكلون همزة الوصل بين المتعاملين في السوق.

5- وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل.

وبعد التعرف على أركان السوق بصفة عامة سنتطرق لأركان السوق المالية وهي ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أولاً: المقرضون أو المستثمرون:

ويقصد بهذه الفئة هي مصدرة الأموال المستثمرة في السوق المالي وتمثل الأفراد والمؤسسات التي تفوق

دخولها النقدي عن احتياجاتها الاستهلاكية فتربح في توظيف مدخراتها في السوق المالي، أما في عمليات

إقراض مباشرة أو في المتاجرات بالأوراق المالية.

كما بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين وشركات الاستثمارات تقوم

بدور المقرض أو المستثمر لأنهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع

المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف في شكل أوراق مالية. ويعتبرون كذلك

من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة²، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص 6

² حمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوربية"، بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، جامعة سطيف، يومي 8 - 9 ماي 2004، ص 5.

هي المصدر الرئيسي للاستثمارات، ذلك أن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة مدخرات الأفراد فيها¹.

ثانيا: المقترضون أو المصدرون:

تتضمن هذه الفئة من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا اتخذ الدين الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم ما بين المقرض والمقترض وبما يشمل من بنود، كالقيمة الاسمية، وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض. أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم العادية أو الممتازة والتي تصدر من قبل مؤسسات حكومية أو أهلية. يمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية بالشكل التالي:

- 1- إصدارات مسجلة وإصدارات لحامله: يكون الإصدار مسجلا متى تم تسجيل اسم المستثمر على الصك، ويكون لحامله متى كان خاليا من اسم المستثمر وإنما يحمل عبارة لحامله. وفي الإصدار الاسمي فان أي تصرف قانوني يجري عليه لابد وأن يكون من قبل الشخص المثبت اسمه عليه، أما إذا كان لحامله، فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أيا كانت طريقة حيازته له ومن هنا ويهدف توفير عنصر الحماية والأمان لحقوق المستثمر فان الإصدارات الاسمية هي الأكثر شيوعا إلا في الحالات الاستثنائية ومتى كان الهدف هو تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة، فحينئذ تصدر لحامله كما يحدث في أدوات الخزينة الأمريكية مثلا.
- 2- صدارات أهلية وإصدارات حكومية: من زاوية طبيعة الجهة المصدرة للورقة المالية يكون الإصدار أهليا متى كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجاري، ويكون حكوميا متى كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد، تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل السندات بأنواعها وأذون الخزينة. بينما تشمل الإصدارات الأهلية أدوات الملكية أي السندات بأنواعها والأسهم بأنواعها:

(أ) صدارات دين أو إصدارات ملكية: من زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر، يعتبر الإصدار دينيا متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقا لدائنيه وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين، ويعتبر الإصدار حق الملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في حجة الإصدار لذا من الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تنعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل في رأس المال.

(ب) إصدارات أولية وإصدارات موسمية: بحسب الغرض فان الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي يعتبر إصدارا أوليا، بينما تسعى جميع الإصدارات التي تليه والتي تهدف إما إلى وزيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع هي إصدارات موسمية.

(ج) صدارات محلية وإصدارات أجنبية: إذا ما كان النطاق الجغرافي للإصدار محلا للاعتبار تقسم الإصدارات

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية مرجع سبق ذكره ص 10

تبعاً لموطن جهة الإصدار إلى محلية أو أجنبية¹.

ثالثاً: الوسطاء أو الوكلاء:

ويقصد بالوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق حيث يكون الوسيط شخصاً طبيعياً أو معنوياً ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال تتمثل في الآتي:

أنواع الخدمات التي يقدمها الوسطاء يمكن حصرها بشكل عام في ثلاثة أنواع وهي:

- 1- السمسرة.
- 2- صناعة الأسواق.
- 3- لتعهد بتغطية الإصدارات.
- 4- تقليل المخاطر والنفقات².

1- أعمال السمسرة:

السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة ذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمراً لسمساره، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقاً للقانون الداخلي للبورصة، من هنا " فللسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، والعمل على تنفيذها من جهة أخرى... السمسار إذن هو ذودراية وعلم في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع و شراء للأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، وفي المواعيد الرسمية، ويعد مسئولاً و ضامناً لصحة كل عملية يتمها.

2- صناعة الأسواق:

من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته بيع وشراء الأوراق المالية وذلك بوجود ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وبالتالي يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو الموازي وذلك لصالحه أو لصالح عملائه وفي هذه الحالة على الوسيط المحافظة على: المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه وذلك لمصلحة السوق المالي. توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب³.

3- قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:

¹ رمسية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 37-38.

² المرجع السابق، ص 188.

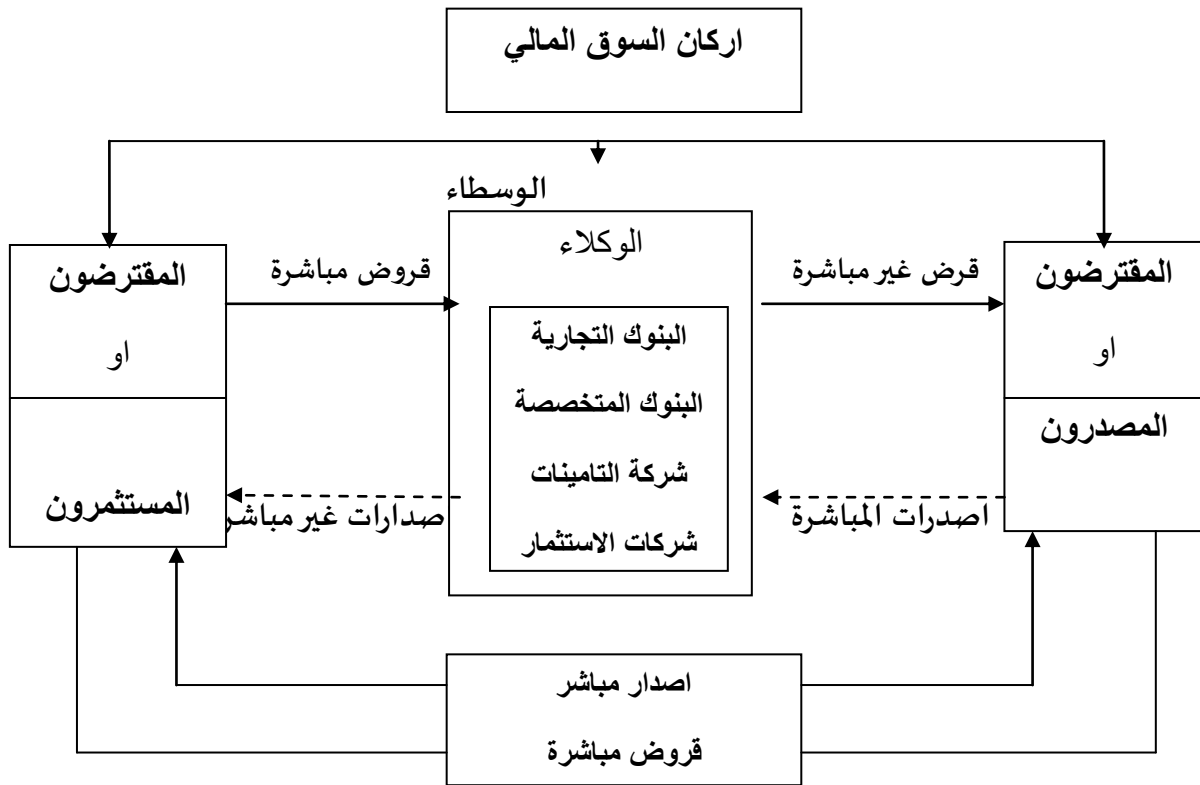
³ أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، بدون بلد النشر، 1991، ص 2

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى القيام بهذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشراءها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار .

4-تقليل المخاطر والنفقات:

ويكون الوسيط مؤسسات أو شركات استثمارية وذلك راجعاً لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي تقع على عاتق المستثمر¹.

الشكل رقم (1-3) يمثل أركان السوق المالي.



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البترا، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص1 الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية :

تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:

(1)-تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.

¹مرجع السابق ، ص11.

- (2)-المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.
- (3)-تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء¹.
- (4)-تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- (5)-ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية.
- (6)-عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل لأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- (7)- السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات.
- (8)-كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة².
- (9)-تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- (10)-تقدّم السوق مؤشرا ماليا إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية.
- (11)-تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.
- (12)-تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية.
- (13)-تحتل السوق المالي مجموعة متكاملة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات والصناديق والشركات التعاونية³.
- (14)-تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما

¹-حسين بن هاني، مرجع سابق، ص.ص 11-12.

²-رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص.12.

³-حسين بن هاني، مرجع سابق، ص.ص 11-12.

كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

1. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
2. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.
3. رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين.
4. المحافظة على الثروة وتنميتها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنوها.
5. تسهيل الحصول على سيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.
6. المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود أنه إذا أراد مكافحة التضخم فإن يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.
7. شر سلوك الاستثمار: من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة. وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما وأن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها¹.
8. تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالباً ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها النقدية في الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب. الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع .

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص.ص 11-12.

- المطلب الثالث: خصائص وعوامل نجاح الأسواق المالية

تتميز أهمية الأسواق المالية من اقتصاد لآخر وذلك نتيجة لتوفر عوامل مختلفة حيث لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها ويقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي وأخرى شكلية، كما يتميز كل سوق مالي بخصائص عن باقي الأسواق حيث تعتبر الخصائص أو الميزات التي يتمتع بها كل سوق هي المعيار الذي يعرف من خلاله مدى تميز هذه السوق

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية

تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى و من أهم هذه الخصائص نجد ما يلي¹:

- (1)- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
- (2)- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- (3)- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها.
- (4)- تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية واللاسلكية.
- (5)- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.
- (6)- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.
- (7)- أداة لقياس قيمة الأصول، وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.
- (8)- مكان للتعاملات الخطرة².
- (9)- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.
- (10)- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك نظرا لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة³.
- (11)- السوق النقدي يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسة.
- (12)- أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.

¹ - المرجع السابق، ص ص 184-185.

² - عبد الرزاق خليل وآخرون، "التكامل بين الأسواق المالية العربية كأساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد"، الملتقى الولي الأول اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، الأغواط، 18-20 أبريل 2005، ص 493.

³ - رمسية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 22.

بصورة عامة تقسم الأسواق المالية في العالم حسب الخصائص بين ثلاث مجموعات رئيسية:

- أسواق متقدمة تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية.
- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي، أسواق أستراليا ونيوزلندا وكندا.
- أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية

الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالي

: هناك عدة عوامل لنجاح السوق المالية و من بينها

اولا- العوامل الموضوعية: والتي نجد فيها العناصر التالية¹

1. تنظيم الأسواق المالية: حيث يكون هذا التنظيم من قبل الحكومات الخاصة وذلك بقيامها بما يلي:

- ❖ دم إنشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
 - ❖ تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
 - ❖ تنظيم الأوجه المختلفة في المؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.
2. إنشاء بورصة للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لتوفير سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.
 3. الحصول على عائد معقول للمستثمر: بحيث يتمكن المستثمر من الحصول على عائد السندات المطروحة بلا إعفاء العائد من الضريبة.
 4. جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.

ثانيا: العوامل الشكلية: لا يقتصر نجاح السوق المالي على العوامل الموضوعية فقط بل لابد من توفر العوامل الشكلية أيضا وهي كالآتي²

1. توفير المرافق العامة (المواصلات السلوكية واللاسلكية، المساكن)...الخ
2. الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربيه من الأسواق المالية الأخرى واعتدال جوه.
3. وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.
4. لنمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
5. عدم وجود قيود رقابة على الصرف.
6. وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره ومعادلاته.
7. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة

المبحث الثاني : مدخل الى الاسواق المالية الناشئة

¹ - بد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية، دار القومية، عمان، الأردن، 1999، ص12.

² - صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص23.

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شددت انتباه المستثمرين واستقطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنوع لمخاطرهم، و قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب:

- مفهوم الاسواق المالية الناشئة وتصنيفها

- خصائص الاسواق المالية الناشئة

- مراحل تطور الاسواق المالية الناشئة ومحددات نموها

المطلب الأول: مفهوم الاسواق المالية الناشئة وتصنيفها

لعبت الأسواق المالية الناشئة دور كبيرا في تنمية اقتصاديات الدول المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية حيث أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات لجذب رؤوس الأموال الدولية. المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها، وتحديد خصائصها، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

لقد أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها، وتحديد خصائصها، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية، في الحقيقة، لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية منذ عام 1981 والتي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من اجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو. ويشمل مصطلح "ناشئة" عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو وتطور بشكل يجعلها مهم وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة، والتي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق. ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية. وعموما فإنه لا بد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية، فبعض الأسواق قد برزت فعلا، وبعضها في الطريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقا، و الجدول التالي¹:

¹ - ساعد مرابط، أسماء بلمهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص 12

جدول رقم (1-1): قائمة الأسواق المالية الناشئة.

الشرق الاطوسط	افريقيا	اوروبا	جنوب اسيا	شرق اسيا	امريكا اللاتينية
اسرائيل مصر	جنوب افريقيا نيجيريا تونس	روسيا المجر بولونيا جمهورية الشيك اليونان فتزويلا	الهند اندونيسيا ماليزيا باكستان الاردن	الصين الشعبية كوريا الجنوبية الفلبين تايوان سيريلنكا تايلاندا	الارجنتين البرازيل الشيلي كولومبيا المكسيك البيرو

المصدر: مساعد مرابط، أسماء بلممبوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي . "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006 ، ص25 "

يقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتهي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة .وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة

تفرق بينها مثل:

- عدد الشركات الجديدة

- القيمة السوقية للأسهم.

- حجم الأموال المتداولة

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية¹.

- تعريف آخر:

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية (MARKETS STOK EMERGING) والذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية و يكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة (Poor and Stanga²)، إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل³:

- أن تنتهي إلى اقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي

- أن يكون رأس مال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام.

- الفرع الثاني: تصنيف الأسواق الناشئة:

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

(1)- لأسواق الناشئة الأكثر تقدما: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك- كوريا الجنوبية- تايوان- وتايلاندا... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة و التي هي:

- معدلات تضخم منخفضة.
 - استقرار نسبي في أسعار الصرف و أنظمة مالية ومصرفية متطورة.
 - سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.
 - تبادل هام في سوق الأسهم.
 - استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية .
- (2) - أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة

¹ ليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص نفود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، 2003، ص91.

² عمر محمد عثمان صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، 1995، ص86.

³ - سامية زيطاري، أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص

رأسيا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات¹.
 (3)- لأسواق الحديثة النشأة، أو تلك التي تعاني من الركود: ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، ومميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة أنها أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الموال الدولية كان محدودا أيضا، هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات².

- المطلب الثاني : خصائص الاسواق المالية الناشئة

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب التقسيمات لأخرالدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها:³
 المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.
- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.
- انخفاض سيولة الأوراق المالية.
- التقلبات الشديدة في الأسعار.
- المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:
- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.
- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.
- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.
- المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:
- استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.
- زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2005-2006 ص161.

² - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 107.

³ - عمر صقر، مرجع سابق ص 112

- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة .
- المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:
- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية .
- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية .
- سواق تنافسية عالمية .
- ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها، يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيئات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية. وعلى الرغم من هذا التباين إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها¹:
- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و70% مقارنة ب 15% في أسعار الأوراق المالية الكبرى.
- الارتفاع النسبي في معدلات العوائد السنوية على الأوراق في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، فقد حققت أسواق مثل الصين والفلبين معدل عائد أكثر من 50% سنويا في المتوسط مقارنة ب 8.15% سنويا في السوق المالية الأمريكية.
- ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي لا سيما في ظل وجوده معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية.
- وهناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي:
- (1)- الخطر والمردودية: الخطر الذي ينجم عن استثمارها، في أصل مالي، المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة
- (2)- سيولة السوق ودرجة تركزه: إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عوامل عدة أهمها - حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة في البورصة والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.
- التركيز وهو على وجه عام الأكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في لسوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني.
- (3)- تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي¹:

¹- الفيومي، نضال احمد، 2003، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30-322، ص 30، 2 العدد، 30

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.
- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما أن المهل قصيرة لمقاصدة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.
- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط - المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

المطلب الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة ومحددات نموها

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجاً مقارنة بالمرحلة السابقة، إضافة إلى ذلك الجدول الذي قام بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمهم من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانعي السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

الفرع الأول: مراحل تطور الأسواق الناشئة.

ان متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجاً مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل²:

المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- * قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.
- * ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي. ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن

¹ - محمد عبد محمد سلام، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2003 ص 84.

² - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 39.

كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

المرحلة الثالثة: وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة بـ : تصبح عوائد السوق أقل ثقلها مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة، تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين واندونيسيا- تركيا- إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر ماليزيا، المجر وتايلاند.

المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتميز بما يلي:

- * ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.
- * يزداد السوق المالي اتساعا.
- * انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.

تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة.

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي.

اولا: العوامل الخارجية.

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية

الناشئة، وتمثل هذه العوامل في¹:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 8.9% في أبريل 1989 إلى 9.2% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.
- العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي و ضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

¹- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص 113-114.

كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية.

-الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي - مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين- خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي. وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 8.4% من أصولهم في عام 1980 إلى 2.7% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة. ثانيا: العوامل الداخلية.

للعوامل الخارجية أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي¹:

(1)- سياسات الإصلاح الاقتصادي : طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف.

(2)- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي : ان معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاند، كوريا واندونيسيا في تحقيق معدلات نمو اقتصادية أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك

¹ - عمر صقر، مرجع سابق، ص ص 116-117.

نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة الأورغواي 1993 ، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لامتتع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

هذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و8% سنويا، لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

3-- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية : ان حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات. فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج. كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة¹.

المبحث الثالث: سوق ماليزيا للاوراق المالية (بورصة ماليزيا)

قد اتجهت الأنظار العالم في السنوات القليلة الماضية إلى شرق و جنوب آسيا لتتطلع بإعجاب بالغ إلى المعجزة الآسيوية التي تتحقق على أيدي النمرور الآسيوية في كافة المجالات بما فيها القطاع المالي، حيث فرضت أسواق المال الآسيوية نفسها بين أكبر وأعرق الأسواق العالمية التقليدية، و من بين فريق النمرور الجدد برزت التجربة التي يقودها أحد أولئك النمرور ليحول الأنظار من توجهها القديم لمنطقة الخليج إلى جنوب شرق آسيا وبالتحديد ماليزيا، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى لمحة عن اقتصاد ماليزيا ومفهومها وظائفها، كذلك دور هيئة الأوراق المالية في تطويره، وأخيرا مؤشرات قياس الكفاءة والدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

المطلب الأول: لمحة عن اقتصاد ماليزيا

شهد الاقتصاد الماليزي، قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مستوى اقتصاديات الدول المتقدمة، ولعل السياسات

¹- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 166

و الإصلاحات من قبل الحكومة، كان لها الفعل الإيجابي في تحقيق ذلك، غير ما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وذلك بتطور وسائلها وأدواتها، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على ماليزيا واقتصادها.

الفرع الأول: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا، وهي قريبة من خط الاستواء، حيث أنها تقع بين خطي عرض 1-7 شمالا وتتكون من منطقتين هما شبه الجزيرة الملايوية وهي متصلة بقارة آسيا، و سراواك وهما ضمن جزيرة بورنيو، تطل ماليزيا من الشرق على بحر جنوب الصين حيث يقصمها إلى شطرين هما "شبه الجزيرة الماليزية" و"بورنيو"، ويحدها من الغرب مضيق مالاكا الذي يفصلها عن جزيرة سومطرة الاندونيسية، و شمالا تايلاند و من الجنوب ترتبط مع سنغفورة عبر جسر يمر فوق مضيق جوهور. تقدم لك ماليزيا مزيجاً فريداً من الحداثة العصرية المتمثلة في مدينة "كوالالمبور" إلى قمم "بورنيو" ثم الشواطئ الرملية البيضاء في "بورنيو" وحتى قرى "ساراواك" التقليدية¹

وفيما يخص المعطيات العامة على دولة ماليزيا يمكن إدراجها في الجدول التالي:

الجدول رقم(1-2): أهم المعطيات العامة لماليزيا

ماليزيا	الاسم الرسمي	معلومات عامة
كوالالمبور	العاصمة	
ملكية دستورية	نظام الحكم	
عبد الله احمد شاه	الملك	
مهاتير محمد	رئيس الوزراء	
329.758 كلم ²	المساحة	
أغلب سكان ماليزيا الدين الإسلامي، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب ان يكون مسلماً ³	دين الدولة	

المصدر: ماليزيا ويكيبيديا 18:44 25/03/2020

الفرع الثاني: التنمية الاقتصادية في ماليزيا

إن التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية سائدة في العالم، وذلك راجع في إخراج ماليزيا من تبعية تصديرها للمواد الأولية خلال استقلالها سنة 1957م للمطاط الطبيعي وزيت النخيل، وما تبعه

¹ - نبيه فرج أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل وتقييم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص ص 21-22.

² - قطب مصطفى سانو، آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية و المصرفية الإسلامية- تجربة ماليزيا نموذجاً- بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوس الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون جامعة دبي 15-17 مايو 2005، ص 1554

³ - نجلو فيناردوس، التمويل و المصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها و مستقبلها، ترجمة: أبوذر محمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي و المطابع، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 147.

من تغير هذه الأسعار على المستوى الدولي مما جعل الاقتصاد الماليزي يقع تحت رحمة تغير أسعار الصادرات. وهذا ما أجبر الحكومة إلى استعمال إستراتيجية التنمية، التي تعتمد على إحلال الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية، والتي كانت تحت رحمة الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، إلى انتهاج سياسة تنوع الصادرات، وعملت الحكومة على زيادة صادراتها من المنتجات الصناعية، وتخفيض ارتباطها بالمنتجات الأولية الموجهة للتصدير.

وتحصلت ماليزيا على الدعم من اليابان و الدول الغربية، للتحول إلى بلد مصدر للمواد المصنعة، مما كان له 11 الأثر الايجابي على التنمية في هذا البلد .رغم هذا، استمرت الفترة الممتدة من 1957 إلى 1969 بزيادة الناتج المحلي الخام بحوالي 86 بالمئة، ومعدلات نمو بين 8 بالمئة إلى 10 بالمئة في السنة، ورجعت بالفائدة على العنصر الصيني الذي كان يتحكم في الاقتصاد بشكل كبير و جيد¹. بدأت المرحلة الأول من التنمية في ماليزيا في عقد السبعينات، حيث اعتمدت على دور كبير على القطاع العام و البدا في التوجيه التصديري لعملية التصنيع، حيث بدا التركيز على صناعة المكونات الالكترونية، وتميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة، مما ساهم في تخفيض البطالة وتحسين في توزيع الدخل و الثورات بين المجتمع وكان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة².

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية (بورصة ماليزيا)

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، و الرائدة في إصدار للأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المعروف المتداول، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الاحتلال البريطاني لها وهذا ما يجعلنا ضمن الأسواق المالية القليلة التي تحضي بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات و العمليات المالية.

- نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959 ، بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية و القصديرية³.

تأسست عام 1930 م جمعية "سماسرة بورصة سنغافورة" Association' Stockbrokers Singapore وهي أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، و في تاريخ 9 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة و نفس الأسعار، وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية.

¹ -Mahmud bin ahmed, islam and economic growth in malaysia, Master's thesis, Naval Postgraduate school, California,

² - عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، عدد رقم: 451، الكويت، ب ت ، ص 3.

³ - جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير، غير منشورة ، جامعة اليرموك، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد و المصارف الإسلامية، السنة 2006/2007 غير منشورة، ص 12

في سنة 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسمياً وأسست بورصة مستقلة لها، وفي تاريخ 1976/12/14 تم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا لتداول الأسهم - بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة - وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة Exchange Stock Lumpur Kuala "الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 م، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم "Warrants Call" KLSE بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبير التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان (العام والخاص)¹.

وبغرض تدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال وتحت رعاية وزير المالية "Masterplan Market Capital Malaysien" الماليزي الماليزية في تاريخ 22 فبراير/شباط 2001 م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية²:

- (1)- تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية امثل للمستثمرين.
 - (2)- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.
 - (3)- جعل سوق رأس المال مركزاً للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
 - (4)- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
 - (5)- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
 - (6)- جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.
- لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهويقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد لاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل. يمكن أيضاً تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية على أنها السوق التي تظم لكل من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة و الطويلة الأجل، وسوق الميزدات MESDAQ، و البورصة المالية للمشتقات، و مركز لبوان LABUAN وهي أيضاً سوق كبقية الأسواق تضم سوقين واحدة منظمة، و أخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة و طويلة الأجل، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، و باعتبارها ميداناً خصبا للمنافسين بين الشركات لاجتذاب و

¹-Bank Negara Malaysia Annual Report 1995, p195.

² - محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية- مركز الملك فهد للمؤتمرات،السعودية، 2008، ص 12

الحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن. وتتنوع الأدوات المالية في هذا السوق فهي تتمثل في أسهم وسندات تقليدية وأسهم وصكوك إسلامية والسندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، وشهادات صناديق الاستثمار وعقود المستقبلات وغيرها¹.

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية.

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، و تنبع أهمية هذا السوق من كون أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا، ويتحقق ذلك من خلال قيامه بالوظائف التالية:

1. يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

2. تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

3. يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

4. تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، وذلك بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال بهدف استثمار في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات نفسها².

5. يساهم السوق في عمليات التطور للاقتصاد الماليزي وذلك بتجميع الموارد المالية، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

6. أصبح سوق رأس المال الماليزي الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون صندوق الحج، والأفراد من جهة، والقطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، والزراعة، والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، وللتوضيح أكثر يقصد بها الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، وهذا راجع لكون سوق أوراق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي.

¹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص ص 380-381

² - عاطف وليم أندراوس؛ مرجع سبق ذكره ص-ص 182-183.

خلاصة الفصل : نستنتج من خلال هذا الفصل ان الاسواق المالية تمثل الوعاء المالي للمستثمر بحيث يوجه فائض امواله الى الاستثمار فيتوجه مباشرة الى تداول الاوراق المالية ودالك عن طريق اطراف المختصة تشارك في هذه العملية تلعب دور الوسيط او السمسار بين اصحاب الفائض والعجز. وعليه يمكن القول ان العولمة المالية لها دور في تسهيل و تمويل الاستثمارات من خلال حركة الادخار العالمي وكذلك تتيح الى التوظيف الجيد للموارد المالية الا انها ادت في كثير من الحالات الى حدوث و انتشار ازمات مالية مكلفة و متنوعة سواء كانت ازمة مصرفية او ازمة سعر الصرف او ازمة الاسواق المالية .

الفصل الثاني

الايطار النظري للاسواق المالية

المتقدمة

مقدمة الفصل:

تعتبر الدول المتقدمة هي تلك التي تتمتع باقتصاد متطور وأسواق مالية متقدمة وبنية تحتية تكنولوجية متطورة. وتدعى أيضًا بالدول الصناعية أو أكثر الدول المتقدمة اقتصاديًا أو دول العالم الأول، ويتم تقييم الدول من حيث التقدم بناءً على عدد من المعايير منها إجمالي الناتج القومي وإجمالي الناتج المحلي ومستوى التصنيع ومستوى المعيشة العام ودخل الفرد ومقدار اتساع البنية التحتية وغيرها من الأمور بالإضافة إلى مؤشر التنمية البشرية الذي يجمع ما بين الدخل القومي والمقياس الاقتصادي وبعض المقاييس الأخرى، وقد كانت المملكة المتحدة أول دولة صناعية في العالم ومن ثم أصبحت ألمانيا وفرنسا والولايات المتحدة والعديد من دول أوروبا الغربية الأخرى دولًا صناعية أيضًا، وعلى الرغم من تقدم العديد من دول العالم اقتصاديًا وصناعيًا في القرن العشرين إلا ان الفجوة بين الدول المتقدمة و الدول النامية ما زالت قائمة .

المبحث الاول : ماهية الاسواق المالية المتقدمة

للاسواق المالية دورا اساسيا في دفع عجلة النمو الاقتصادي، وذلك في تنوع مصادر التمويل وتخفيض التكاليف وارتبطت نشأتها بتزايد اهمية القروض الحكومية التي من اهم العوامل المساعد في تراكم رأسمال

المطلب الاول : مفهوم الاسواق المالية المتقدمة

. تعددت المفاهيم حول الاسواق المالية المتقدمة، اهمها هي تلك السوق التي تنعكس فيه كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في النتائج المؤسسة على اسعار اوراقها المالية .
الاسواق المتقدمة هي السوق المتقدمة من ناحية الاستثمار وهي الدولة الاكثر تطورا من حيث اقتصادها واسواق راس المال .

. يجب ان الدولة ذات دخل مرتفع ولكن هذا يشمل ايضا الانفتاح على الاستثمار الاجنبية وسهولة حركة راس المال وكفاءة مؤسسات السوق .

يتناقض هذا المصطلح مع السوق النامية والاسواق الناشئة

. وهي ايضا السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث، تكون اسعار الاوراق المالية فهيمتا متساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون امكانيات السيطرة عليها يشمل هذا التعريف الامور التالية

1- اسعار تتعبر وبشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة والمصرحة عن الاوراق المالية

2- ان تتوفر المرونة في السوق بحت ثان تتعامل مع المعلومات الجديدة والفورية بحيادية تامة

كما يمكن تعريفها بانها السوق الذي تتساوى فيها السعر الورقة المالية مع قيمة الاستثمار .
السوق المالي المتقدم يضم المستثمرين يتخذون قرارات رشيدة عقلانية في توجعاتهم الاستثمارية الامر الذي يدفعهم لزيادة ثرواتهم دائما¹.

. السوق المالي المتقدم تتوفر فيه المعلومات دون تكاليف اضافية للحصول عليها سواء كانت معلومات للمقترضين او المستثمرين الوالجهات الادارية في السوق او الجهات الحكومية الرقابية .

المطلب الثاني: مظاهر عالمية بورصات الاوراق المالية :

يمكن تلخيصها في ثلاثة مظاهر

أ التريط بين البورصات : موازاة مع الاتجاه الذي اخذه الاقتصاد العالمي في بحثه عن مؤسسات تسمح له بالمزيد من التنسيق والتكامل بين دول العالم والذي ظهر على اثره (البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمنظمة العالمية للتجارة)، سعت بورصات الاوراق المالية لتعزيز الروابط فيما بينهما معتمدا على آخر من توصلت اليه التكنولوجيا الاتصالات بغرض توسيع نطاق التداول وتوفير فرص اكبر للتنوع امام المستثمرين لتخفيض المخاطر، واستخدمت في عمليات الربط بينها عدة اساليب منها :

¹ زياد رمضان مروان شموط الاسواق المالية الطبعة 1 الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات جامعة القدس المفتوحة فلسطين 2008 ص 06¹

الربط الحاسوبي للبورصات : من خلال الاعتماد على شبكة من الحواسيب الالكترونية المرتبطة بين عدة بورصات في العالم عن طريق الانترنت وشبكة الهاتف، كما توجد شبكة لنقل المعلومات عم كل سوق مرتبطة بشبكة عالمية .

الربط بالوسطاء الماليين : ويتم هذا الربط من خلال السماح بتسجيل ممثلين (الوسطاء الماليين) عن البورصات العالمية في مختلف البورصات العالمية الاخرى، وبذلك يساهمون في عمليات الربط بين مختلف البورصات العالمية

الربط من خلال الشركات المالية العالمية : وفي هذه الحالة تكون عملية الربط غير مباشرة من خلال فتحها لفروع ومكاتب في الدول اتي بها بورصات اوراق مالية متطورة

ب- عوامة الاسهم والسندات : ان عملية عوامة اسواق السندات بدأت مبكرا عن عوامة اسواق الاسهم، فقد برزت عولمت اسواق السندات في بداية الثمانينات اين خلقت فرص كبيرة امام المؤسسات من خلال اصدارها لسندات في البورصات الدولية تحت احسن الظروف وفي افضل الشروط مقارنة باصدارها لسندات في البورصات الدولية تحت احسن الظروف وفي افضل الشروط مقارنة باصدارها على مستوى الوطني، فعلى سبيل المثال ارتفع حجم اصدارات السندات الامريكية في تاخارج من حوالي 50 مليار دولار في سنة 1983، الى اكثر من 500 مليار دولار في سنة 1993، وقد اشتدت المنافسة بين الدول للترويج لسندتها وتعتبر السندات الامريكية الاكثر رواجاً نتيجة لارتباطها بعوائد مرتفعة .

اما عوامة اسواق الاسهم فقد برزت في نهاية الثمانينات خاصة على اثر اطلاق برامج واسعة اخصخصة مشاريع القطاع العام، وقد دعم عوامة الاسهم الالههم والسندات ظهور مشاريع كبرى و عملاقة تمتاز برتفاع معدلات نموها، وتحتاج بشدة لرؤوس الاموال لتمويل عمليات البحث و التطوير و التوسع، و بما ان بورصاتها المحلية لن تكون قادرة على حشد هذه الاموال بسبب ضيقها او لشدة المنافسة داخلها تلجا هذه الشركات لطرح اصداراتها في البورصة الدولية الاخرى .

المطلب الثالث : اهمية عوامة البورصات في الاسواق المالية المتقدمة

لقد اكتسبت عملية عوامة البورصات الاوراق المالية اهميتها الباعثة من خلال دورها في فتح مجال امام حركة رؤوس الاموال لتتحرك بين مختلف البورصات العالمية، حيث منحها ضخامة هذه الاموال التي تتحرك من خلالها دورا اقتصاديا و سياسيا مهما اكسبها اهمية خاصة لدى كل المقترضين و المستثمرين، وسمحت عوامة البورصات الاوراق المالية باستمرار عمليات التداول على مدار الساعة جعلت منها من اقتصاديات العالم اكثر دخلا وارتباطا و من الصناعات المالية تلك الصناعة التي لا تغيب عنها الشمس، وقد سمحت كذلك ب:

- تقليل الفوارق بين النظم المالية وبتقليص العجز لدى دول العجز، اضافة الى انها وفرة لدول الفوائض فرص اكبر لتنوع استثماراتها، وهو ما يبرز لدى الدول التي تمتلك فوائض نفطية اين سمحت لها عوامة الاوراق المالية بتسيير فوائضها بشكل عقلائي من خلال التنوع محافظها، حيث غالبا ما تركز في استراتيجياتها لادارة محافظها على السندات التي تعد افضل وسيلة لتحصيل العوائد (بسيطة) بأقل مخاطر ممكنة .

- توفير موارد مالية ضخمة و توسيع مجال توظيف الاموال الدولية، لضافة الى ضمان وجود السيولة الدائمة .
- يساهم الضغط الذي يمارسه المستثمرون الاجانب في رفع من كفاءة البورصات من خلال الشفافية ونشر المعلومات و تطبيق مبادئ حوكمة الشركات ما يرفع من تنافسية هذه البورصات و يجعلها اكثر جاذبية للاستثمار.
- دعم اندماج بورصات الاوراق المالية الناشئة في النظام العالمي (خاصة بورصات دول جنوب شرق اسيا) فمنذ اوائل التسعينات اصبح الافراد و المؤسسات في هذه البلدان قادرين على التداول بالاوراق المالية في مختلف البورصات العالمية .

المبحث الثاني :سوق أمريكا للأوراق المالية (بورصة امريكا)

ينشط في الولايات المتحدة الأمريكية عدة بورصات ، تتواجد في نيويورك ، بوسطن ، سينسيناتي الوسط الغربي الباسيفيك وغيرها ، وتشابه هذه البورصات مع بورصة نيويورك، الا انها لا تصل الى اهمية بورصة نيويورك نظرا للقيمة السوقية الكبيرة و حجم المعاملات وعدد المؤسسات المدرجة التي تمتلكها بورصة نيويورك NYSE حيث تحتل هذه الاخيرة المرتبة الاولى عالميا من حيث القيمة السوقية، لذلك فبورصة نيويورك لها اهمية بالغة واثاير على السوق المالي الأمريكي، حيث سعت الولايات المتحدة الامريكية منذ عام 1975 م الى تحقيق مركزية الاسواق المالية في نيويورك بربط كل الاسواق المالية بشبكة واحدة ، لذلك فبورصة نيويورك تعبر عن حالة الاسواق المالية في الولايات المتحدة الامريكية

المطلب الاول : نشأته و تطوره

أولا: نشأته

في سنة 1792 م، اجتمع 24 سمسار في شارع wall street وقاموا بامضاء اتفاقية buttonwood agreement التي تعد اتفاقية المؤسسة للبورصة. وقبل ذلك بسنتين كانت الحكومة الفيدرالية قد قامت باصدار 80 مليون دولار سندات لتمويل اعادة اعمار ما دمرته الحرب الاهلية .

. ثانيا :تطوره

وقد عرفت بورصة نيويورك تطورات عديدة تجاوبا وتفاعلا مع تطور الاحداث الحاصلة في الولايات المتحدة الامريكية. في عام 1830 م، اصبح التجار الذين ينشطون في الشارع يسمىون Curbstone Brokers او الوسطاء خارج البورصة، حيث اختص هؤلاء في اسهم الشركات الصغيرة و الجديدة النشأة القادرة على التوسع و التطور ولانخفاض اسعار اسهمها في البداية نشأتها مما قد يحقق عوائد كبيرة اذا ارتفعت اسعار اسهمها، وكذلك لان الاقتصاد الأمريكي كان في حالة نشأة بعد انتهاء الحرب الاهلية التي دمرت البنية التحتية القائمة آنذاك والتي اتت على مجمل النشاط نشأة بعد انتهاء الحرب الاهلية التي دمرت البنية التحتية القائمة آنذاك و التي اتت على مجمل النشاط الاقتصادي بالتوقف و الركود مما اتاح فرص كبيرة لنمو الشركات الصغيرة و الجديدة النشأة.

بدخول القرن العشرين ، عرفت البورصة الامريكية احداثا هامة ، حيث قام "امانويل موندالز" في سنة 1904م بتنظيم السوق الغير رسمي، وذلك بهدف تعزيز التعاملات السليمة والاخلاقية وحماية المتعاملين من الاخطار التي تنشئ عادة في الاسواق الغير رسمية من النصيب والاحتيايل والمضاراب الغير شرعية ، وكذلك لوضع السوق الغير الرسمي تحت اطر قانونية تتحكم فيها الدولة قصد توفير مجال اوسع لتطور الشركات الامريكية وتم تاسيس وكالة السوق الغير رسمي الدولة قصد توفير مجال اوسع لتطور الشركات الامريكية ، وتم تاسيس وكالة السوق الغير رسمي لنيويورك لتقنين الممارسات التجارية، في 1911م، نشأت بورصة نيويورك الغير رسمية تماشيا مع الدستور والقوانين التي تحدد معايير الوساطة والتسجيل.في 1921م، تم نقل السوق الغير رسمي الى مبنى جديد في شارع "ترينويتش" في منهاتن، وتلاه في 1929م، تغيير اسم البورصة الغير الرسمية من the new curb market الى new york curb exchange¹، وشهدت هذه السنة الكساد العظيم او ما يعرف بالثلاثاء الاسود ، حيث فقدت بورصة نيويورك 26 مليار دولار من قيمة الاسهم المتداولة فيها، حيث تفاعلت البورصة مع الاحداث التي عرفها الاقتصاد الامريكي ، نظرا للارتباط القوي الذي كان بين البورصة والاقتصاد.

وفي عام 1967م، عرفت بورصة نيويورك دخول اول امراة فيها كعضو ودخول اول عضو غير امريكي فيها، وتعتبر خطوة مهمة في اطار انفتاح السوق المالي الامريكي. في 1971م ، ادرجت Amex كشركة لا تهدف الى الربح، وهذا في اطار الخطوات الحكومية لتنظيم اكثر للبورصة وتعزيز شفافيته في 1975م اطلقت Amex خياراتها في السوق، برنامج تعليم المستثمر بحدوث ومحاضرات تشرح فيها سلبيات وايجابيات المنتجات المالية الجديدة، وذلك في اطار سعيها الى تشجيع المواطنين والمستثمرين والشركات على الاقبال والتعامل على في البورصات الامريكية². خلال الفترة 1979-1987م عرفت البورصات الامريكية انتعاشا ، حيث ارتفعا كبيرا في التعاملات لتشمل ادوات مالية جديد الاسهم والخيارات كما عرفت كذلك ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة كما ازدادت اهميتها ودورها في الاقتصاد الامريكي في يوم 19 اكتوبر 1987م خسرت البورصات الامريكية 508 نقطة في مؤشراتهما ، وهي اكبر خسارة تتعرض له البورصة في يوم واحد.³

المطلب الثاني : تنظيم البورصة

تعرف البورصة نيويورك يروناكست NYSE Euronext نفسها كمنظمة ذاتية التنظيم تزود الجمهور بمختلف الاوراق المالية الموجودة في البلد.

ويشرف على بورصة نيويورك وتنظيمها لجنة البورصة والاوراق المالية SEC، ويتفاعل ثلاث اطراف اساسيين لضمان السير الحسن للبورصة واستقلالية وشفافية السوق ، وهم مجلس المديرين والادارة و المساهمين .

-اولا: مجلس المديرين

¹ American stock exchange :HISTORICAL TIMELINE ,NYSE Euronext NYSE,Www.Nyse.Com.

² American stock exchange: historical timeline.

³ . American stock exchange ,op.

يعتبر المجلس طرفا اساسيا لنجاح ادارة البورصة وعملها ، ويقوم المجلس بمساعدة باقي أجهزة البورصة بخلق نمودائم و طويل الاجل لقيمة حقوق المساهمين من خلال القرارات التي يصدرها ، وذلك بوضع أنظمة مناسبة لادارة المخاطر.يقوم المجلس كذلك بتوفير الضمان وسيلة وقنوات للمساهمين للتعبير عن اراءهم حول الشركة (البورصة) وقيادتها، ويتخذ المجلس كذلك بتوفير وضمان وسيلة وقنوات للمساهمين للتعبير عن اراءهم حول الشركة (البورصة) وقيادتها، ويتخذ المجلس ما يراه مناسباً من قرارات لرسم السياسة العامة للسوق تحقق اهدافه واستقلالية والعمل على ادارته بكفاءة عالية كما يقوم المجلس بانشاء حوافز مناسبة ومبادئ التعويض لضمان تحفيز الموظفين، وذلك للعمل في صالح اهداف البورصة واستقلاليتها وامساهيمها وذلك على المدى الطويل.

يساعد المجلس اربع لجان في عمله، حيث لا يحق للرئيس التنفيذي او المدير التنفيذي للبورصة ان يخدم في هذه اللجان تحقيقا لمتطلبات استقلالية البورصة تماشياً مع منهج الراسمالي الحر المعتمد في الولايات المتحدة الامريكية .

ا. لجنة التدقيق : تقوم هذه اللجنة بالمهام التالية:

الاشراف على سلامة بيانات سوق نيويورك يورونكست المالي الموحد و الضوابط الداخلية وضمان الالتزام بالمتطلبات القانونية والتنظيمية و العمليات المتعلقة بادارة المخاطر ونظم الرقابة الداخلية والسياسات الضريبية.

- ✓ اعداد تقارير لجنة التدقيق لحملة الاسهم
- ✓ تعيين وتشرف على المدقق المتنقل وتقييم مؤهلاته وادائه ولها الحق في استبداله او انهاء مهامه .
- ✓ اجراء المراجعات الهامة والرسوم المقدره لمراجعة الحسابات.
- ✓ مراجعة تقارير التدقيق المالي
- ✓ المراجعة والموافقة على خطط المراجعة الداخلية، كما تقدم توصيات على تغيير الخطط وتقييم فعالية وظيفه المراجعة الداخلية .

يوصي المجلس باموافقة على تعيين وتغير السلطة التنفيذية العليا والمراجعة الداخلية فيما يتعلق بالمسؤوليات والميزانية والموظفين في شعبة مراجعة الحسابات الداخلية¹.

ب. لجنة التعويضات و الموارد البشرية : تتمثل وظيفه اللجنة في :

استعراض سياسات الموارد البشرية بما في ذلك الانشطة المتعلقة بتوظيف اعضاء لجنة الادارة. يقوم سنويا بمراجعة واستعراض و الموافقة على اهداف الشركة ذات الصلة لتعويض الرئيس التنفيذي ونائبه وتقييم اداءهما في اطار هذه الاهداف .

تقديم التوصيات الى مجلس الادارة فيما يتعلق بالتعويض والحوافز و الخطط.

يحدد التعويض لجميع لجنة الادارة عدا الرئيس التنفيذي ونائبه.²

ت. لجنة الحكم والترشيح : تقوم اللجنة ب:

¹.NYSE Euronext audit committee charter ,www.nyse.com,2008.

².NYSE Euronext human resources and compendation committe charter, www.nyse.com ,2009 .

- تحديد وتقديم التوصيات والنصح للمرشحين لانتخابات المجلس.
- يتلقى ويراجع توصيات المساهمين و الجمهور للنظر في المترشحين لعضوية المجلس ويوصي المجلس بخصوص سياسة الترشح.
- يقدم توصيات للمجلس فيما يتعلق بتحديد استقلال المدير.
- يراجع يوصي المجلس فيما يخص تعويضات و ارباح المديرين الغير التنفيذيين .
- يقدم توصيات للمجلس فيما يتعلق بالتعيينات ورئيس لجنة العضوية .
- يشرف على تقييم المجلس والادارة.¹

ث – لجنة التكنولوجيا : تقوم ب:

- استعراض خطة تكنولوجيا المعلومات السنوية وميزانية تكنولوجيا المعلومات وترصد التقدم المحرز في الخطة .
 - يناقش مخاطر التكنولوجيا و التحديات الكبرى .²
- ثانيا : الادارة

تحتل الادارة دورا اساسيا في البورصة نيويورك يورونكست حيث تتحمل المسؤولية عن ادارة البورصة على اساس يومي، فضلا عن تنفيذ عمليات الشركة الاساسية والاستراتيجية بهدف خلق نمو طويل الاجل في قيمة البورصة من خلال وضع الخطة الاستراتيجية للشركة وتطوير ادوات قياس اداء مناسبة للبورصة، كذلك تعتبر هي المسؤولية عن خلق والحفاظ على اخلاقيات المهنة بالاضافة الى ذلك تقوم الادارة بمايلي :

- تحديد وتقييم وتخفيض المخاطر
 - تشغيل عمليات البورصة، حيث يشرف عليها موظفون اكفاء يخضعون للمساءلة عن اداء نظام ادارة المخاطر
 - اما الدور الحاسم للادارة فيتمثل في الحفاظ على العمليات و الاجراءات لتوظيف وتطوير المواهب و الحفاظ على مكانته السلطة التنفيذية.
 - ان الداة هي مصدر المعلومات حول البورصة لمجلس المديرين، مما سمح لهذا الاخير باخذ فكرة واضحة عن سير عمل البورصة و الاشراف على عملها، كذلك تقوم الادارة بتزويد المساهمين بالمعلومات التي تسمح بقياس اداء الادارة ونشاطاتها ومدى تحقيقها لاهداف المؤسسة وكذا مصالح المساهمين .³
- ثالثا : المساهمون

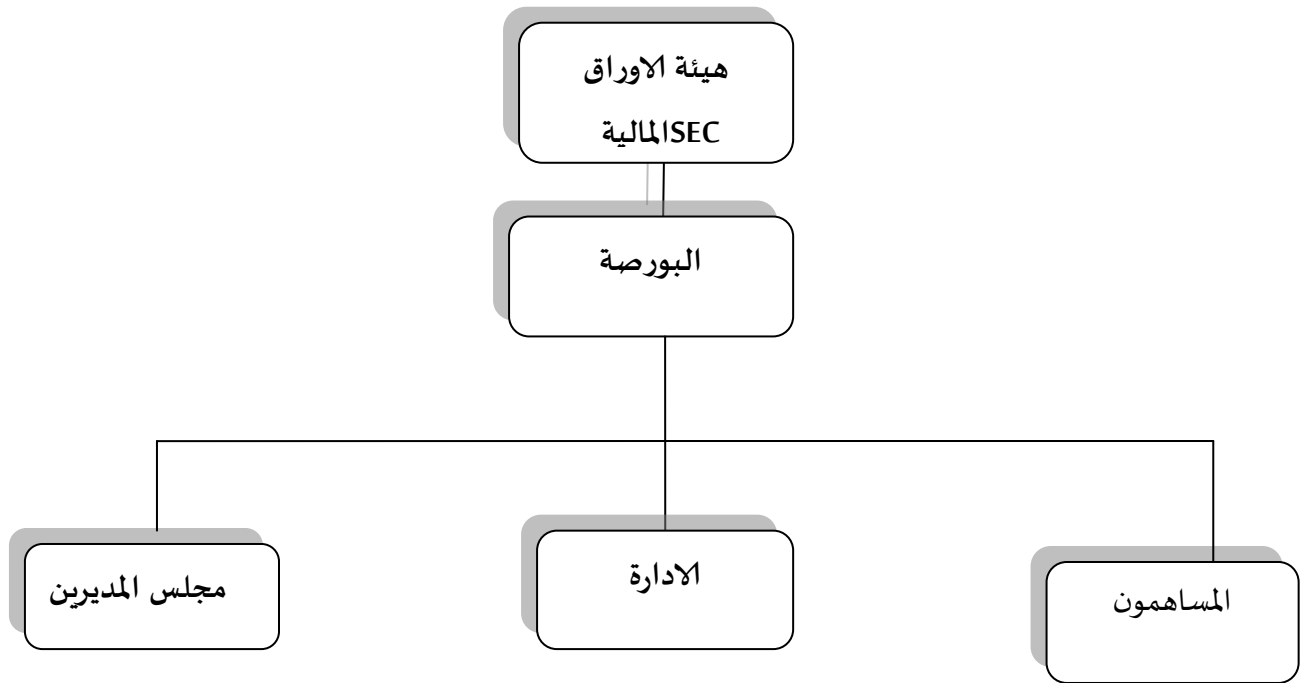
¹ .NYSE euronext nominating and governance committee charter , www.nyse.com , 2007

² - NYSE Technology committee charter , www.nyse.com 2007

³ - Report of the NEW York stock exchange commission corporate governance Nyse,september 2010P24 .

- يملك المساهمون الحق التصويت على القضايا الاساسية بالشركة بما في ذلك عمليات الدمج وبعض المعاملات وكذلك انتخاب مجلس الادارة. وللمساهمين الحق في شراء وبيع الاسهم بحرية، ولهم الحق في عقد مجالس لمساءلة اعضاء الادارة مجلس المديرين
- ويمكن توضيح هيكل اسواق المال فيمايلي

الشكل رقم(03) : تنظيم البورصات الامريكية



المصدر: ثم اعداده بالاعتماد على المعلومات المذكورة سابقا

- و من الامور الجذيرة بالذكر ان القانون الامريكي وبخاصة قانون البنوك الصادر عام 1933 كان يمنع البنوك التجارية من مزاوله أنشطة بنوك الاستثمار بسبب تعارض المصالح . استمر هذا الوضع حتى عام 1980 حيث صدرت قوانين اخرى وكذلك عام 1982 تسمح للبنوك التجارية بالقيام باشطة السمسرة وادارة صناديق المعاشات وغيرها - من خلال شركات تابعة يضاف الى ذلك رفع القيود على الفوائد المدفوعة على الايداعات و الحسابات الجارية ادى بدوره الى الغاء الفواصل الحادة بين أنشطة البنوك التجارية وأنشطة بنوك الاستثمار .
- يذكر ان بورصة نيويورك ونظيرتها الأوروبية "يورونيكت" اندمجتا فعليا في 4 ابريل 2007 ليشكلا اكبر سوق للاوراق المالية في العالم.
- لقد توصلت مجموعة "ان.واي.اس.اي" التي تدير بورصة بيويورك للاوراق المالية المالية الى اتفاق لشراء شركة "يورونيكت" لادارة البورصات و مقرها باريس مقابل حوالي 7، 78 مليار يورو، مما يضعها في مقدمة السباق لانشاء اول بورصة للاسهم عبر الاطلسي .

واطلق على الشركة الجديدة "اي.واي.اس.اي" يورنكست" ولها مقرها في بيويورك ومقران دوليان في باريس وامستردام وانشطة المشتقات في لندن، ويقدر رأسمالها السوقي 20 مليار دولار

المطلب الثالث : عضوية البورصة

لكي ينظم اي فرد الى عضوية البورصة ، فانه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حال ويسمح المقعد له بتنفيذ عمليات التداول واستخدام امكانيات البورصة، ويطلق على السهم الذي يتداوله باسهم المسجل ، ويتم التسجيل بطلب غير رسمي تتقدم به الشركة، وفي حالة الموافقة المبدئية يتحول الى طلب رسمي معلن

- تتخلص الشروط العامة للتسجيل في البورصة نيويورك في :

- ان يكون للشركة مكانتها على مستوى القومي

- ان تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع مميز

- ان تنتمي الشركة الى صناعة تتميز بالتوسع والنمو

- اذا انخفض التداول في السهم بشكل كبير بعد التسجيل ، فانه يتم الغاء تسجيل السهم وايقاف

التعامل فيه، كما يتم الغاء السهم اذا تم الاندماج الشركة في شركة اخرى او تم شراؤها من طرف شركة

اخرى وفي حالات اخرى يمكن تجميد التداول ، اي توقف مؤقت عن التعامل في السهم اذا انخفض حجم

التداول بصورة غير طبيعية بسبب الشائعات الغير الصحيحة بان هناك محاولات للسيطرة على الشركة

من شركة اخرى ا وان الشركة ستعلن قريبا عن ارباح السنوية منخفضة للغاية

يوجد اربع مجموعات للعضوية لكل منهما انشطة محددة وهي:

أ- السماسرة والوكلاء : وهم يتلقون الاوامر التي يرسلها الجمهور المتعاملين الى البيوت السمسرة ويتأكدون

من اتمام تنفيذها داخل البورصة

ب - سماسرة المقصورة : ويقومون بمساعدة سماسرة الوكلاء في تنفيذ جميع الاوامر التي تدفق عليهم

ت - تجار المقصورة : ويعملون لحسابهم ولا يقومون بتنفيذ اوامر المستثمرين آخرين، ويطلق عليهم احيانا

اسم تجار السوق المسجلين والمنافسين او تجار المنافسين .

ث- المتخصصون : ويقومون بمهنتين اساسيتين :

1. عندما يعجز السماسر الوكيل عن تنفيذ امر محدد بسبب انخفاض سعر السهم في السوق عن

السعر المحدد فان هذا الامر يترك الى المتخصصين لتنفيذ في المستقبل وبذلك يقوم المتخصصين بدور

الوكيل لمسار العميل او بتعبير آخر يعمل كسمسار للسمسار .

2. القيام بدور التاجر في اسهم محددة بذاتها، بمعنى قيام المتخصص ببيع وشراء اسهم معينة

لحسابه الخاص ويحقق من خلالها ربحا مناسباً.

تم توزيع جميع اسهم بيويورك على المختصين، بحيث يتعامل كل مختص في واحد او اكثر من الاسهم التي

تداولها، بمعنى عدم اشتراك اكثر من تخصصين واحد في سهم واحد ومن القواعد المتفق عليها ضرورة

اخذ جميع الاوامر الخاصة بالسهم الذي يتعامل فيه المتخصص الى المكان المخصص له والذي يتواجد

فيه من خلا جميع ساعات العمل بالبورصة، حيث يتم تنفيذ الامر او تركه للمتخصص ليسجله.

من ناحية تشريعان الاوراق المالية، فانه يتم تنظيم سوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الامريكية والرقابة عليها من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر سوق الاوراق المالية الصادرة في سنة 1934م جاء قانون البورصات ليغطي الاسواق الثانوية ويفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسماسة والتجار وغيرهم وفي ظل هذه القوانين تقوم هيئة الاوراق المالية و البورصة بالاشراف على عمليات البورصة وتداول الاوراق المالية. وهيئة الاوراق المالية هي سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها خمس اعضاء يختارهم رئيس الولايات المتحدة الامريكية وبموافقة السلطة التشريعية لمدة خمس سنوات ويساعد كل عضو مجموعة من المستشارين في مختلف الجوانب وتفضل هيئة الاوراق المالية والبورصة استخدام مفهوم الرقابة الذاتية، حيث تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها في الجهات الادارية داخل كل بورصة مع الاحتفاظ لنفسها فقط بحق التعديل .

خلاصة الفصل :

لقد شهدت اغلب الدول المتقدمة اهتماما متزليدا بموضوع تكامل بورصاتها المحلية مع باقي المراكز المالية العالمية نتيجة ادراكها للدور الذي يمكن ان يلعبه ذلك في دعم عملية التنمية، خاصة مع بروز العولمة المالية والتوسع في عمليات التحرير المالي وازالة الحواجز امام حركة رؤس الاموال العابرة للحدود الامر الذي دعم عمليات التكامل والاندماج بين البورصات وجعلها اشبه ما تكون ما تكون بسوق مالية واحدة تتكون من البورصات وجعلها اشبه ما تكون بسوق مالية عالمية واحدة تتكون من البورصات متطورة مؤثر ومتأثرة في ذات الوقت ببعضها البعض .

وقد دفع التوجه المتزايد نحو الانفتاح والتحرير المالي بورصات الاوراق المالية نحو خيار العولمة حيث تزايدت عولمت هذه البورصات بشكا كبير نتيجة لعدة عوامل، وتتجلى عولمة بورصات الاوراق المالية من خلال الاحجام الكبيرة لرسملتها وتأثيرها وعلاقتها وقدراتها على التجديد والابتكار.

الفصل الثالث التطبيقي

دراسة مقارنة سوق ماليزيا للأوراق المالية
(بورصة ماليزيا) ، وسوق أمريكا للأوراق
المالية (بورصة أمريكا).

مقدمة الفصل :

توجه البورصات الناشئة العديد من التحديات والعوائق التي تحد من تطورها خاصة في ظل المنافسة الشديدة التي فرضتها عليها البورصات المتقدمة، حيث تفتقر البورصات الناشئة الى العديد من الخصائص التي تتميز بها البورصات المتقدمة بما في ذلك العمق والانفتاح وامكانيات المساءلة و الشفافية وانخفاض تكاليف المعاملات وقد ساهم هذا الوضع في استمرار خروج الاموال البلدان الناشئة للاستثمار في الخارج لذلك تعد عملية النهوض بالبورصات الناشئة وتطوير آداءها اكثر من ضرورة، وير بعض الاقتصاديين للبلدان الناشئة ان عملية التكامل بين البورصات الناشئة ستساهم في نهوض باداء البورصات الناشئة وبدعمها في تجاوز العوائق والتحديات .

ان عملية تطوير البورصات الناشئة وتفعيل التكامل بينها وبين البورصات المتقدمة ستسهل حركة انتقال رؤوس الاموال الناشئة والمتقدمة داخل العالم لتشكيا بذلك ركنا اساسيا في عملية تمويل التنمية الدولية المشتركة وتعزيز التكامل للاقتصادى .

لذلك ومن خلال هذا الفصل سنتطرق الى التكامل بين كفاءة البورصات المتقدمة والناشئة

بدراسة المقارنة بينهما (بورصة امريكا و ماليزيا) من خلال ثلاثة مباحث حيث يشمل المبحث الاول الاسواق المالية الماليزية (بورصة ماليزيا) اما المبحث الثاني يتضمن الاسواق المالية الامريكية (بورصة امريكا) لتتوصل في المبحث الثالث الى استنتاج وتحليل النتائج المدروسة .

المبحث الأول : دراسة مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة ماليزيا)
تتأثر في سوق الأوراق المالية الماليزية، تساؤلات عن المقاييس والمعايير التي يمكن بها ان تعرف مستوى أداء هذه الأسواق، جيدة كانت او دين المستوى، من حيث الربحية والانتاجية والاستقرار والمرونة، ان كانت الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق، تشتد ان تتصف هذه الأخيرة بكفاءة، وتعمل السلطات الاقتصادية على تحقيق اسواقها المالية ضمن سلم اولوياتها فتستحوذ على رضا كل من المدخر والمستثمر في آن واحد.

المطلب الأول : مؤشرات تطور الاسهم و السندات لبورصة ماليزيا

ان زيادة حجم ونشاط وكفاءة اي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق (المنتجات المالية) والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين. فاداء البورصة للوظائف المكلفة بها، والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تطور بورصة الأوراق المالية ونفسها، ولتوضيح أكثر سناخذ بورصة ماليزيا محل الدراسة .

الفرع الأول: ادوات الملكية (الاسهم)

تعتبر الاسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، اقرب الادوات المالية متوافقا مع احكام الشريعة، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها . ونخضع قائمة هذه الاسهم الى مراقبة والفحص من وقت لآخر ، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا، فاي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها اذا اصبحت انشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الاسهم العادية المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة 1997 جويلية م، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع احكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة 57 تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها.
والجدول التالي يوضح تطور الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته للفترة (2001- 2012)

الجدول رقم (1-2) : تطور الاسهم المدرجة في البورصة الماليزية ونسبتها للفترة (2001- 2012)

السنة	عدد الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	عدد الاسهم الغيرالمتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	مجموع الاسهم المدرجة في البورصة الماليزية
2001	640 (%78)	180 (%22)	820
2002	684 (% 80)	171 (% 20)	855
2003	722 (%81)	169 (% 19)	890
2004	787 (%83)	162 (17%)	940
2005	857 (%85)	154 (15%)	946
2006	866 (%86)	143 (%14)	923
2007	875 (%86)	141 (%13)	1016
2008	696 (%84)	129 (%16)	825
2009	791 (% 89.9)	99 (%.10)	890
2010	835 (%89.8)	105 (%10.2)	940
2011	839 (% 89)	107 (%11)	946
2012	817 (%89)	106 (%11)	923

المصدر: اعداد الباحثين بعد الرجوع الى التقارير السنوية لهيئة الاوراق المالية الماليزية لفترة الزمنية (2001-2012)

الشكل رقم (3-1): الاسهم الشرعية وغير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2001-2012)



انطلاقاً من الشكل و الجدول السابقين نلاحظ ما يلي:

- * نسبة الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية اعلى من نسبة الاسهم غير المتوافقة مع احكام الشريعة خلال سنوات الدراسة (2001-2012) وهذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78% في سنة 2001 ال 89% في سنة 2012.
 - * عدد الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سهم في السنة 2001 الى 817 سهم في سنة 2012.
 - * النسب المئوية للاسهم غير المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية فب اتجاه تنازلي خلال تلك السنوات من 22% في سنة 2001 الى 11% في سنة 2012.
 - * عدد الاسهم الغير المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، من 180 سهم في سنة 2001 الى 106 سهم في 2012.
- لكن في سنة 2008 وهي سنة الازمة المالية التي مست جميع انحاء العالم بما فيهم ماليزيا فتحول ذلك التطور في الاسهم الى تراجع ملحوظ فيه، ورغم هذا التراجع غير انه بقيت الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية تفوق الاسهم الغير المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية .
- وسبب كون الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية اعلى من الاسهم المتوافقة بانتشار التوعية بين شركات المساهمة في ماليزيا لمشاركة أنشطة مشروعة اكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي الى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار.
- الفرع الثاني : معدل رسملة السوق ومعدل حجم التداول :
- ولمعرفة تطور مؤشرات نمو سوق الاوراق المالية الماليزية يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي

الجدول رقم(2-3) : تطور مؤشرات نمو السوق الاوراق المالية الماليزية سنة 2005 الى 2012

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الوحدة: مليون دولار امريكي
303530	278671 1.	237796.9	192911. 6	222744.2	186777.3	156601 4.	137952 9.	الناتج المحلي الاجمالي
408047 5.	395082 6.	410065.8	290692	190423.5	328560.8	237631 6.	181909	السوق الرسملة (سندات والاسهم)
135428 4.	12898. 2	112384.1	80265.9	94235.2	171329.1	75556	51866. 5	تداولات قيمة السوق (الاسهم و السندات)
135428 4.	355316 2.	272477.1	210465. 9	263679.2	381918.1	220080	130068 5.	التداولات اجمالي (اسهم والسندات مشتقات)
154.6	141.8	172.4	150.7	85.5	175.9	151.7	131.9	معدل رسملة السوق
47.5	46.3	47.3	41.6	42.6	91.7	48.2	37.6	معدل حجم تداول السوق (اسهم و سندات)

المصدر: نورين بومدين ، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الاوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الادارة والاقتصاد، العدد العاشر، المجلد الخامس، جامعة حسيبة بن بولعيد الشلف الجزائر 2013.

اولا : رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية):

يقصد برسملة سوق الاوراق المالية مجموعة من الاسهم المدرجة في السوق بمتوسط اسعارها في نهاية المدة ، ويشير ايضا هذا المؤشر الى اجمالي قيمة الاوراق المالية المدرجة في السوق ، اي انها تمثل قيمة اسهم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تبعا لسعر السوق¹.

- قياس معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية):

و يقاس معدل رسملة السوق كما يلي :

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة الاجمالية للاسهم المدرجة في سوق الاوراق المالية}}{\text{الناتج المحلي}}$$

¹- عباس كاظم الدعي ، السياسة النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الاولى، الاردن ، 2010 ص177.

واقصاديًا ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداة ان معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطًا وثيقًا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر.¹ فكلما ارتفعت قيمة المؤشر القيمة السوقية دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الاسهم وعدد الشركات المدرجة او ارتفاع الاسعار الذي نظرا لاتساع حجم المعاملات المالية او كليهما معا وبالتالي زيادة فاعلية سوق الاوراق المالية، مما ينعكس على ارتفاع النشاط الاقتصادي . لقد كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة الامر الذي يدل على كبر حجم سوق الاوراق المالية في ماليزيا فبعد ان كانت تقدر ب 131.9 في عام 2005، نمت لتصل الى 154.6 في عام 2012 اي بزيادة قدرها 22.7 اي ان القيمة السوقية نمت بشكل كبير فبعد ان كانت تقدر بجوالي 181909 مليون دولار امريكي في عام 2002 ارتفعت لتصل الى 408047.5 مليون دولار امريكي وفي عام 2012 اي انه بمعدل نمو متزايد وهذا ما يعكس ويبين قدرة سوق الاوراق المالية على تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد الماليزي .

ثانيا : معدل حجم التداول (السيولة)

ان معدل حجم التداول هي عبارة عن نسبة وتشير تلك النسبة الى حجم التعاملات في السوق الاوراق المالية بالنسبة الى حجم الاقتصاد القومي وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.²

قياس معدل حجم التداول :

يمكن حساب حجم التداول بالاعتماد على القانون التالي :

معدل حجم التداول بالاعتماد على القانون التالي :

$$\text{معدل حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الاوراق المالية المتداولة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

ثالثا : حجم تداول المشتقات المالية المالية :

ان للمشتقات المالية اهمية هي الاخرى في سوق المالي الماليزي والدليل على ذلك يمكن الاعتماد على بيانات الجدول الواردة في الجدول الموالي :

¹- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و اسواق الاوراق المالية ، دار الشباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2005، ص 95.

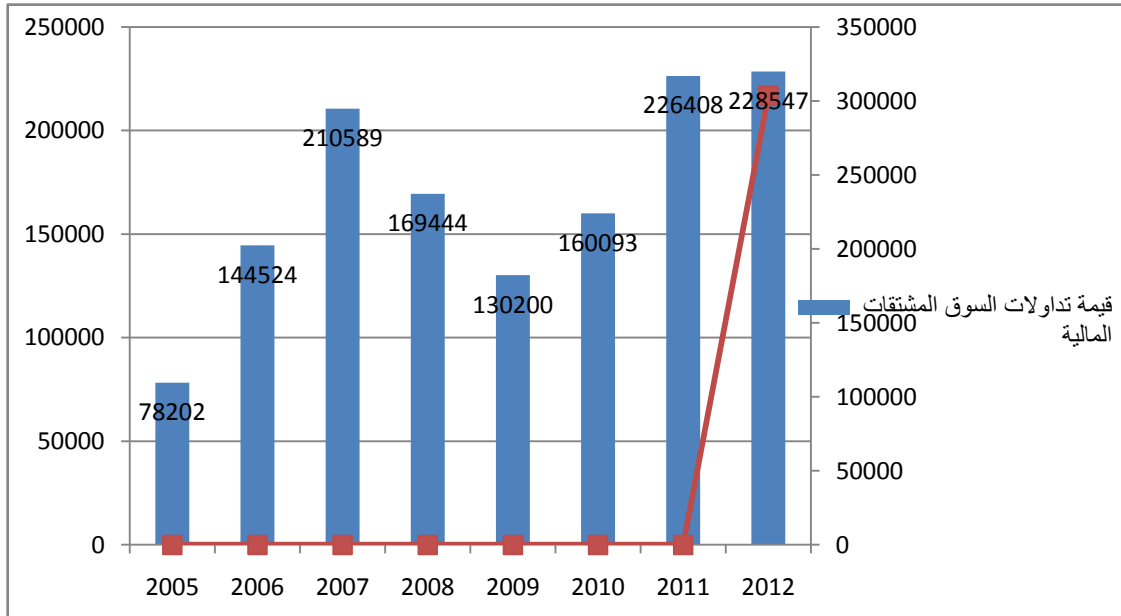
²-- عباس كاظم الدعبي ، السياسة النقدية والمالية ، مرجع سبق ذكره .

الجدول رقم (3-3): تطور مؤشر حجم التداول المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية بماليزيا من 2005 الى 2012

السنوات	الناتج المحلي الاجمالي	قيمة تداولات السوق المشتقات المالية	اجمالي تداولات (الاسهم والسندات)	نسبة تداولات المشتقات الى الناتج المحلي الاجمالي	نسبة تداولات المشتقات الى اجمالي التداولات
2005	137952.9	78202	130068.5	56.7	150.8
2006	156601.4	144524	220080	92.3	191.3
2007	186777.3	210589	381918.1	112.7	122.9
2008	222744.3	169444	263679.2	76.1	179.8
2009	192911.6	130200	272477.1	67.5	162.2
2010	237796.9	160093	355316.2	67.3	142.5
2011	278671.1	226408	355316.2	81.2	175.6
2012	303530	228547	372520.4	82.5	177.4

المصدر: نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الاوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الادارة والاقتصاد، العدد العاشر، المجلد الخامس، جامعة حسية بن بولعيد الشلف الجزائر، 2013.

الشكل رقم (2-3): حجم التداول المشتقات المالية في سوق الاوراق المالية بماليزيا من 2005 – 2012



المصدر: من اعداد الباحثين انطلاقا من الجدول رقم

نجد ان التعامل بامشتقات المالية في ماليزيا تطور بشكل كبير جدا فقد ازداد الطلب من المستثمرين على هذه المنتجات الامر الذي ادى الى ارتفاع تداولات المشتقات المالية في ماليزيا فقد بلغت نحو 228547

مليون دولار أمريكي في عام 2012 مقارنة بعام 2005 اين قدرت 78202 مليون دولار أمريكي اي معدل نمو ايجابي مرتفع.

اذ استحوذت تداولات المشتقات في البورصة ماليزيا على نحو 150.78% من الاجمالي التداولات في عام 2005 و نمت هذه النسبة الى ان وصلت ما يعادل 177.4 في عام 2012، فنلاحظ ارتفاع في هذه النسبة الى 179.8 وهي قمة الهرم وذلك راجع لكون نسبة تداول المشتقات اكبر من مجموع التداولات في الادوات الاخرى اي ان نسبة البسط اعلى بكثير من نسبة المقام وهذا ما يؤدي الى كبر نسبة المثوية في بورصة و هو ما يسمى الاستعمال المفرط في التعامل بالمشتقات المالية وهي سبب الازمة المالية .

اما اذا حولنا معرفة تداول المشتقات المالية الى الناتج المحلي الاجمالي سنجد انها كانت جيدة اذا بلغت نحو 82.5 في عام 2012 مقارنة ب 56.7 في عام 2005، وفي سنة 2008 نلاحظ ان النسبة انخفضت الى 76.1 وذلك لكون الزيادة في البسط اقل من الزيادة في المقام .

- بقي ان نشير في الاخير ان المؤشرات السالفة رغم انخفاضها في عام 2008 متأثرة بالازمة المالية العالمية ، الا انها تعكس مدى نمو وفعالية سوق الاوراق المالية في ماليزيا .

المطلب الثاني: تطور اصدار الصكوك في سوق الاوراق المالية هو مؤشر لوجود كفاءة في بورصة ماليزيا

شهدت ماليزيا في السنوات الماضية نقلة نوعية في اصدار وتداول الصكوك الاسلامية، وهذا لكونها بادرجة الاولى السباقه ولإصدار وابتكار لانواع عديدة من الادوات المالية المتوافقة م احكام الشريعة، وبالتالي اصبحت الرائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية او للشركات الخاصة، باعمله المحلية او الاجنبية، ودورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد اصدارها وتداولها قيمة و حجمها .

الفرع الاول : انواع الصكوك الاسلامية المتداولة في سوق المالية في ماليزيا :

يوجد في سوق الاوراق المالية الاسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك، منها ما ابتدا العمل بها و منها ما هو حديث العمل به في هذه السوق، و من بين اهم انواع الصكوك الموافق اصدارها سنويا من طرف هيئة الاوراق المالية الماليزية يوجد طوكوك البيع بثمان آجل و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك الاجارة، و نجد ايضا صكوك المشاركة و صكوك المضاربة وهي تبني على عقود المشاركة .

اولا : اصدار صكوك البيع باثمان الآجل و صكوك المرابحة :

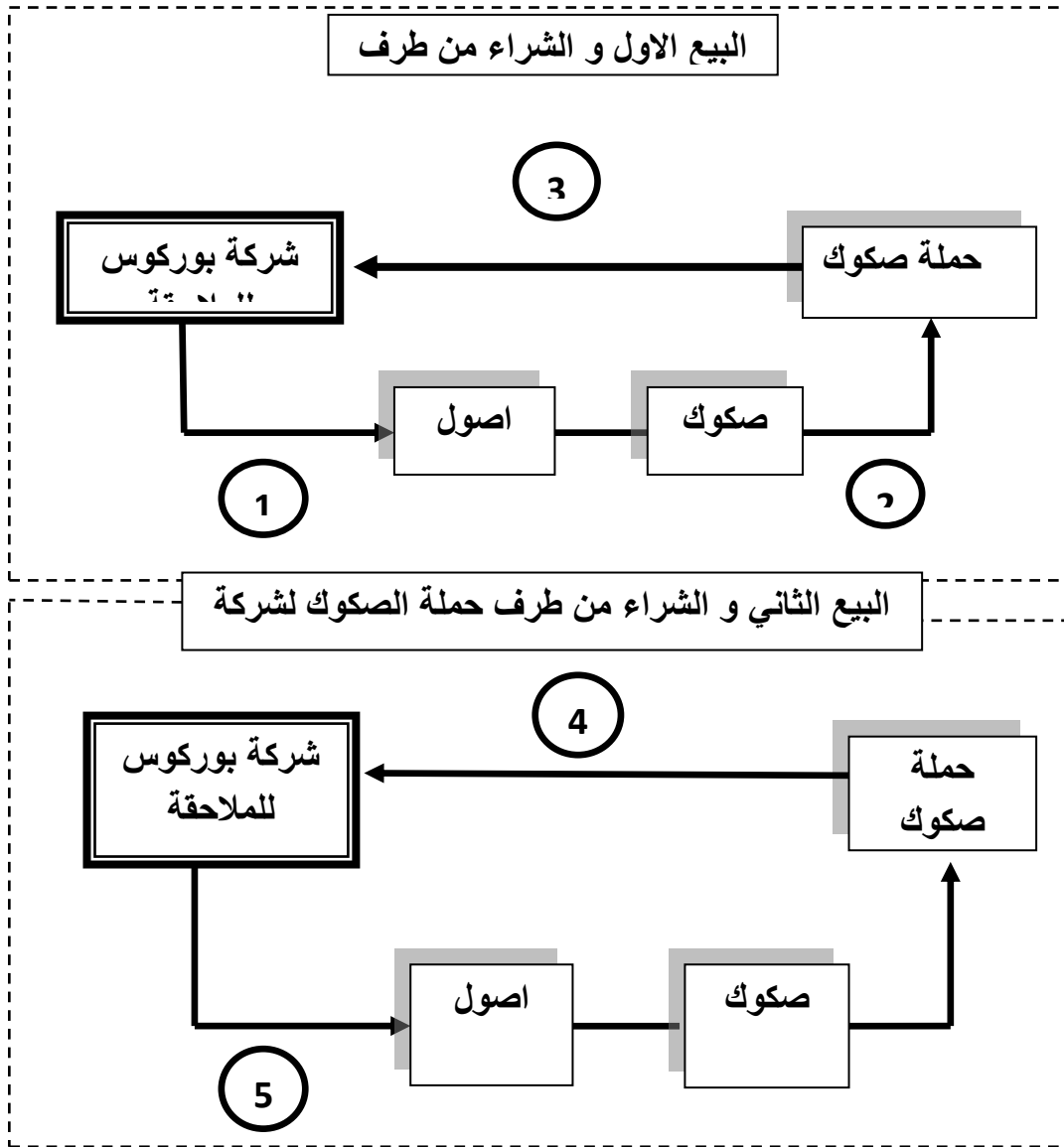
معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على العقود المداينات مثل صكوك البيع باثمان الآجل و صكوك المرابحة . اصدار الصكوك قائم على اساس البيع بالثمان الآجل و الذي يعرف بانه "العقد الذي يشير الى بيع المبيع بثمان مؤجل و يزيد عن ثمنه نقدا و تسليمه حالا، و وقت معلوم لدفع القيمة و المتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين " او المرابحة و تعريفها متقارب من البيع بالثمان الآجل . حيث تمثل "زيادة معلومة سواء اكانت منسوبة الى راس او محددة بمبلغ معين، و يتم التسديد للشراء على دفعة واحدة او تقسيط، و الذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين " .

وبما ان الصكوك البيع بائمن الأجل و المرابحة قائمة على عملية بيع العينة و بتاريخ 29 جانفي 1997 م وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الاوراق المالية و اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز ممارسة بيع العينة في الادوات المالية الاسلامية القابلة للتداول في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بالئمن الأجل و المرابحة .

1- خطوات اصدار صكوك البيع بئمن لأجل و صكوك المرابحة :

وتتم الآلية وفق الخطوات التالية :

شكل رقم (3-3) : خطوات اصدار صكوك البيع بئمن لأجل و المرابحة في ماليزيا



Kuwait Financial House Research, Sukuk Industry, Kuala Lumpur, 2012, P 31

وتتم الية اصدار الصكوك المرابحة او البيع بئمن لأجل وفق الخطوات التالية:

1- تعيين الجهة المصدرة 'شركة بروكوس للملاحقة' الاصول التي ستحرزها من قبل حملة الصكوك

2- تقوم شركة بروكوس للملاحقة باصدار صكوك المرابحة او البيع بثمان أجل وبيعها لحملة الصكوك " المكتتبون " باعتبارها اثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك .
3- يدفع حملة الصكوك ثمن الاصول للمكتتبون وهي شركة بروكوس للملاحقة ويكون ذلك نقدا .
- ان الفرق بين صكوك البيع الأجل وبيع المرابحة يكمن في آجال الاستثمار و مدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فان اصدار صكوك البيع باثمان الأجل للاستثمارات التي يكون آجل فيها طويلا تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق . اما اصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون بمتوسطة و قصيرة الاجل و تكون مدة استحقاقها من ثلاثة اشهر الى سنة تقريبا (قصيرة الأجل).

2- تطور اصدار الصكوك المرابحة و البيع بثمان أجل :

لقد عرفت كل من الصكوك البيع بثمان أجل و صكوك المرابحة ازدهارا كبيرا في السنوات الاولى من العشرية الماضية .

لقد كانت صكوك البيع بثمان أجل و صكوك المرابحة مسيطرة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لانها كانت تمثل هذه الصكوك النوعية الرئيسية للادوات المالية الاسلامية الممكن اصدارها في هذه السوق، وكانت تقدر بنسبة 87 % و 100 % في سنتي 2001 و 2002 على التوالي، ويعود الاعتماد على هذين النوعين من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الاصول اصدار الصكوك، وقد عرفت قبول لجميع الماليزيين وذلك لوجود ادوات اسلامية يمكن التمويل بها .

ثانيا : اصدار صكوك الاستصناع :

تعتبر صكوك الاستصناع احدى منتجات سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا وتعرف Debt Financing و تقوم على اساس التمويل بالبيع على حق الدين صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بانها " الوثائق او الشهادات التي تمثل قيمة الاصول و يتم اصدارها على اساس بيع الاستصناع لاثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة " المستصنع " للجهة الممولة .
وكان اول اصدار للصكوك الاسلامية الاستصناع في ماليزيا سنة 2003 بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي و التي تصدرها شركة Sks Power Bhd مدة استحقاقها من خمسة الى تسع سنوات .

1- خطوات اصدار صكوك الاستصناع :

1- ابرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (شركة تونج برهاد) الصانع على شئ موصوف مثلا بناء مشروع معين " المصنوع " على تمويل انجاز هذا المشروع وفق فقد استصناع بشرط يكون الاتفاق بين شركة تونج برهاد و حملة الصكوك .
2- ان الجهة المستصنعة (شركة) تباع المصنوع الى مستثمرين نقدا، بثمان التكلفة للحصول على تمويل لهذا .

3- ان المستثمرين يدفعون المبلغ حالا الى شركة تونج برهاد (المستصنع)، وفي هذه الحالة يدفع المستثمرين الى المقاول (الصانع) نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون الصانع تبعل للجهة المصدرة (الشركة) .

4- يقوم المستثمرين باعادة بيع الاصول المصنوع للشركة فورا بائمن الاول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعة واحدة او بالأقساط بحسب مراحل التصنيع.

ثالثا : اصدار صكوك الاجارة :

1-خطوات اصدار صكوك الاجارة :

1- تقوم شركة بانكورس ببيع اصولها الى شركة ذات عرض خاص حيث انشأتها خصيصا لاصدار الصكوك .

2- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باعادة تأجير اصولها لمدة معينة الى شركة بانكورس .

3- لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات عرض خاص من شركة بانكورس تصدر صكوك الاجارة لاستفتاء ثمن الشراء الاصول

4- تدفع قيمة شراء الصكوك من طرف حملة الصكوك (المستثمرين) الى شركة ذات الغرض الخاص بئمن حال للحصول على الصكوك، وذلك ليتم تسديد قيمة الاصول الى شركة بانكورس وذلك من طرف شركة ذات الغرض الخاص .

5- يتم توزيع حصيلة الايجار على حملة الصكوك دوريا ويكون ذلك في تاريخ استحقاق، حسب القيمة الأصلية (القيمة الاسمية لصكوك الاجارة المصدرة) .

2- تطور اصدار صكوك الاجارة :

كان اول اصدار لصكوك الاجارة سنة 2004 م فأخذ مكانه في سوق الاوراق المالية في ماليزيا وزاد في نمو وازدهار سوق الاوراق المالية الاسلامية، بوجود لاوراق مالية جديدة قابلة للتداول على مستوى العالمي .

رابعا : اصدار صكوك المشاركة :

تعرف صكوك المشاركة في سوق ماليزيا بانها عقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الاوراق المالية الاسلامية في جويليا 2004 حيث كان اول اصدار الصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.05 مليارينغت ماليزي¹.

1- مراحل اصدار صكوك المشاركة :

يتم لصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:²

1- تقوم الشركة باصدار الصكوك ويقوم حملت الصكوك بتسدسد القيمة المكتتب عليها والمقدرة ب 78% من قيمة المشروع وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13 % الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل راس المال المشاركة .

2- دفع راس المال المشاركة الى الوصي

¹ - Securities Commission Annual Report 2005 P 2-22.

² - Ahmed Ibrahim , Shari'ah In Financial Transaction Pred Cit P 30 Visited In 11/04/2014

Http :Ribh.Files.Wordpress.Com/2007/10/Applied-Shariah Iin – Finacial – Transaction.Pdf

- 3- تساعد شركة الوصي في ادارة المشروع
- 4- انتهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الارباح على كل من الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل واحد حسب نسبة مساهمته، ولكن هذا بعد سنتين من بدأ المشروع .
- 5- تقوم الشركة بدفع اجرة الوصي .

خامسا : اصدار صكوك المضاربة :

عرفت هيئة الاوراق المالية الماليزية صكوك المضاربة على انها عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير المجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من طرف الاصول مشروع المضاربة وكان اول اصدار لهذه الصكوك سنة 2005 م من طرف PG MUNICIPAL ASSETS BHD

1 – خطوات صكوك المضاربة :

و يتم اصدارها وفق الخطوات الالية :

- 1- تصدر شركة المنفعة برهاد عن طريق الشركة ذات عرض خاص اصدار صكوك المضاربة .
- 2- يدفع المستثمرون مساهمتهم من راسمال بضيفتهم رب المال، في عملية المضاربة والحصول بالمقابل على الصكوك كاثبات لهم .
- 3- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص كمدير للمشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع شركة منفعة برهاد، كمضارب ثاني من اجل تنفيذ المشروع .
- 4- تقوم شركة المنفعة برهاد المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بعد انتهاء المشروع بتقسيم ارباح المشروع مع ادارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص (المضارب الاول) تم تقوم هذه الاخيرة بتقسيم الارباح المشروع بينها وبين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها .
- 5- تسترجع ادارة الشركة صكوك المضاربة بعد دفع قيمتها¹ .

الفرع الثاني : دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا

شكل ظهور الصكوك السنوات الاخيرة احد اهم التطورات على مستوى اسواق راس المال الاسلامية . و تمنح تلك الصكوك لحاملها حق الملكية المشتركة في الانشطة الملموسة و انتاج حقيقي على نقيض السندات التقليدية التي تمثل شهادات دين و تعرض الصكوك امام المستثمرين امكانية تنوع استثماراتهم في اصول حقيقية وفقا لتعاليم الشريعة التي تمنح الفائدة اخذا وعطاء.

من جهة اخرى يمكن للموارد المتحصل عليها عبر الصكوك ان تمول المبادرات الاقتصادية ذات الربحية العالية والمتعلقة بالبنية التحتية و مشاريع مستحقة . وقد اثبتت الفترات السابقة قدرة الصكوك على الصمود طيلة الاضطرابات التي شهدتها أسواق راس المال العالمية، كما اظهرت الأرقام ان الصكوك آفاق واعدة للنمو اذا تراوحت نسبة نموها حاليا ما بين 10 و 15 % في الأسواق المالية العالمية . وتتصدر ماليزيا المرتبة الاولى في الأسواق اصدار الصكوك في العالم وتليها دول الخليج . كما يمكن لهذه الصكوك ان

¹ - Securities Commission Annual Report 2005 P «3-24»

تكون اختيارا مهما و بديل وذلك لقدرتها على الاستجابة لحاجات مختلف الفاعلين الاقتصاديين (الدولة –البنوك –والتنظيمات مالية اخرى- مؤسسات) في مجال تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية و يؤدي تطور الصكوك الى تنامي مؤسسات إسلامية كالوقف و تحقيقها كذلك لأهدافها الاجتماعية و الاقتصادية .

المطلب الثالث: عدد الشركات المدرجة .

بدأت ماليزيا في تطوير سوقها المالي بقوة منذ عام 2005 م عندما حولت بورصتها لشركة مساهمة، و ادرجتها في 18 مارس من العام المذكور . وتضم هذه البورصة اليوم سوقا للمشتقات و سوقا للأوفشور . و بهدف جذب الاموال، اطلقت بورصة ماليزيا مبادرات عدة منها تحرير المشاركة للمستثمرين الاجانب . مما سمح لغير المقيمين الاستثمار في الاوراق المالية عبر الحصول على تمويل في البنوك التجارية و الاسلامية المحلية بالعملة الماليزية اوحتى بالعملات الاجنبية . و يذكر انه خلال 10 اعوام مضت حتى النصف الاول من 2008 ، نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ليصل الى 977 شركة . و تحتل الاوراق المالية الموافقة للشريعة 62.5 بالمائة من اجمالي القيمة السوقية البالغة اكثر من 200 مليار دولار .

و بالجدول التالي يبين تطور الشركات المقيدة في بورصة ماليزيا:

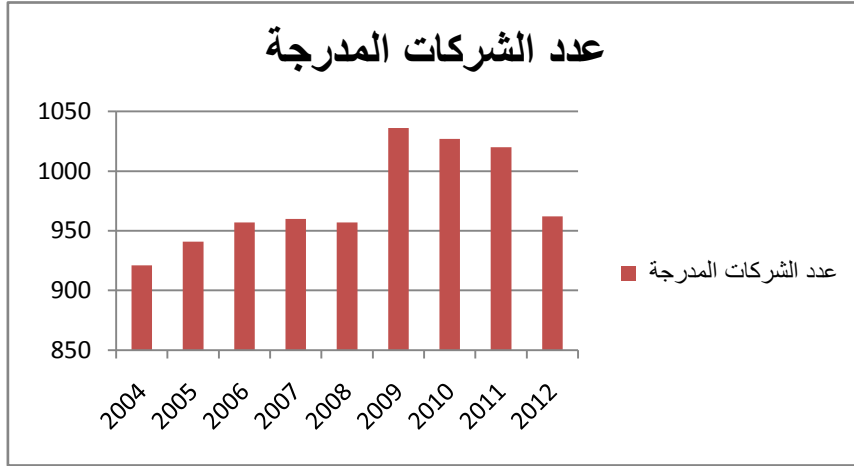
الجدول رقم(3-4) : تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال فترة 2004 الى 2012

السنوات	عدد الشركات المدرجة
2004	921
2005	941
2006	957
2007	960
2008	957
2009	1036
2010	1027
2011	1020
2012	962

المصدر: من اعداد الباحثين بالاستناد على نشرة البنك الدولي : 2013/12/10، متوفر على : <http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MLT.LDOM.NO/countries>

ويمكن تمثيلها وفق الاعمدة البيانية التالية :

الشكل رقم (3-4): يمثل عدد الشركات المدرجة



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول

نلاحظ من خلال الشكل اعلاه ان عدد الشركات المدرجة كانت سنة 2004 تقدر ب 921 شركة وزادت في سنة 2005 لتصل الى 941 شركة مصدرة للاسهم في بورصة ماليزيا، واستمر هذا التزايد في عدد الشركات المسجلة حتى سنة 2008 فتراجعت لتصل الى 957 شركة. بينما في سنة 2009 نلاحظ قفزة كبيرة في عدد شركات المقيدة في البورصة خاصة بعد وقعة الازمة المالية 2008 وهذا راجع لتزايد الطلب العالمي على الصكوك الاسلامية كاحد الادوات المالية الاسلامية ونعرف ان السوق الاسلامية تقاوم الازمات المالية، وكان هذا الاقبال الكبير على بورصة ماليزيا باعتبارها الدولة الاولى الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الاسواق المالية الاسلامية و الدور الكبير التي اصبحت تلعبه البورصة في دعم الاقتصاد و تعبئة الادخار.

المبحث الثاني: دراسة مؤشرات قياس كفاءة بورصة أمريكا

تمتلك ادارة بورصة Nyse Euronext اكثر من 1000 مؤشر لقياس اداء البورصة التي تضم اكثر من 1450 شركة، حيث تصنف المؤشرات الى مؤشرات قطاعية، موضوعية، وطنية وذات بعد تكاملي واستراتيجية¹. يعتبر مؤشر ادا جونز وستاندر اندبور 500 من أشهر المؤشرات في بورصة نيويورك يورونكست.

- المطلب الأول : مؤشرات بورصة امريكا

أ- مؤشر ستاندر اند بور 500 Standart & Poor's : يضم المؤشر حوالي ربع اسهم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك، حيث يضم 500 شركة كبيرة من مختلف القطاعات الاقتصادية، ويتم حساب المؤشر كالتالي :

$$\text{المؤشر} = \text{مجموع} (ni \text{ pi} / ov) * 10$$

Ni : عدد اسهم الشركة المدرجة

Pi : سعر سهم الشركة

Ov : متوسط القيمة الاصلية للقيمة لاسهم الشركات الداخلة خلال فترة 1941 - 1943 م، وتعتبر هذه الفترة هي فترة الاساس .

ويعتبر هذا المؤشر كمقياس ممتاز لاداء الشركات و القطاعات في بورصة نيويورك، اضافة الى انه يشمل الشركات التي يتم تداولها في الاسواق ما فوق الكاونتر، كذلك يعتبر هذا المؤشر مرجح بالقيمة السوقية، ذلك ان ان الاسهم الداخلة في حسابه تحسب على اساس القيمة السوقية لها . ونظرا لتغير سعر السهم الشركة فان المؤشر يحسب كل يوم وبشكل مستمر.

ب- مؤشر داو جونز للصناعة Dow Jones : يعتبر هذا المؤشر الاكثر استعمالا في اسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية ولسواق مالية أخرى. بارغم من شهرته الا انه محدود جدا، حيث يعكس حركة اسعار اكثر من 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة نيويورك، ويطلق على هذه الشركات The Wall Street Journal.

و بخصوص حساب المؤشر فانه يحسب وفق المعادلة التالية:²

$$Djia = \text{مجموع اسعار الشركات الثلاثين} / \text{رقم خاص يسمى DIVISOR} .$$

واهم ما يميز المؤشر هو انتشاره بسهولة و حسابه، حيث تقوم شركة داو جونز مالكة الجريدة The Wall Street Journal بنشره بشكل يومي .

أ- المؤشرات الوطنية و الدولية او ذات بعد تكاملي

تقوم بورصة نيويورك يورونكست بتصنيف، نشر و حساب مجموعة واسعة من المؤشرات الوطنية، الأقليمية و العالمية، حيث يضم مجموعة واسعة و كاملة من الاسهم المدرجة في اسواق نيويورك يورونكست المنظمة ، و نذمر اهمها و اشهرها:³

¹ - indices , www.nyse.com

² - زياد رمضان و مروان شموط ، الاسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، مصر 2008 ، ص 172 .

³ - INDICES , www.nyse.com

- 1- مؤشر AEX : حيث يضم أكبر 25 شركة مدرجة من حيث التداول ودرجة في Nyse Euronext Amsterdam ويعتمد المؤشر على 31 /12/ 2004 كتاريخ اساس ب 400 كقيمة اساس، و بحسب كل 15 ثانية.¹
- 2- مؤشر BEL 20 : يضم عشرين شرمة على الاكثر مدرجة في Nyse Euronext Brussels حيث يتم ادراج اكبر الشركات من حيث قيمة الاسهم المتداولة ، و بحسب المؤشر كل & 5 ثانية بتاريخ اساس 30 /12/ 1990 و 1000 كقيمة اساس .
- 3- مؤشر CAC 40 : يضم المؤشر 40 شركة مدرجة في Nyse Euronext Paris، حيث يختار المجلس العلمي 40 شركة الأكثر تمثيلا لبورصة باريس من حيث قيمة الأسهم، و بحسب المؤشر كل & 5 ثلثية بتاريخ اساس 31/12/1987 كقيمة اساس .
- 4- مؤشر NYSEUS 100 : يضم 100 شركة مدرجة في NYSE Euronext، وهو مؤشر أمريكي، يشترط في الشركات المدرجة المختارة ان :
 - تكون اسهمها ذات سيولة عالية وذلك على مدار 12 شهرا
 - ان تكون الشركات الاكبر من حيث القيمة السوقية
 - بحسب مؤشر كل 15 ثانية بتاريخ 31 /12/ 1999 و 1000 .
- مؤشر PSI 20 : يضم اكثر من 20 شركة متداولة ودرجة في Nyse Euronext Lisbon حيث يعتمد على الرسملة العائمة، و بحسب كباقي المؤشرات كل 30 ثانية بتاريخ اساس 30 /12 /1992 و بقية اساس 3000.²
- ب المؤشرات القطاعية :

تمكن هذه المؤشرات المستثمر من قياس اداء الاسهم حسب قطاعات معينة من السوق، كما تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات اكثر انتقائية و تنشر البورصة حوالي 100 مؤشر قطاعي و تحسب كل 15 ثانية و سنحاول ذكر اهمها .
- 5- مؤشر NYSE ARCA لمناجم الذهب : يعتمد المؤشر على القيمة السوقية، و يضم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك او بورصة NYSE AMEX او بورصة NASDAQ والتي تنشط في مناجم الذهب و الفضة و بحسب على اساس 20/12/2002، كتاريخ و 500 كقيمة اساس.³
- 6- مؤشر NYSE ARCA لشركة الطيران : يقيس المؤشر اداء اكبر الشركات المدرجة التي تنشط في صناعة الطيران و بحسب على اساس 21/10/1994 ، و 200 كتاريخ و قيمة اساس

¹ - AEX – index family rule book , NYSE euronext ,2011,p2

² - BEL 20 index family rulebook ,nyse euronext ,2001 ,P2

³ -The Nyse Arca Gold Miners Index ,Nyse Euronext ,2010,P1.

- 7- مؤشر NYSE ARCA للتكنولوجيا الحيوية : صمم المؤشر لقياس أداء الشركات التي تنشط في صناعة التكنولوجيا الحيوية، والتي تستخدم العمليات البيولوجية في تطوير المنتجات أو تقديم الخدمات، ويحسب على أساس 1991/12/18 كتاريخ و200.00 كقيمة¹.
- 8- مؤشر NYSE ARCA للغاز الطبيعي : صمم المؤشر لقياس أداء الشركات التي تنشط في صناعة الغاز الطبيعي، من التنقيب عنه وإنتاجه ونقل الغاز الطبيعي بالأنابيب وإرساله، حيث يضم أكثر من 15 شركة من حيث القيمة السوقية، ويعتبر 1999/03/23 و300 كتاريخ وقيمة أساس لهذا المؤشر.
- 9- مؤشر NYSE ARCA للبترول : صمم المؤشر لقياس أداء الصناعة النفطية من خلال التغيرات التي تحدث في أسعار قطاع كبير من الشركات التي تنشط في التنقيب، إنتاج وتطوير النفط، ويعتبر 1984/08/17 و125 كتاريخ وقيمة أساس لحساب المؤشر.
- ت- المؤشرات الاستراتيجية :
- على عكس المؤشرات السابقة التي تعتمد على الحجم والصناعة، فإن المؤشرات الاستراتيجية تعكس أداء استراتيجية الاستثمار القائم على القواعد وتشمل المؤشرات الاستراتيجية مايلي :
- 1- مؤشر توزيع الأرباح : تتكون هذه المؤشرات من الشركات ذات عوائد الربحية العالية، حيث توفر البورصة سلسلة من المؤشرات التي تقيس أرباح الأسهم العادية التي أعلنتها الشركات التي تصدر هذه الأسهم.
- 2- مؤشرات التقلب : تعكس هذه المؤشرات التقلبات المتوقعة في حركة المؤشر الرئيسي على فترة 30 يوما القادمة من حيث مستوى التقلب وغيرها .
- 3- مؤشرات الموجزة أو الفعالة : تسمح هذه المؤشرات للمستثمرين باستغلال تقلبات السوق عن طريق البيع والاحتفاظ بالأوراق المالية.
- ث-المؤشرات الموضوعية :
- تستند المؤشرات الموضوعية على موضوعات مثل الأسواق الناشئة، الرعاية الصحية، الطاقة البديلة، الدخل الثابت، التعليم والطلب على الأسهم .
- بعض المؤشرات الموضوعية :
- 1- مؤشرات الدخل الثابت : مثل مؤشرات سندات الخزينة ل 7-10 سنوات ومؤشرات سندات الخزينة ل 20 سنة ولسنتين وعشر سنوات .
- 2- مؤشرات العقود الآجلة : مثل مؤشرات العقود الآجلة على السندات الخزينة لسنتين أو اثنين أو خمس وعشر سنوات .
- 3- مؤشر Low Carbon 100 Europe :و التي توفر للمستثمرين أداء فعالة تأخذ بعين الاعتبار انبعاث الغاز CO2 حيث تقيم أداء 100 شركة أوروبية لديها قبل انبعاث من الغاز الأوكسجين².

¹ - THE NYSE ARCA BIOTECHNOLOGY INDEX ,Www.Nyse.Com.

²-indice , www.nyse.com

- 4- مؤشر NYSE ARCA CHINA : يشمل المؤشر الشركات التي تركز أعمالها في جمهورية الصين الشعبية و المدرجة للتداول في بورصة نيويورك .
- 5- مؤشر Nyse Arca Hong Kong 30 : صمم هذا المؤشر ليعكس أداء بورصة هونغ كونغ ككل ، حيث يقيم أداء 30 شركة الأكثر نشاطا .
- 6- مؤشر Nyse Alternext Oseo Innovation : يضم الشركات التي تملك إدارة البحث و التطوير في هيكلمها، وهذا يحكس اهتمام البورصة بالابتكار و اهميته على مدى الطويل ¹.
- 7- مؤشر EURONEXT IEIFREIF EUROPE : يضم المؤشر الشركات التي تتعدى قيمتها السوقية 0.4 م% من القيمة السوقية الكلية لبورصة Euronext.
- المطلب الثاني : تطورات بورصة نيويورك NYSE
- سنتناول في هذا المطلب التطورات التي حصلت في سوق الاسهم في بورصة NYSE EURONEXT (US) و ذلك قبل و بعد الازمة المالية العالمية 2008 م.
- الفرع الاول : قيمة التعاملات
- سجلت قيمة التعاملات في الاسهم المتداولة في السوق المالي الامريكي ارتفاعا مستمرا خلال الفترة 2003-2008 م من 2691.335 مليار دولار في سنة 2003 م الى 11618.15 ، 14125.29 ، 21789.47 ، 29113.78 و 33638.93 مليار دولار و بنسبة نمو تقدر ب %19.88 ، %21.57 ، %54.25 ، %33.61 ، %15.54 خلال السنوات 2004 ، 2005 ، 2006 ، 2007 ، 2008 م على التوالي حيث كانت ارتفاع قيمة التعاملات في الاسهم بعيدة عن مايجري في الاقتصاد الكلي الامريكي ، حيث سجل الناتج المحلي الاجمالي الامريكي تباطأ في معدل نموه بتسجيله 2.5 % ، 3.6 % ، 2.7 % ، 1.9 % و 0% كنسبة نمو خلال سنوات 2004 2005 2006 2007 2008 م على التوالي وبعيدا كذلك عن التغيير الحاصل في عدد الشركات المدرجة في البورصة، حيث يلاحظ الانفصال تام بين قيمة التعاملات الجارية في السوق المالي الامريكي وقيمة الناتج المحلي الاجمالي، وذلك بسبب المضاربات الكبيرة الحاصلة في الاسواق الامريكية وخاصة في الشركات الناشطة في القطاع العقاري بسبب الدعم الحكومي لهذا القطاع وقيام البنوك بالمبالغة في التمويل هذا القطاع نظرا لتدفق رؤوس الاموال من اروبا على السوق المالي الامريكي بعد اندماج بورصة نيويورك في البورصة الاروبية الموحدة و التي رفعت قيمة الاسهم المتداولة عن قيمتها الحقيقية، الامر الذي ساهم في تضخم قيمة اسهم الشركات الامريكية المدرجة ².
- عرفت قيمة التعاملات انخفاضا حادا سنة 2009 م حيث سجلت قيمة التعاملات بنهاية السنة ما قيمته 17521.11 مليار دولار اي بانخفاض نسبته 47.91 % حيث ادت حالات الافلاس و الخسائر المعلن عنها في عدة بنوك و شركات كثيرة مدرجة بسبب انهيار القطاع العقاري الولايات المتحدة الامريكية، الى نشر اشاعات سلبية و انتشار الخوف في وسط المتعاملين في البورصة و انهيار الثقة في النظام لمالي الامريكي التي

¹ - RULES FOR THE NYSE ALTERNEXT OSEO INNOVATION INDEX, NYSE EUROPE ,2011,P 2.

² - World Federation Of Exchanges WFE ,Www.World-Exchanges.Org

تحتل مؤسسته أهمية كبيرة في السوق المالي نظرا للقيمة السوقية الكبيرة له وكذلك لأهمية القطاع العقاري من حيث القيمة الاستثمارات

التي وظفت فيه من كامل الشركات و القطاعات في الولايات المتحدة الأمريكية و من خارجها سواء بالتمويل المباشر في القطاع او غير المباشر بشراء اسهم الشركات الناشطة في هكل ذلك ادى الى انخفاضات حادة و تاريخية للتعاملات في السوق المالي الأمريكي، فيما سجل الناتج المحلي الاجمالي الأمريكي انخفاضا بنسبة 2.7 % بسبب انخفاض الطلب المحلي الاجمالي نظرا لارتفاع معدل التضخم و انخفاض الاجور الحقيقية و ارتفاع معدل البطالة .

في سنة 2010م ارتفعت التعاملات بنسبة ضئيلة 1.56 % بقيمة اجمالية وصلت 17795.6 مليار دولار، حيث ساهمت المبادرات و الضمانات و الخطط المالية الحكومية الضخمة التي استهدفت البنوك و المؤسسات المالية و التي بدأت بالتعافي من الصدمة المالية للأزمة العالمية 2008م التي احدثتها أزمة الرهن العقاري باعلانها عن بداية تحقيق ارباح، في بعث الثقة قليلا في النظام المالي و تشجيع الاقبال على اسهمها، كما سجل الناتج القومي في هذه السنة ارتفاعا بنسبة 2.9 % مما ساهم في رفع قيمة التعاملات في سوق الاسهم، وذلك على الرغم من انخفاض عدد الشركات المدرجة¹.

الفرع الثاني : الرسملة السوقية

انعكست الظروف التي شهدتها الاقتصاد الأمريكي على القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال السنوات 2004 2005 2006 2007 2008 بنسبة % 12.16, 7.27%, 13.12% الى 15421.16 13632.3 12707.57 دولار خلال 2004 2005 2006 متاثرا بالارتفاع الكبير المسجل في قيمة المعاملات و ارتفاع قيمة الاسهم خاصة المؤسسات المالية و شركات القطاع العقاري التي عرفت نشاطها و قيام المؤسسات المالية بدورها باقراض الشركات المختصة في العقارات و كذلك شركات البنية التحتية و غيرها².

وفي سنة 2007 م ، ارتفعت القيمة السوقية بنسبة ضعيفة 1.48 % بقيمة وصلت 15650.83 مليار دولار بسبب الارتفاع المسجل في قيمة التعاملات و عدد الشركات المدرجة خاصة في نصف الثاني من السنة، مرد ذلك الى انفجار الفقاعة العقارية و بداية ورود معلومات عن حجم الخسائر الكبير القطاع العقاري، وتوقعات بانخفاض نسبة نمو الناتج المحلي الاجمالي، الامر الذي ادى بالمتعاملين الى طرح اسهمهم للبيع وخفض الطلب عليها، و ساهم في تعميق ذلك المضاربات الحاصلة في السوق و انتشار المخاوف من تتكرا الازمة 1987 م وهذا ما حصل فعلا في سنة 2008م حيث انكشف مدى الحجم الازمة، فالازمة لم تنحصر في القطاع العقاري، وانما امتدت الى القطاع المالي ككل و اتضح حجم الخسائر الذي تسبب بها القطاع العقاري و عن ضخامة القروض التي منحها البنوك و الشركات المالية للقطاع العقاري، وهو ما اكدته التقارير السنوية للبنوك و المؤسسات المالية التي اعلنت عن الخسائر الكبيرة في سنة 2007م بسبب أزمة الرهن العقاري، مما ادى الى نشر حالة من التشاؤم في القطاع المالي و العقاري ذو القيمة السوقية الكبيرة

¹ - Organisation De Cooperation Et De Developpement Economique OECD, www.Oecd.Org

² - Organisation De Cooperation Et De Developpement Economique OECD, www.Oecd.Org

انعكس في انخفاض حاد لحجم التعاملات ومعها القيمة السوقية بنهاية 2008م قيمة 9208.93 مليار دولار اي بانخفاض عن السنة الماضية بنسبة 41.16 % رغم انخفاض التعاملات على الاسهم في سنة 2009 الا ان القيمة السوقية سجلت ارتفاعا بنسبة 28.54 % و 13.14 % بقيمة 1837.79 و 13394.08 مليار دولار خلال سنتي 2009 و 2010 على التوالي ، وذلك بسبب ارتفاع في عدد الشركات المدرجة و الاقبال على اسهم الشركات الغير المالية وكذلك اثر الخطط المالية الحكومية التي استهدفت انقاذ الشركات و المؤسسات و تعهد الحكومة الامريكية و معها الحكومات الاوروبية بحماية و دعم المؤسسات الكبيرة التي تعاني صعوبات بسبب الازمة المالية العالمية 2008م كشرركات السيارات و البنوك و شركات التأمين و غيرها، و الذي ساهم في خفض حالة التشاؤم و التخوف لدى المتعاملين في الاسواق المالية من سقوط متتالي لشركات و المؤسسات الاخرى مما ساهم في رفع قيمة الاسهم من انخفاض نسبة نمو الناتج المحلي الاجمالي . وللإشارة تحتل بورصة NYSE المرتبة الاولى عالميا من حيث القيمة السوقية . و بخصوص اهمية سوق الاوراق المالية في الاقتصاد الامريكي، فيتضح من خلال نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي الذي عرف ارتفاعا كبيرا و مبالغا فيه، فقد ارتفعت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الامريكية خلال السنوات 2003 ، 2004 ، 2005 ، 2006 م الى 102 107 108 % 115% عل التوالي، وهذا يدل على قيمة الاصول المالية الممثلة في اسهم الشركات المتداولة .

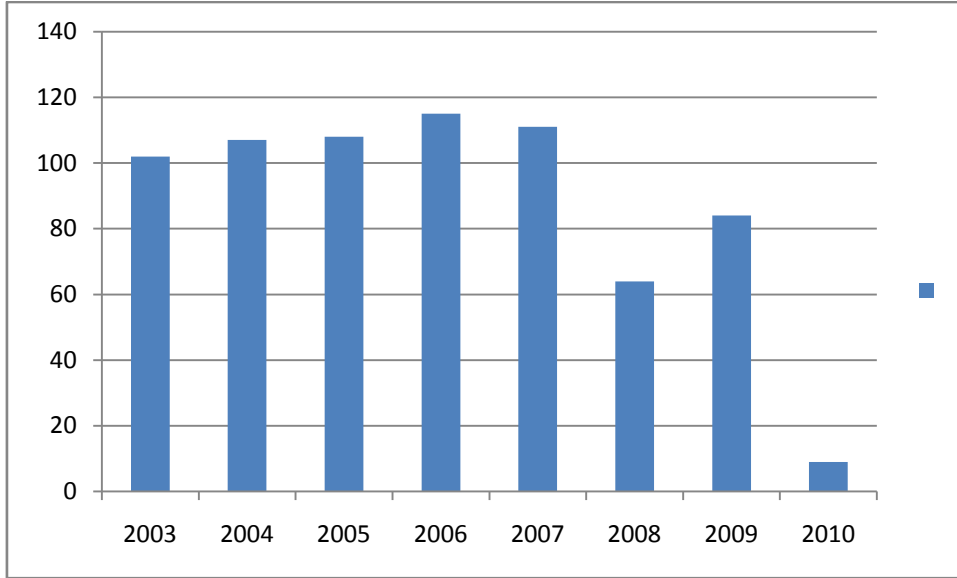
يمثل الجدول رقم (3-5): نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي لبورصة نيويورك خلال 2003-2010

السنوات	قيمة التعاملات	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الاجمالي	نسبة القيمة السوقية الناتج المحلي الاجمالي
2003	9691.33	11328.95	11089.2	102
2004	11618.15	12707.57	11812.3	107
2005	14125.29	13632.3	12579.7	108
2006	21789.47	15421.16	13336.2	115
2007	29113.78	15650.83	13995	111
2008	33638.93	9208.93	14296.9	64
2009	17521.11	11837.79	14043.9	84
2010	17795.6	13394.08	145821.4	9

Source : World Federation Of Exchanges WFE& Organisation De Cooperation Et De Développement Economique OECD

الشكل رقم (3-5) : تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الاجمالي لبورصة نيويورك خلال

الفترة 2010- 2003



المصدر: تم اعدادهما بناء على معطيات الجدول رقم (1)

الفرع الثالث : المؤشرات

عرف مؤشر DJIA و S&P 500 – اللذان يعبران عن حركة اسعار الاسهم في بورصة نيويورك تغيرات مستمرة وتقلبات بدرجة متفاوتة، حيث و بنهاية سنة 2003م ارتفعا المؤشرين بنسبة متقاربة بلغت 25.3 % بالنسبة لمؤشر DJIA و S&P 500 بسبب الاستقرار الذي عرفته بورصة نيويورك في سنة 2003م و ارتفاعي التعلمل في الاسهم بسبب الارباح الجديدة التي اعلنت عنها الشركات ، مما ساهم في ارتفاع اسعار الاسهم¹.

انعكست الظروف الدولية وخاصة الاضطرابات في الشرق الاوسط خلال سنتي 2000م و 2004م وازدياد المخاوف من حدوث انقطاع في مجال النفط على الاجواء العامة في الاسواق المالية، حيث سجل انخفاض حاد لأسعار الاسهم و المؤشرات سوق نيويورك يورنكست بالرغم من ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، حيث سجل مؤشري DJIA و S&P 500 بنهاية سنة 2004م ارتفاعا ضعيفا مقارنة مع السنة الماضية ب 3.1% و 9% فيما سجل المؤشرين خلال سنة 2005م تقلبات و انخفاضات ، حيث انخفض المؤشر DJIA بنسبة 0.6% و مؤشر S&P ب 3% بنهاية سنة 2006م سجل المؤشرين ارتفاعا معتبرا ، حيث ارتفع مؤشر DJIA بنسبة 13.6% مدفوعا بالنشاط الكبير الذي عرفته بورصة نيويورك بعد اندماجها مع البورصة الأوروبية الموحدة يورنكست مشكلة كيانا جديدا وهو بورصة NYSE Euronext ، حيث تدفقت الأستثمارات الى بورصة نيويورك

¹ - rapport annuel de l'autorite des marches financiers AMF ,2003 ,p17

متزامنة مع ارتفاع اسهم شركات القطاع العقاري والبنوك بسبب النشاط الكبير لهذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية و اعلانها عن تحقيق ارباح كبيرة و ارتفاع الطلب المحلي في هذا القطاع و الدعم الحكومي له ، مما ساهم في رفع اسهم باقي القطاعات .

بظهور ازمة الرهن العقاري في النصف الثاني من سنة 2007م و الكشف عن الخسائر الكبيرة التي حققتها شركات القطاع العقاري ، انخفضت اسعار اسهم الشركات القطاع العقاري التي كانت لوقت قريب عامل جذب الاستثمارات في بورصة نيويورك و محرك للنشاط فيها، حيث زادت عمليات طرح البيع للاسهم وخاصة في القطاع العقاري مقابل طلب ضعيف عليه ، حيث انهما المؤشرين سنة 2007م بارتفاع ضعيف و بتقلبات كبيرة خصوصا بعد النصف الثاني من السنة، حيث سجل مؤشر DJIA ارتفاعا بنسبة 6.4 % اما المؤشر S&P 500 فقد ارتفع بنسبة 3.5% نظرا لاهمية الشركات العقارية الداخلة في تركيبة المؤشرين.¹

بانتمال الازمة من القطاع العقاري الى القطاع البنوك و قطاعات اخرى و اعلان عدة بنوك و شركات عن افلاسها و اعلان البعض عن تعرضها لصعوبات مالية و نقص السيولة و تحقيقها لخسائر بسبب استثماراتها في القطاع العقاري المنهار، عرفت اسعار الاسهم في بورصة نيويورك انخفاضا حادا و انتشرت حالة التشاؤم في اوساط المتعاملين، حيث سجل المؤشر DJIA بنهاية سنة 2008 م انخفاض بنسبة 33.8 % اما المؤشر S&P 500 فقد انخفض بنسبة 38.5%، ذلك ان معظم الشركات الداخلة في تركيب المؤشرين كانت اما منهارة او خاسرة.²

الجدول رقم (3-6) : تطور مؤشري DJIA و S&P 500 خلال الفترة 2003-2008م

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008
مؤشر DJIA	25.3	3.1	-0.6	16.3	6.4	-33.2
مؤشر S&P 500	26.4	9	3	13.6	3.4	-38.5

Source : Rapport annuel de AMF ,2002, 2003 ,2004,2004,2005,2007,2008.

الفرع الرابع : السيولة

يؤثر عامل السيولة في اي سوق مالي على الطلب على الادوات المالية المتداولة فيه، حيث كلما كانت السيولة كبيرة في السوق كلما كان سهل تحويل الاسهم و السندات وغيرها من الادوات المالية الى نقدية بسرعة و دون تحمل تكاليف كبيرة، وكذلك يسهل بيع الاصل بسعر غير منخفض و بالتالي يصبح السوق المالي اكثر جاذبية ، فكلما زادت السيولة في السوق كلما زادت الرغبة في طرح الادوات المالية و حيازتها بفعل زيادة الطلب عليها .

وهناك مؤشران يعبران عن سيولة السوق :

¹ - rapport annuel de AMF ,2006,p24

² -rapport annuel de AMF ,2007,p23

معدل التداول : حيث يعكس سيولة السوق بالنسبة للاقتصاد الكلي، فكلما ارتفعت القيمة السوقية، و انخفض معدل التداول فذلك يدل على ركود السوق بفعل انخفاض الطلب، وكذلك يشير الى عدم كفاءة السوق فيما يخص سرعة التعاملات الناتج المحلي الاجمالي .

معدل الدوران : كلما انخفض معدل الدوران كلما دل ذلك على امكانية تسيل الاوراق المالية بسهولة نتيجة لزيادة الاقبال عليها، ويقاس معدل الدوران بقسمة قيمة الاوراق المالية المتداولة باسواق على القيمة السوقية للسوق .

وبالتطبيق على بورصة نيويورك يورونكست يشير معدل التداول و الدوران ان بورصة نيويورك تمتلك سيولة عالية ، وذلك بفضل رؤوس الاموال الكبيرة التي تدفقت عليها بفضل القيمة السوقية الكبيرة لها و بفضل البنية التحتية التي تمتلكها من شبكة الاتصالات متطورة و السرعة في تسوية المعاملات فيها و كذلك الشركات الكبيرة و العريقة وذات الارباح العالية المدرجة فيها، وساعد في ذلك تباطؤ نمو الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة الأمريكية ، حيث قلة جاذبية الاستثمارات العينية المتمثلة في بناء مصانع جديدة و المدى الطويل الذي يستغرقه المشروع لحين بداية تحقيق الارباح مقترنة مع السوق المالي الذي يتيح الفرصة لتحقيق ارباح كبيرة و سريعة بدون تحمل المصاريف كبيرة، خاصة في ظل ضعف الرقابة الحكومية (ظرائب ورسوم عليها) .

المطلب الثالث : عدد المؤسسات المدرجة

عرف سوق نيويورك يورونكست للأوراق المالية (NYSE EURONEXT (us تطور من حيث عددا المؤسسات المدرجة، حيث وصل عددها في سنة 2003 الى 2308 شركة مختلفة القطاعات تقريبا . من خلال سنتي 2004 و 2005م عرف السوق انخفاضا في عددها الى 2293 و 2270 شركة على التوالي، متأثرا بنتائج الاضطرابات الحاصلة في الشرق الأوسط نظرا لتوسع الشركات الأمريكية وفتحها فروعاً و نشاطات في المنطقة، وكذلك انتشار حالة تشاؤم بين المستثمرين

نظرا لاهمية المنطقة بالنسبة للاقتصاد الأمريكي (المنطقة الاولى المنتجة للبتروول) وكذلك

لامتلاكها معبرين استراتيجيين لحركة النقل البحري في العالم (قناة السويس و معبر هرمز).

بتلاشي المخاوف، و التاكيد من تحسن الاقتصاد العالمي ، عرف السوق المالي الأمريكي اقبالاً من الشركات الأمريكية، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في سنتي 2006 م 2007 م الى 2280 و 2297 على التوالي، حيث عرفت الاسواق المالية الأمريكية انتعاشاً من حيث المعاملات كما ارتفعت مؤشراتهما مما انعكس على زيادة الاقبال على السوق المالي كوسيلة للحصول على التمويل و التوسع من جانب الشركات ولتحقيق ارباحاً سريعة من جانب المستثمرين، كما أدى اندماج بورصة نيويورك في السوق المالي الاوروبي الموحد الى فتح السوق المالي الأمريكي امام المستثمرين الاوروبيين مما ساهم في تشجيع الشركات الأمريكية على الانضمام الى الأسواق المالية بفضل تدفق رؤوس الأموال جديدة من مختلف انحاء العالم.

بانفجار الفقاعة العقارية في سبتمبر 2007 م وانهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة، عرفت اسعار الأسهم في الأسواق المالية انخفاضاً حاد مما انعكس على انتشار حالة التشاؤم وسط الأسواق المالية و اعلان الشركات و البنوك الأمريكية عديدة عن تحقيقها خسائر معتبرة ادت الى إفلاس شركات عديدة و

المالية (بورصة أمريكا).

خروج شركات أخرى من السوق المالي الأمريكي، وتردد شركات عديدة من ادراج في البورصات، حيث انخفض عدد الشركات المدرجة في سنة 2008م الى 1963 شركة، في سنة 2009 م، ارتفع عدد الشركات المدرجة الى 2327م حيث ادى إفلاس عدة بنوك و امتناع البعض الآخر عن الإقراض بسبب شح السيولة الى لجوء الشركات الى الأسواق المالية للحصول على التمويل اللازم لمواصلة نشاطها ، ولكن ما لبث ان انخفض عدد الشركات المدرجة في سنة 2010م الى 2238م
الجدول رقم (7-3) تطور الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE خلال فترة 2003-2010م

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات	2308	2293	2270	2280	2297	1963	2327	2238

SOURCE : World Federation Of Exchanges WFE .

المبحث الثالث : مقارنة بورصة ماليزيا و بورصة امريكا

تمتلك كل من ماليزيا و امريكا ب شروط و مؤشرات يمكن من خلالها مقارنة بينهما، حيث يمكن النظر الى هذه المؤشرات من زاويتين الاولى تهتم بها البورصات و تتعلق بقياس درجات اداءها انطلاقا من مقاييس و نضج سوق المالية ، و الثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة اداء الاسواق من المنطق الاستثماري و يرتبط ذلك بالعوائد . و للمقارنة بينهما سنحاول في هذا المبحث المقارنة بينهما من خلال مطلبين الاول ذكر اوجه التشابه و الثاني أوجه الاختلاف .

المطلب الاول : اوجه التشابه

من خلال دراستنا لكفاءة سوق الاوراق المالية (البورصة) ماليزيا وسوق الاوراق المالية (بورصة) امريكا يمكن مقارنتهما على اساس مؤشرات السوق حيث تبين وجود اوجه التشابه تتمثل في :
- تعتبر الاسهم العادية و المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا اقرب الادوات المالية الرئيسية، و من ناحية اخرى تمتلك ادارة بورصة I Nyse Euronexet أكثر من 1000 مؤشر لقياس اداء بورصتها حيث تقوم بتصنيف و نشر حساب مجموعة واسعة من الأسهم المدرجة .
- تخضع اسهم بورصة ماليزيا الى المراقبة و الفحص من الوقت الى الآخر بشكل دوري سنوي، و من ناحية التشريعات الاوراق المالية فانه تنظم سوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية و الرقابة عليها من خلال تشريعات فيدرالية فتقوم بالرقابة الذاتية و تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها الى الجهات الادارية داخل البورصة .

- يعتبر مؤشر القيمة السوقية مو معدل رسملة السوق بارتباطه ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال في كلتا البلدين، فنلاحظ في ماليزيا قيمة المؤشر كانت مرتفعة الامر الذي يدل كبر حجم سوق الاوراق المالية اما بانسبة لامريكا ارتفعت ايضا القيمة السوقية من 2004 الى 2006 متأثرا بالارتفاع الكبير المسجل في قيمة المعاملات و ارتفاع قيمة الاسهم .

- ان مستوى السيولة في سوق الاوراق المالية الماليزية تطور بشكل ملحوظ فبنظر الى مؤشر السيولة و هو معدل حجم التداول حيث تطور في سنة 2005 بنسبة 37.5% ليصل الى 47.5% اي معدل نمو ايجابي . و من ناحية اخرى ارتفعت القيمة السوقية الامريكية من ناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الامريكية من 2005 الى 2006 و اعتبر هذا التحول المحفز الرئيسي لجذب الاستثمارات .

المطلب الثاني : اوجه الاختلاف

على غرار المطلب الاول ذكرنا اوجه التشابه بين البورصتين امريكا و ماليزيا فسنحاول في هذا المطلب ذكر اوجه الاختلاف التي تمكنا من معرفة تصبيغ العلم للسوق الاوراق المالية الماليزية و الامريكية .
تصنف ماليزيا ضمن البلدان التي يقل دخل الفرد السنوي فيها عن 12.275 دولار فيما حظيت الولايات المتحدة الامريكية بدخل فردي متوسط و المقدرب 37665 دولار في السنة .

عرف السوق المالي الامريكي اقبالا من الشركات الامريكية، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في سنتي 2006 و 2007 الى 2280، 2297، حيث عرفت الاسواق المالية الامريكية انتعاشا من حيث التعاملات

- تفوق ماليزيا في تطوير سوقها المالي بقوة عان 2005 عندما حولت بورصتها اشركة مساهمة، ويذكر انه خلال 10 اعوام مضت حتى النصف الاول من 2008 نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا .

-اعتبر تزايد الطلب العلمي على الصكوك الاسلامية كأداة من الادوات المالية الاسلامية ونعرف ان السوق الاسلامية تقاوم الازمات المالية، حيث تعتبر ماليزيا الدولة لاولى الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الاسواق المالية الاسلامية.

اما بانسبة لامريكا فنظرا لاهمية المنطقة بالنسبة للاقتصاد الامريكي والعالمي، (المنطقة الاولى المنتجة للبترو ل) وكذلك لامتلاكها معبرين استراتيجيين لحركة النقل البحري في العالم (قناة السويس ومعبر هرمز)

- تعد الاسواق المالية الامريكية بورصة امريكا من اهم البورصات واقواها حيث تعتبر الولايات المتحدة الامريكية من اكبر الدول المتقدمة فهي تعد من اكبر المصدرين للفحم الطبيعي وفول الصويا والقمح وغيرها .

تظم بورصة بيبورك اسهم 2.764 شركة (مقابل نحو 3200 في بورصة نازداك)، وقيمة سوقية اجمالية لاسهم الشركات فيها بنحو 25 ترليون دولار بنهاية 2006 .

وقد اندمجت مجموعة بورصة نيويورك يورونكست لتشكيل Nyse Euronext والتي اصبحت بذلك اول سوق عالمي للاوراق المالية .

المطلب الثالث : الاستنتاج وتحليل النتائج

من خلال الدراسة التطبيقية لبورصة ماليزيا وامريكا والمقارنة بينهما من خلال دورهما في الاقتصاد يمكننا الاستنتاج :

- بعد احذ نظرة عن قرب على الاسواق المالية للدول المتقدمة (الولايات المتحدة الامريكية) والدول الناشئة (ماليزيا) ، يمكننا الاستنتاج ان هذه الاسواق تلتقي في نقاط تشابه وتختلف في نقاط ووجه اخرى، حيث تلتقي في انها كلها اسواق مالية متطورة وذات قيمة سوقية كبيرة وتمتلك عدد كبير ومتنوع من المؤشرات وكذلك تتداول فيها تقريبا نفس الانواع من الأدوات المالية بحكم انها تتميز بانفتاحها على الاجانب وكذلك ترابط فيما بينها بشبكة مصالح واتصالات وتختلف هذه الاسواق في طريقة عملها، حيث لكل سوق طريقة عمل، حيث تعتمد سوق على مصالحها وادارتها ونجد سواق اخرى تعتمد على الشركات التابعة لها وايضا درجة الرقابة الحكومية على عملها فهناك اسواق تكون فيها الرقابة الحكومية ضعيفة (النموذج الامريكي) وهناك اسواق تكون فيها السلطات الحكومية شديدة الرقابة على ما يجري فيها من تعاملات (النموذج الماليزي).

رغم ذلك لايمكننا القول ان الرقابة الحكومية كفيلة بحماية السوق من التقلبات، ذلك ان الدول في الوقت الحالي (العولمة) لاتعرف بالحدود الجغرافية ولا بارقابة الحكومية، بل ان التنسيق الدولي بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة وهو الكفيل بمراقبة الاسواق المالية و حمايتها من التقلبات العنيفة و لاثار السلبية العميقة و الطويلة الاجل على النظام الاقتصادي و الاجتماعي ككل

خاتمة الفصل :

ان عملية تطوير البورصات الناشئة و تفعيل التكامل بينها و بين البورصات المتقدمة ستسهل حركة انتقال رؤوس الاموال الناشئة و المتقدمة داخل العالم لتشكيا بذلك ركنا اساسيا في عملية تمويل التنمية الدولية المشتركة و تعزيز التكامل للاقتصادي .

لذلك و من خلال هذا الفصل سنتطرق الى التكامل بين كفاءة البورصات المتقدمة و الناشئة بدراسة المقارنة بينهما (بورصة امريكا و ماليزيا) من خلال ثلاثة مباحث حيث يشمل المبحث الاول الاسواق المالية الماليزية (بورصة ماليزيا) اما المبحث الثاني يتضمن الاسواق المالية الامريكية (بورصة امريكا) لنتوصل في المبحث الثالث الى استنتاج و تحليل النتائج المدروسة .

الخاتمة العامة

تعتبر السوق المالية عامة و الناشئة و المتقدمو خاصة ركيزة اساسية من ركنات النشاط الاقتصادي و تظطلع بدور حيوي و مهم في دفع النمو الاقتصادي في الدول فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي و مجالاته ن و في الوقت عينه تتأثر به مما يحدث بالتالي أثارا جديدة، حيث تقوم بدور في غاية الاهمية في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة الحيوية، و يتم فيها الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي و الوحدات ذات الفائض المالي اي يتم فيها تدفق الاموال من تلك الوحدات المدخرة الى الوحدات المستثمرة، حيث يتم تنقل الاموال من الوحدات لديها فائض مالي و ليس لديها فرص استثمارية و لكن لا تتوفر فيها الاموال الكافية لاستثمار و توظيف هذه القروض، فهي تحوله من عاطل خامل الى رأسمال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار الذي يقوم بها الافراد او الشركات الاسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في اسواق الاوراق المالية. وذلك في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول الاوراق المالية، كنا تمثل الاطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة .

و في ظل التطورات التي شهدتها اسواق المالية نجد ان الاسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة اي تطور حاصل في الاسواق المالية المتقدمة سعيا للوصول لاندماج مع اكبر الاسواق المالية الدولية حيث احيطت الاسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين، و بعناية كبيرة ادى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها، و تحديد الخصائص التي تميزها عن الدول المتقدمة، نظرا للاهمية البالغة التي اصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الاموال الدولية .

اثبات الفرضيات:

- بانسبة للفرضية الاولى : تعتبر الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة ، نظرا لما تقوم به من وظائف و مهام التي تؤديها و المتمثلة اساس في ربط القطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز ، حيث تمثل حلقات نماء القطاع المالي في اي دولة

- بالنسبة للفرضية الثانية : يقيس مؤشر سوق الاوراق المالية مستوى الأسعار في السوق ، حيث يقوم على عينة من اسهم المنشآت التي يتداولها في اسواق رأس المال المنظمة او كلاهما ، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر ان يعكس الحالة التي عليها سوق راس المال و الذي يستهدف المؤشر قياسه

نتائج الدراسة :

لقد ابرزت هذه الدراسات الاهمية البالغة لعملية مقارنة بين البورصات الناشئة و البورصات المتقدمة و ايضا ضرورة تفعيل التكامل بين هذه البورصات في دعم التبادل التجاري بين الدولة الناشئة و المتقدمة، و خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا للنتائج التالية :

1- تعد الاسواق المالية الامريكية بورصة امريكا من اهم البورصات و اقواها حيث تعتبر الولايات المتحدة الامريكية من

2- تعد الاسواق المالية الامريكية بورصة امريكا من اهم البورصات و اقواها حيث تعتبر الولايات المتحدة الامريكية من اكبر الدول المتقدمة فهي تعد من اكبر المصدرين للقمح الطبيعي و فول الصويا و القمح و غيرها .

3-تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر، وهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح، إضافة إلى أنه سوق منظم يقام في مكان ثابت

آفاق البحث :

في اطار دراستنا لهذا الموضوع ، لاحظنا ان هناك العديد من المواضيع تحتاج الى المزيد من البحث والتحليل ، لذا نقترح بعض المواضيع الأتية كي تكون مواضيع ابحاث المستقبل :

- كفاءة البورصات المتقدمة و الناشئة
- اثر تغيير سعر الفائدة في الأسواق المالية الماليزية
- اثر بورصة نيويورك على النمو الاقتصادي
- استراتيجية تحول الاسواق المالية الناشئة الى متقدمة بامتياز

قائمة المراجع

1- الكتب :

1. أحمد بوراس، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006
2. حسين بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر، عمان، 2002
3. حمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية"، بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ، الجمعية العربية للبحوث
4. خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان 2000)
5. رمسية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، (2005-1425)
6. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007
7. ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006
8. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتب عين شمس، القاهرة، مصر، 1998 ،
9. صلاح الدين حسين السيبي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 1423-2003
10. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و اسواق الاوراق المالية، دار الشباب الجامعة، الاسكندرية، 2005
11. عباس كاظم الدعوي، السياسة النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2010
12. قطب مصطفى سانو، آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية و المصرفية الإسلامية- تجربة ماليزيا نموذجاً- بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوس الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون جامعة دبي 15-17 مايو 2005
13. لاقتصادية ، مصر، جامعة سطيف ، يومي 8 – 9 ماي 2004
14. محمود أمين زوبر، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء دنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000
15. نبيه فرج أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل و تقويم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009

16. نجلو فيناردوس، التمويل والمصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها ومستقبلها، ترجمة: أبوذرمحمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي والمطابع، المملكة العربية السعودية، 2009
باللغة الاجنبية :

1-Les rapports

17.Report Annuel De La Commission Bancaire 2005 , 2006 ,2007 ;2008

2- Les Revues

18.Justin Yifu Lin ,Shocks ,Crisis And Their Determinants ,Working Paper N 516,Economic Research Forum Egypt April 2010

2 - الملتفيلت و المؤتمرات :

19. بوراس احمد السعيد بريكة ، كفاءة الاسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي "سياسات التمويل و اثرها على الاقتصاديات والمؤسسات " دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006.
20. خليل عبد الرزاق و آخرون " التكامل بين الاسواق المالية العربية كاساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد "الملتقى الولي الاول اليورو اقتصاديات الدول العربية فرص و تحديات الاغواط 18 – 20 افريل 2005 .
21. مرابط ساعد، اسماء بلميهوب العولمة المالية و تأثيرها على اداء الاسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي "سياسات التمويل و اثرها على اقتصاديات و المؤسسات "دراسة حالة الجزائر و الدول النامية .بسكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006م

3- بالمجلات و البحوث :

22. ابراهيم الدقوسي السيد، التوزيع الامثل لمحفظه اسهم العادية في دولة نامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الادارة، المجلد الثالث، جده 1990
23. احمد الفيومي نضال، اثر خصائص الاسواق المالية الناشئة على اختبارات الكفاءة " دراسة تطبيقية على بورصة العمان، دراسات العلوم الادارية . المجلد 30، العدد 2، 2003.
24. الاطروحات و الرسائل :
25. رشيد بوكستاني، معوقات اسواق الاوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، مذكرة تخرج في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2005 – 2006 .
26. الصافي وليد احمد، الاسواق المالية العربية الواقع و الآفاق، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير 2003
- 4- مواقع الانترنت :

27. WWW.BSEINDIA.COM
28. WWW.EURONEX.COM
29. WWW.LIBRARY
30. WWW.NYSE.COM
31. WWW.OECD.ORG