

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY-ANNABA
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار-عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية
مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة

أطروحة دكتوراه
مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

تطور أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة و انعكاساته على
إقتصاديات دول الجنوب

الشعبة : مالية مؤسسة
للطالبة : صيد نوال

جامعة عنابة

أستاذ التعليم العالي

مدير الأطروحة : أ.د بن ثابت علي

أمام أعضاء اللجنة

أ- د. داحي عمار	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة عنابة
أ- د. بن ثابت علي	أستاذ التعليم العالي	مقررا	جامعة عنابة
أ- د. صالح عبد القادر	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة عنابة
أ- د. بو عزيز ناصر	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة قالمة
د- صاولي مراد	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة قالمة
د- أولاد زاوي عبد الرحمان	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة سوق أهراس

السنة الجامعية : 2018 / 2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

التصريح

أنا الممضيي أسفله الطالبة الباحثة : صيد نوال ، أصرح بشرف أن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة الدكتوراه الموسومة : " تطور أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة و إنعكاساته على إقتصاديات دول الجنوب " ، والمقدم لنيل شهادة دكتوراه علوم ، هو عمل أكاديمي خاص بي ، كما أنه غير مقدم لا جزءا منه و لا كله لأي مؤسسة علمية أخرى بهدف نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك ، و أتحمل المسؤولية كاملة عن كل ما جاء في مضمونه .

المعني: صيد نوال

الملخص :

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في النشاط الاقتصادي كونها أسلوب من أساليب التمويل، وقد شهدت

في السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا سواء من حيث الأدوات المالية أو من حيث قواعد التعامل في البورصات .

و تهدف الدراسة لتوضيح إنعكاسات التطور في أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية على إقتصاديات دول الجنوب بالتركيز على مقارنة مستوى تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر و المغرب و مدى مساهمته في إقتصاد البلدين خلال الفترة (2005-2015) .

و قد توصلت الدراسة لتأكيد الدور الهام لتطور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الإقتصادي من خلال العديد من القنوات، كما توصلت إلى الإختلاف الكبير في مستوى تطور الأداء بين بورصتي المغرب و الجزائر من خلال دراسة وتقييم مؤشرات الأداء ، حيث إتضح الدور الهام الذي تلعبه بورصة الدار البيضاء في تعبئة المدخرات و توجيهها لخدمة الإقتصاد المغربي ، على عكس بورصة الجزائر التي تعاني من العديد من المعوقات التي تجعلها غير قادرة على القيام بدور فعال في الإقتصاد الوطني .

الكلمات المفتاحية : أسواق الأوراق المالية، العولمة المالية، التحرير المالي، النمو الإقتصادي، المشتقات المالية، الأزمات المالية .

Résumé:

Les marchés financiers jouent un rôle important dans l'activité économique en tant que mode de financement. Ces dernières années, on assiste à un développement remarquable, à la fois en termes d'instruments financiers et en termes de règles de négociation en bourse.

L'Etude vise à clarifier les effets de l'évolution des marchés des valeurs mobilières, face à la mondialisation financière, sur les économies des pays du Sud en comparant le niveau de développement des marchés boursiers algérien et marocain et l'importance de leur contribution au sein des économies des deux pays pour la période 2005-2015.

L'Etude est arrivée à confirmer le rôle important du développement des marchés boursiers dans la réalisation de la croissance économique à travers de nombreux canaux et a également constaté, à travers l'étude et l'évaluation des indicateurs de performance, une différence significative dans le niveau de développement de la performance entre les bourses du Maroc et de l'Algérie, et a mis en évidence le rôle important joué par la Bourse de Casablanca dans la mobilisation de l'épargne et sa mise au service de l'économie marocaine, à la différence de la Bourse d'Alger, qui souffre de nombreux obstacles qui l'empêchent de jouer un rôle efficace dans l'Economie Nationale.

Mots-clés : marchés des valeurs mobilières, mondialisation financière, libéralisation financière, croissance économique, produits dérivés, crises financières.

Abstract:

Financial markets play an important role in economic activity as a mode of financing. In recent years, there has been a remarkable development, both in terms of financial instruments and in terms of trading rules.

The study aims to clarify the effects of the evolution of the securities markets, in the face of financial globalization, on the economies of the South countries by comparing the level of development of the Algerian and Moroccan stock markets and the importance of their contribution within savings from both countries for the period 2005-2015.

The study confirmed the important role of stock market development in achieving economic growth across many channels and also found, through the study and evaluation of performance indicators, a significant difference in the level of performance development between the Moroccan and Algerian stock exchanges, and highlighted the important role played by the Casablanca Stock Exchange in mobilizing savings and directing it to serve the Moroccan economy, unlike the Algiers Stock Exchange, which suffers from many obstacles which make it unable to play an effective role in the national economy.

Keywords: Stock markets , financial globalization ,financial liberalization , economic growth, derivatives, financial crises .

الإهداء

إلى والدي رحمه الله وأمي أطل الله عمرها

إلى زوجي و إخوتي

إلى طفلاي " أيوب " و " آدم "

وإلى كل من دعمني من قريب أو بعيد .

الشكر و التقدير

أشكر الله عز وجل الذي ثبت خطاي ، و ألهمني الطموح
أتقدم بأسمى عبارات التقدير و الإحترام، للأستاذ المشرف:
أ.د بن ثابت علي، على توجيهاته القيمة و دعمه المتواصل
لإتمام هذا البحث .

الصفحة	التعيين
	التصريح
I	ملخص باللغة العربية
II	ملخص باللغة الفرنسية
III	ملخص باللغة الإنجليزية
VI	الإهداء
V	الشكر
IIIX – IV	فهرس المحتويات
VX – IIIX	قائمة الجداول
IVX	قائمة الأشكال
IIVX	قائمة المختصرات
أ_د	المقدمة
1	الفصل الأول: أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي
2	تمهيد
3	المبحث الأول : مدخل لسوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول السوق المالي
3	أولاً: ماهية السوق المالي
5	ثانياً: أهمية السوق المالي
5	ثالثاً: أنواع السوق المالي
11	المطلب الثاني: الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال
11	أولاً: الأسهم
19	ثانياً : السندات
24	المطلب الثالث: الأدوات المالية المشتقة
24	أولاً: تعريف المشتقات المالية
25	ثانياً: أنواع المشتقات المالية
34	المبحث الثاني: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية و مؤشرات السوق
34	المطلب الأول: أساليب تقييم الأوراق المالية
34	أولاً: تقييم الأسهم
37	ثانياً: تقييم السندات

39	المطلب الثاني: العمليات في البورصة و دور الوسطاء
39	أولاً: أنواع الأوامر
41	ثانياً: دور الوسيط في البورصة
43	ثالثاً: نظام التداول الإلكتروني
44	المطلب الثالث: مؤشرات السوق المالي
44	أولاً: مفهوم و أنواع مؤشرات أسواق المال
45	ثانياً: الإستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق المال
46	ثالثاً: طريقة بناء المؤشرات
47	رابعاً: أهم المؤشرات في الأسواق المالية العالمية
49	المبحث الثالث: علاقة تطور أسواق الأوراق المالية بالنمو الإقتصادي
49	المطلب الأول: أساسيات حول النمو الإقتصادي و التنمية
50	أولاً: مفهوم النمو الإقتصادي و التنمية
53	ثانياً: نظريات النمو الإقتصادي
63	ثالثاً: مقاييس النمو الإقتصادي
64	المطلب الثاني: أثر تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي
64	أولاً: مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية
67	ثانياً: سوق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي
72	ثالثاً: العلاقة السببية بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي
76	المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في الإقتصاد
77	أولاً: قنوات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي
79	ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية للإقتصاديات النامية
81	خلاصة الفصل
82	الفصل الثاني: العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية
83	تمهيد
84	المبحث الأول : المدارس و النظريات المفسرة لتدويل رأس المال
84	المطلب الأول : المدرسة الإشتراكية و المدرسة الكلاسيكية
84	أولاً: المدرسة الإشتراكية
87	ثانياً: المدرسة الكلاسيكية
88	المطلب الثاني: المدرسة الكينزية و نظرية الفائض

89	أولاً: نظرية كينز
91	ثانياً: نظرية الفائض
92	المطلب الثالث: الليبرالية الجديدة
94	أولاً : المدرسة النقدية
95	ثانياً: مدرسة العرض
97	المبحث الثاني: العولمة المالية
97	المطلب الأول: ماهية العولمة المالية و تطورها تاريخياً
97	أولاً: مفهوم العولمة
99	ثانياً: عوامل تطور العولمة المالية تاريخياً
104	ثالثاً: مراحل العولمة المالية
107	المطلب الثاني: دوافع تطور العولمة المالية و أسسها
107	أولاً: دوافع تطور العولمة المالية
113	ثانياً: أسس العولمة المالية
115	المطلب الثالث: التحرير المالي
115	أولاً: أسباب ظهور نظرية التحرير المالي
116	ثانياً: عموميات حول التحرير المالي
119	ثالثاً: شروط نجاح التحرير المالي
122	المبحث الثالث: عولمة أسواق الأوراق المالية
122	المطلب الأول: مؤشرات و مظاهر العولمة المالية
122	أولاً: مؤشرات تنامي العولمة المالية
125	ثانياً: مظاهر العولمة المالية
128	المطلب الثاني: أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية
128	أولاً: أثر العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
131	ثانياً: تأثير سياسات التحرير المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة
137	المطلب الثالث: المكاسب و المخاطر التي تواجه الدول النامية نتيجة عولمة الأسواق المالية
137	أولاً: مزايا العولمة المالية
139	ثانياً: المخاطر التي تواجه الدول النامية في ظل عولمة الأسواق المالية
147	ثالثاً: التحديات التي تواجه الأسواق المالية في الدول النامية

148	خلاصة الفصل
149	الفصل الثالث: الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات
150	تمهيد
151	المبحث الأول: الابتكارات المالية في أسواق الأوراق المالية
151	المطلب الأول: المشتقات المالية بين المزايا و المخاطر
152	أولاً: أسباب ظهور و نشأة المشتقات المالية
153	ثانياً: الأهمية الإقتصادية للمشتقات المالية
154	ثالثاً: مزايا التعامل بالمشتقات المالية
155	رابعاً: تطور المعاملات في أدوات المشتقات المالية
157	خامساً: مخاطر المشتقات المالية
164	المطلب الثاني : دراسة حالة التوريق
164	أولاً: مفهوم التوريق
166	ثانياً: الفاعلون في عملية التوريق
169	ثالثاً: أهداف عملية التوريق
170	رابعاً: أنواع التوريق
171	المطلب الثالث: دور آلية التوريق في خلق الأزمة المالية
172	أولاً: تأثيرات آلية التوريق
173	ثانياً: دور التوريق في إحداث الأزمة
175	ثالثاً: التوريق و الأزمة المالية الأخيرة
178	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 و تداعياتها
178	المطلب الأول : الخلفية النظرية للأزمة المالية
178	أولاً: مفهوم الأزمة المالية
179	ثانياً: أنواع الأزمات المالية
180	ثالثاً: أسباب الأزمات المالية و الإقتصادية
182	رابعاً: أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية
190	المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية لسنة 2008
190	أولاً : تعريف
190	ثانياً : أسباب حدوث الأزمة
194	المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية الإقتصادية العالمية

194	أولاً: تداعيات الأزمة على الإقتصاد الأمريكي
196	ثانياً: آثار الأزمة على الإقتصاد العالمي
200	ثالثاً: تأثير الأزمة على الأسواق المالية العالمية
202	رابعاً: تراجع مؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم
205	المبحث الثالث: دور الحوكمة في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية
205	المطلب الأول: حوكمة الشركات المفهوم و المبادئ
205	أولاً: ماهية حوكمة الشركات
208	ثانياً: خصائص الحوكمة و أهدافها
210	المطلب الثاني: كفاءة أسواق الأوراق المالية
210	أولاً: مفهوم كفاءة السوق
210	ثانياً: الكفاءة الكاملة و الإقتصادية
211	ثالثاً: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
212	رابعاً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
213	خامساً: الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفؤ
214	المطلب الثالث: دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية
215	أولاً: مبادئ حوكمة الشركات كضابط من ضوابط سوق الأوراق المالية
216	ثانياً: دور الحوكمة في تحقيق كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية
217	ثالثاً: الحوكمة و شروط القيد في البورصة
218	رابعاً: لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و حوكمة الشركات
220	خلاصة الفصل
221	الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب و في الجزائر
222	تمهيد
223	المبحث الأول: تقييم تطور نشاط بورصة الدار البيضاء
223	المطلب الأول: تقديم بورصة الدار البيضاء
223	أولاً : التعريف بالبورصة
224	ثانياً : أهداف بورصة الدار البيضاء
226	ثالثاً: شروط الإدراج في البورصة
227	رابعاً: شركات البورصة
228	المطلب الثاني : الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء و أهم الإصلاحات

228	أولاً: الشركات المدرجة
232	ثانياً: الإصلاحات التي شهدتها بورصة الدار البيضاء
234	المطلب الثالث: تطور نشاط بورصة الدار البيضاء
234	أولاً: قيمة تبادل الأسهم
237	ثانياً: رسملة السوق لبورصة الدار البيضاء
240	ثالثاً: تطور مؤشر مازي
242	رابعاً: سوق السندات
245	المبحث الثاني: تقييم تطور نشاط بورصة الجزائر
245	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر
245	أولاً: التعريف بالبورصة
248	ثانياً: أسواق البورصة
249	المطلب الثاني: الإدراج و التسعير في بورصة الجزائر
249	أولاً: شروط القبول و مزايا الإدراج
252	ثانياً: الشركات المدرجة
253	ثالثاً: التسعيرة في بورصة الجزائر
255	المطلب الثالث: تطور نشاط بورصة الجزائر
255	أولاً: حجم تبادل الأسهم
258	ثانياً: تطور القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر
261	ثالثاً: تطور رسملة السوق
264	رابعاً: تطور سوق السندات في الجزائر
274	المبحث الثالث: تقييم أداء بورصة المغرب و بورصة الجزائر
274	المطلب الأول: مقارنة مؤشرات الأداء للبورصة المغرب و الجزائر
274	أولاً: مؤشرات حجم السوق
279	ثانياً: مؤشرات السيولة
283	المطلب الثاني: إستراتيجيات تنمية و تطوير بورصة المغرب
283	أولاً: الإنفتاح على الصعيد الدولي
285	ثانياً: تنمية البورصة على المستوى المحلي
287	المطلب الثالث: المشاكل و التحديات التي تعيق تطور البورصات المغاربية
287	أولاً: العوامل التي تعيق تطور بورصة الجزائر

290	ثانيا: الصعوبات التي تواجه بورصة المغرب
292	ثالثا: المعوقات و التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية المغربية
300	خلاصة الفصل
301	الخاتمة
309	المراجع

قائمة الجداول :

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1_1)	المقارنة بين العقد المستقبلي و العقود الآجلة	27
(2_1)	مزايا المبادلات و عيوبها	31
(3-1)	مقارنة بين عقود الخيار و العقود المستقبلية	33
(1_2)	تطور حجم السوق الأوروبية للإئتمان	93
(2_2)	متوسط تدفق رؤوس الأموال خلال الفترة (1996-2000)	106
(3_2)	حجم القروض الدولية (1974_1980)	113
(4_2)	حجم التعامل بالأدوات المالية المشتقة (2001 - 2010)	127
(5_2)	تدفقات رؤوس الأموال الناشئة (1990_1997)	129
(6_2)	نسبة الأرباح المحققة في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا خلال سنة 1994	132
(7_2)	تطور مؤشرات البورصة المركبة للأسواق الناشئة خلال الفترة(1992_1998)	134
(8_2)	القيمة السوقية و قيمة الأسهم و معدل دوران الأسهم في دول مختارة للفترة (1994 - 1999)	135
(1_3)	تطور المعاملات في المشتقات المالية في سنة 1998 وفي الربع الأول و الثالث من سنة 2008	156
(2_3)	التغير في نموذج إدارة المخاطر من خلال عملية التوريق	166
(3_3)	توقعات منظمة التعاون الإقتصادي بشأن تداعيات الأزمة على الإقتصاد العالمي خلال (2008_2009)	198
(4_3)	تراجع نشاط البورصات العالمية سنة 2009	200
(5_3)	أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عامي 2008_2009	204
(1_4)	شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء	226
(2_4)	الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء	229

234	القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)	(3_4)
236	القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)	(4_4)
237	رسملة بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)	(5_4)
238	رسملة بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)	(6_4)
240	تطور مؤشر مازي بالدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)	(7_4)
241	تطور مؤشر مازي بالدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)	(8_4)
242	قيمة تبادل السندات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)	(9_4)
243	قيمة تبادل السندات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)	(10_4)
252	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	(11_4)
255	حجم تبادل الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2009)	(12_4)
256	حجم تبادل الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2015)	(13_4)
258	القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة مابين (2005-2009)	(14_4)
260	القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة مابين (2010-2015)	(15_4)
261	رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)	(16_4)
262	رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)	(17_4)
264	حجم السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)	(18_4)
266	حجم تبادل السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)	(19_4)
268	القيمة المتبادلة للسندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)	(20_4)

270	القيمة المتبادلة للسندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)	(21_4)
272	إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)	(22_4)
273	إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)	(23_4)
274	مؤشرات حجم السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015)	(24_4)
279	مؤشرات السيولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2015)	(25_4)

قائمة الأشكال :

الرقم	العنوان	الصفحة
(1_1)	مخطط لتقسيمات الأسواق المالية	10
(2_1)	النهج النظري لتمويل النمو وفق Ross Levine	69
(1_3)	دور المتدخلون في عملية التوريد	168
(1_4)	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	225
(2_4)	تطور قيمة مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2015-2005)	242
(3_4)	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	247
(4_4)	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة	253
(5_4)	عملية إقتناء السندات في بورصة الجزائر	254
(6_4)	عدد الشركات المدرجة في بورصة المغرب و الجزائر خلال الفترة (2015-2005)	276
(7_4)	نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر و المغرب خلال الفترة (2015-2005)	276
(8_4)	نسبة حجم التداول ف بورصة الجزائر و المغرب الجزائر خلال الفترة (2015-2005)	280
(9_4)	معدل الدوران في بورصة الجزائر و المغرب الجزائر خلال الفترة (2015-2005)	280

قائمة المختصرات

الرمز	المعنى باللغة الأصلية	المعنى باللغة العربية
FMI	International Monetary Fund	صندوق النقد الدولي
GATT	General Agreement on Tariff and Trade Tariff	الإتفاقية العامة لتعريف الجمركية و التجارة
GATS	General Agreement on Trade in Services	الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات
FDI	direct foreign investment	الإستثمار الأجنبي المباشر
FPI	Foreign investment in the portfolio	الإستثمار الأجنبي في المحفظة
IFC	International Finance Corporation	مؤسسة التمويل الدولية
SSPE	Securitisation Special purpose entity	مؤسسات خاصة لغرض التوريق
FCC	Fond commun de créances	الصندوق المشترك للديون
MBS	Mortgage-backed securities	سندات مضمونة بالرهن العقاري
ABS	Asset-Backed securities	الأوراق المالية المضمونة (المدعومة) بالأصول
CDO	collateralised debt obligations	إلتزامات الديون المضمونة
OCDE	Organization for Economic Cooperation and Development	منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية
COSOB	Commission d'organisation et de Surveillance des operations de bourse	لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة
SGBV	Société de Gestion de la bourse des Valeurs	شركة تسيير بورصة القيم
WFE	World Federation of Exchanges	الإتحاد العالمي للبورصات
ABFA	Association des bourses africaines	جمعية البورصات الإفريقية
UBA	Union des bourses arabes	إتحاد البورصات العربية

المقدمة

1- مدخل للدراسة :

إن أبرز سمات الإقتصاد العالمي في الوقت الراهن تتمثل في حركة السلع و الخدمات و رأس المال و المعلومات و الأيدي العاملة عبر الحدود الوطنية و الإقليمية و المرتبطة بتطور تكنولوجيا الإتصال ، والتي تسارعت وتيرتها خلال عقد السبعينات من القرن العشرين و ذلك بعد قيام منظمة التجارة العالمية التي تعتبر أداة و وسيلة لها أهميتها في تنظيم و تشجيع التجارة الدولية و بالتالي إسهامها في عولمة الإقتصاد و قد عجل هذا الواقع ظاهرة العولمة التي تعتبر ظاهرة شمولية لها أبعاد متعددة ، إلا أن عقد التسعينات أبرز ميلاد ما يسمى بـ " العولمة المالية " و التي يرى البعض أنها أبرز تجليات ظاهرة العولمة حيث زادت رؤوس الأموال الدولية بمعدلات تفوق بكثير معدلات الدخل العالمي .

إن ظاهرة العولمة المالية بما تعكسه من زيادة حركية في تنقل رؤوس الأموال قد تحمل معها مخاطر عديدة ، كما أنها قد تجلب معها فوائد إذا أحسن التصرف فيها تعود بالنفع على الإقتصاد العالمي، بشكل عام وعلى الدول النامية بشكل خاص ، لأن نمو هذه الأخيرة أصبح شرطا ضروريا لتحقيق الاستقرار و النمو للإقتصاد العالمي و لتضييق الهوة بين الشمال و الجنوب وهو ما يفترض .

فالمؤسسات المالية و أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ليست بمعزل عن تلك التطورات التي طالت الأسواق المالية الدولية ، و ما لازمها من إختلال التوازن في الإقتصاديات الكلية، و برزت من خلالها العلاقة بين التطورات في القطاع المالي، و التغييرات في أوضاع الإقتصاد الكلي ، خاصة في مجالات السياسات الاقتصادية و النقدية و المالية المبنية على الكبح المالي و التدخل المباشر في الرقابة على النظم المالية خاصة في تحديد أسعار الفائدة و السقوفات الإئتمانية ثم التحول دون تدرج إلى سياسات التحرير المالي و رفع القيود على نشاط القطاع المالي و تحرير أسواق رؤوس الأموال، و بالضبط الأسواق المالية التي كانت رائدة في هذه التحولات و أصبحت مهيمنة و ذلك على حساب الإقتصاد الحقيقي ، كما أن أغلبية الدول النامية و الناشئة كانت تمارس سياسات الكبح المالي و الاعتماد على الأدوات المباشرة في إدارة الإقتصاد و السياسات النقدية في ظل إدارة الدولة للاقتصاديات الاشتراكية التي إنتهجتها معظم الدول النامية و الناشئة منذ الستينات و جزء من عقد السبعينات، و قد تم البدء في عمليات التحرير المالي و محاولة الإنفتاح على الأسواق الخارجية قبل تهيئة إقتصادياتها المالية للتعامل مع بيئة التحرير تحت قيادة المؤسسات النقدية الدولية فتعرضت الدول النامية و الناشئة إلى صعوبات و أزمات إقتصادية و مالية .

في ظل مثل هذا الوضع الماليء بالأزمات الإقتصادية و المالية، دخلت الدول النامية عهد العولمة، التي ظهرت نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة و المستقبل لها، حيث قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، و قد دعم هذا الإتجاه التوجه العالمي في إطار إتفاقيات تحرير التجارة في الخدمات المالية وإزالة القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال، و قد ترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية وشأن ذلك دول جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية في مطلع السبعينات، و أصبحت تجمعها وسائل الإتصال و الثورة التكنولوجية و تقنية المعلومات و الاتصالات ، كما أدى إنخفاض تكاليف المعاملات و إبتكار أدوات جديدة إلى حدوث نمو كبير في المعاملات المالية .

و لم يعد أمام الدول النامية خيار سوى تهيئة هياكلها الإقتصادية و بيئة عمل نظمها المالية بالتماس أسباب تكنولوجيا المعلومات و بالعمل وفق خطة إستراتيجية تمكنها من تجاوز التهميش، فالإقتصاد الجديد يركز على القدرة على التنافس المحلي و الإقليمي .

و لمواجهة تلك التطورات المتضمنة فرصا و تهديدات إتخذت العديد من الدول مجموعة من الإجراءات تهدف من خلالها إلى تحسين أداء القطاع المالي عامة و أسواق الأوراق المالية خاصة ، وتفعيل دورها لما له من أهمية بالغة في مسيرة التنمية الإقتصادية المستدامة، بإعتباره يقوم بتمويل البرامج التنموية ، فلقد حظيت الأسواق المالية في العصر الحديث و خاصة بعد العولمة بمكانة هامة في إقتصاد الدول الذي يقاس بمستوى تطور نشاط سوقها المالي حيث يعتبر مرآة تعكس الصورة الحقيقية للإقتصاد ، كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة في تقييم إقتصاد أي دولة .

ويهدف بحثنا هذا إلى تسليط الضوء على الدور الذي يلعبه التطور في سوق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية على النمو الإقتصادي .

2_ إشكالية البحث :

و بغرض إثراء هذا الموضوع نطرح الإشكال الرئيسي التالي :

فيما تتمثل إنعكاسات التطور في أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية على إقتصاديات الجنوب ؟

و إنطلاقا من التساؤل الرئيسي حددنا مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية :

1- ما مدى دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي ؟

2_ ما إنعكاسات العولمة المالية على أسواق الأوراق المالية ؟

3_ ما هو الدور الذي تلعبه الابتكارات المالية في أسواق الأوراق المالية في ظل العولمة المالية ؟

4_ كيف يمكن تقييم أداء أسواق الأوراق المالية المغربية ؟

3_ الفرضيات :

1_ لتطور سوق الأوراق المالية دور مهم في تحقيق النمو الإقتصادي وتوجد علاقة متبادلة بينهما .

2_ على الرغم من ما أحدثته ظاهرة العولمة المالية من آثار إيجابية على أداء أسواق الأوراق المالية من خلال إجراءات التحرير المالي و التطور في الأدوات المالية المتعامل بها إلا أنها تشكل تداعيات سلبية .

3_ تلعب الابتكارات المالية دورا هاما في تغطية المخاطر و بالرغم من ذلك قد تؤدي إلى حدوث أزمات مالية خطيرة .

4_ تطور أداء أسواق الأوراق المالية في بعض الدول المغربية إلا أن دوره في الجزائر لا يزال محتشما .

4_ أهمية الدراسة :

تستمد أسواق الأوراق المالية أهميتها من دورها المتعدد الأوجه في النشاط الإقتصادي و ذلك من خلال جمع المدخرات و توجيهها لخدمة الإقتصاد ، وتمويل الشركات و المشاريع الإستثمارية إلا أنه و لمواكبة التحولات المالية في ظل العولمة لجأت الكثير من الدول لعمليات التحرير المالي و إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، ورغم أهمية تلك التدفقات بالنسبة للتنمية الإقتصادية إلا أنها تحمل معها العديد من المخاطر و كان لها دورا هام في حدوث الأزمات المالية التي شهدتها المصارف و أسواق الأوراق المالية .

5_ الهدف من الدراسة :

يمكن حصر الأهداف التي تسعى الدراسة للوصول إلى تحقيقها كما يلي :

- التعرف على أهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية التقليدية و الحديثة .

- تقييم دور سوق الأوراق المالية في تنشيط الإقتصاد و تحقيق النمو الإقتصادي .

_ إبراز مدى إنعكاس العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية .

_ الوقوف أمام دور الابتكارات المالية في تغطية المخاطر و ما تسببه من خلق أزمات مالية .

- تقييم أهم التطورات التي حدثت في أسواق الأوراق المالية عند بعض الدول المغاربية .

6_ حدود الدراسة :

يهتم البحث بدراسة أثر العولمة المالية على تطور أسواق الأوراق المالية و إنعكاسات ذلك التطور على النمو الإقتصادي في بلدان مغاربية و ذلك بمقارنة بعض المؤشرات المتعلقة بأداء أسواق الأوراق المالية و تنميتها .

أما عن الحدود المكانية في الدراسة فتمثلت في دولتين مغاربتين وهما المغرب و الجزائر كعينة من دول الجنوب . أما الحدود الزمنية فقد إقتصرت على الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية سنة 2015 .

7_ منهج الدراسة :

إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال جمع البيانات و تلخيص المعلومات المتعلقة بالدراسة ولغرض تحديد مفهوم المتغيرات الأساسية في البحث من خلال عرض دوافع العولمة المالية و مظاهرها وتأثيراتها على أسواق الأوراق المالية، و علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الإقتصادي ، كما تم الإعتماد على منهج دراسة حالة لكل من سوقي الأوراق المالية لدار البيضاء و الجزائر .

8_ الدراسات السابقة :

1_دراسة Wan-Chun Liu and Chen-Min Hsu سنة 2004 : بعنوان

"The role of financial development in economic growth: The experiences of Taiwan, Korea, and Japan "

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين التنمية المالية والنمو الإقتصادي في ثلاث إقتصاديات آسيوية و هي

تايوان و كوريا و اليابان ، حيث تعرضت لأهمية التنمية المالية و الإستقرار، و أكدت على دور التمويل و الهيكلة المالية بما في ذلك البنوك و أسواق الأوراق المالية ، وكذلك درجة مساهمة رأس المال الدولي في عمليات النمو الإقتصادي. و توصلت الدراسة إلى أن إرتفاع معدلات الإستثمار ساهم في النمو الإقتصادي في اليابان و كان لتطور أسواق الأوراق المالية لآثار إيجابية على النمو الإقتصادي في التايوان إلا أن الإقتصاد التايواني واجه الأزمة المالية الآسيوية بعد إزالة القيود على العملات الأجنبية، كما أكدت الدراسة أن لإرتفاع حركة رؤوس الأموال آثار سلبية على البلدان الأخرى .

2_ دراسة Gugliemo Maria Caporale سنة 2004 : بعنوان

"Stock Market Development and Economic Growth : The causal Linkage "

تناولت هذه الدراسة وجود علاقة سببية بين تطور و تنمية سوق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي خلال الفترة (1977_ 1998) في عينة تضم 7 دول أغلبها دول نامية ، ومن خلال إستخدام نماذج الإقتصاد القياسي و توصلت الدراسة إلى أن وجود سوق للأوراق المالية نشط يؤثر إيجابيا على النمو الإقتصادي على المدى الطويل .

3- دراسة ذكرياء يوسف صوفان سنة 2007 : بعنوان " أثر تطور القطاع المالي على النمو الإقتصادي في الأردن للفترة ما بين 1978 - 2004 " تناولت هذه الدراسة أثر تطور القطاع المالي على النمو الإقتصادي في الأردن، من خلال تحديد الروابط التي تصل بين تأثير تطور القطاع المالي و تحقيق النمو الإقتصادي، و أثر هذا التطور على النمو الإقتصادي .

و لقد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد أثر إيجابي لتطور القطاع المالي على النمو الإقتصادي خلال فترة الدراسة ، أما عند دراسة حالة بورصة عمان فقد كانت نتائجها أن زيادة معدل الدوران له أثر إيجابي في زيادة النمو الإقتصادي في الأردن .

4- دراسة " Abu Nurdeen " سنة 2009 بعنوان :

"Does stock market development raise economic growth ? evidence from nigeria ."

و تطرقت الدراسة فيما إذا كان تطور سوق الأوراق المالية يعمل على رفع معدل النمو الإقتصادي في نيجيريا، عن طريق إستخدام أسلوب تصحيح الخطأ وتشير النتائج إلى أن تطوير سوق الأوراق المالية يزيد من النمو

الإقتصادي و شملت التوصيات إزالة العقبات التي تعترض تطوير سوق الأوراق المالية كتعزيز قدرة لجنة نيجيريا لبورصة الأوراق المالية لتسهيل نمو سوق الأوراق المالية و إستعادة ثقة المشاركين في سوق الأوراق المالية .

5_ دراسة أيمن محمد سعيد يوسف سنة 2011 : بعنوان " تأثير التطور المالي على النمو الإقتصادي في الأردن 1980 _ 2009 " ، تناولت الدراسة تحليل أثر العلاقة بين التطور المالي و النمو الإقتصادي

في الأردن، كما قام الباحث بتحديد العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل و القصير ،

وأظهرت النتائج أنه توجد علاقة سببية ثنائية بين التطور المالي و النمو الإقتصادي في الأردن، وأنه من المتوقع أن يلعب التحرر الإقتصادي و زيادة الإستثمارات الأجنبية و المزيد من التطورات المالية في الأردن دورا مهما في تحفيز معدلات النمو الإقتصادي .

6_ دراسة فاطمة صالح الهمشيري 2012 : " أثر التطور المالي و الإستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو الإقتصادي 1980 _ 2010 " ، تناولت هذه الدراسة أثر الإستثمارات الأجنبية المباشرة و التطور المالي على النمو الإقتصادي في الأردن بالإضافة إلى معرفة أثر التصحيح الإقتصادي و التحرر المالي على النمو الإقتصادي من خلال استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية اللازمة .

وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لكل من الائتمان الممنوح و للقطاع الخاص و الإنفاق الحكومي

على النمو الاقتصادي في الأردن، كما أوضحت نتائج الدراسة أن هناك أثر للتصحيح الإقتصادي و التحرر المالي على النمو الإقتصادي في الأردن .

8_ هيكل الدراسة :

لغرض الإجابة على عناصر الإشكالية تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول بالإضافة إلى خاتمة تضمنت النتائج و التوصيات، جاء الفصل الأول بعنوان " أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي"

و تناول المبحث الأول فيه الخلفية النظرية لأسواق الأوراق المالية، أما عن المبحث الثاني فقد تعرض لآليات التعامل في سوق الأوراق المالية و مؤشرات السوق، أما المبحث الثالث فق تناول علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الإقتصادي .

بالنسبة للفصل الثاني بعنوان " العولمة المالية و إنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية " و الذي قسم بدوره إلى ثلاث مباحث تناول المبحث الأول فيه النظريات المفسرة لتدويل رأس المال أما المبحث الثاني فقد تناول العولمة المالية من حيث المفهوم و الدوافع، ثم المبحث الثالث الذي تطرق إلى عولمة أسواق الأوراق المالية.

بالنسبة للفصل الثالث بعنوان الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات و قسم إلى ثلاث مباحث تناول المبحث الأول أدوات التحوط من المخاطر المالية ، أما المبحث الثاني فقد تعرض الأزمة المالية لسنة 2008 ، وجاء في المبحث الثالث الحوكمة و دورها في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية .

أما بالنسبة للفصل الرابع بعنوان مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب و الجزائر حيث تناول المبحث الأول سوق الأوراق المالية بالمغرب من حيث التعريف ببورصة الدار البيضاء و ثم تقييم تطور نشاط البورصة ، و تعرض المبحث الثاني لبورصة الجزائر من حيث التعريف بها ثم تقييم تطور نشاطها أما المبحث الثالث فتناول مقارنة لأداء كل من بورصتي المغرب و الجزائر و مدى مساهمة كل منهما في الإقتصاد من خلال دراسة بعض المؤشرات، ثم التطرق لأهم التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية في البلدان المغربية كونها من دول الجنوب مع التركيز على الجزائر .

الفصل الأول

أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو
الإقتصادي

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

تمهيد :

تلعب الأسواق المالية دورا حيويا في تعبئة المدخرات و الموارد و تهيئتها للإستثمار و كذا بعث الحيوية في قطاعات الإقتصاد المختلفة من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الإستثمار المتاحة للمستثمرين، و لقد شهدت الأسواق المالية تطورا هائلا خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة ، أو من حيث تقسيمات السوق و أنظمة التعامل فيه ، ولقد قسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث تناولت مايلي :

_ مدخل لسوق الأوراق المالية .

_ آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

- علاقة تطور أسواق الأوراق المالية بالنمو الإقتصادي

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المبحث الأول : مدخل لسوق الأوراق المالية

يتناول هذا المبحث مفاهيم عامة حول أسواق الأوراق المالية حيث قسم إلى ثلاثة أجزاء يتعرض جزءه الأول إلى ماهية السوق المالي من حيث المفهوم و النشأة ، أما الجزء الثاني فقد تناول الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال و في جزءه الأخير تناول الأدوات المالية المشتقة .

المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول السوق المالي

إن السوق المالية من أهم أساليب التمويل و تعكس حقيقة الأوضاع الإقتصادية للدولة ما ، كما تعكس حقيقة الشركة المقيدة بها ، وسوف نحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على مفهوم السوق المالي بالإضافة لأهميته و أنواعه المختلفة .

أولاً : ماهية السوق المالي

1_ مفهوم السوق المالي : ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث يجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية تعد متداولة فيه¹.

2- التطور التاريخي للأسواق المالية : مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل ، فالسوق المالي هي مصطلح معرب بكلمة بورصة التي هي كلمة لاتينية تعني الكيس المخصص لحمل النقود ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها .

كما تعني أيضاً المكان التي يجتمع فيه دورياً تجار المدينة البلجيكية bourses vanda

في منتصف القرن السادس عشر وتستند فكرة الأسواق المالية على نظرية (ادم سميث) التي تقوم على فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج

مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج ، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية وقد جاءت تسمية

¹خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق (2013)، مدخل إلى الأسواق المالية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ص 71 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى (أسواق السلع، أسواق العقارات)

إلا أنها قد تطورت بشكل كبير سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق .

ويمكن إيجاز مراحل تطور الأسواق المالية كالآتي :

المرحلة الأولى : تميزت هذه المرحلة بوجود عدد من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى ذلك اتساع المعاملات التجارية ، ما أدى لكبر حجم المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة ، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، الأمر الذي ألزم اللجوء للبنوك الاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب تقع على عاتق المقترض .

المرحلة الثانية : تميزت ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى ، أما المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لتوجيهات البنك المركزي لذا أصبحت القروض المقدمة من البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها¹ .

المرحلة الثالثة : عرفت هذه المرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط أو الطويل الأجل كالبنوك الصناعية والزراعية و العقارية وبنوك التنمية والاستثمارات وعملت هذه البنوك على إصدار سندات طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لتمويل المشاريع المختلفة كما تقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة .

المرحلة الرابعة : شهدت هذه المرحلة ظهور الأسواق النقدية و زيادة تداول الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي مع السوق المالي .

¹ حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة (2013)، الأسواق المالية ، بورصة الأسهم و السندات المالية، بدون طبعة، دار زهران للنشر و التوزيع ، عمان ،الأردن ، ص 15 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المرحلة الخامسة : تميزت باندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات .

ثانياً_ أهمية السوق المالي: تكمل أهمية الأسواق المالية فيما يلي¹ :

تعبئة الموارد المالية : الأمر الذي يعمل على تشجيع المدخرين لتعظيم عوائد مدخراتهم .

_ نشر سلوك الاستثمار: وذلك بملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تقام في الأسواق المالية مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات المختلفة .

_ ضمان التوازن بالحفاظ على النمو المستقر لعوائد الأدوات الاستثمارية عن طريق عمليات التحوط .

_ تعتبر مرجعا أساسيا وموثوقا لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد .

_ تطبيق الإفصاح والشفافية في الأسواق المالية ما أوجب الشركات على الإفصاح ومراقبة عمليات التبادل مما جعل من السوق مناخا استثماريا يتسم بالشفافية .

_ تسهيل عمليات التبادل فيما بين الأشخاص والمؤسسات كأطراف اقتصادية .

_ ربط الأنشطة القصيرة الأجل بالأنشطة طويلة الأجل ما يساهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية في الأسواق المالية .

_ تقديم النصائح والمشورة للشركات المصدرة للأوراق المالية المتنوعة وذلك من خلال إطاراتها المؤهلة لذلك بالإضافة لقيامها بتحليل عوامل العرض والطلب لتلك الأدوات .

ثالثاً_ أنواع أسواق المال : يقسم البعض سوق المال إلى قسمين سوق نقد وسوق رأس المال

1_ سوق رأس المال : يعرف سوق رأس المال أو سوق الأوراق المالية (محل الدراسة) بأنه مجال التعامل بالصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل، ويعمل في هذا السوق بنوك الاستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والادخار¹.

¹ خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق ، مرجع سبق ذكره ، ص 164

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

تعريف سوق الأوراق المالية : هو عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا و شراءا على النحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها للمجالات الإستثمارية التي يحتاجها الإقتصاد القومي². و عادة يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية :

أ_السوق الأولية : و هو السوق المالية التي تعرض عليها إصدارات جديدة من الأوراق المالية أو الأسهم أو السندات من قبل الشركات أو الدول³.

والسوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية الجديدة التي يتعامل بها لأول مرة والمهمة الأساسية لهذه السوق هي تمويل المشاريع الجديدة عن طريق بيع سنداتها أو أسهمها لأول مرة زيادة رأسمالها بغرض التوسيع نشاطها أو عقد قرض جديد، وعادة ما تتم عملية إصدار الأوراق المالية عبر مؤسسات متخصصة تدعى مؤسسات الإصدار⁴.

فالسوق الأولى يعمل على تسهيل عملية تكوين رؤوس الأموال للمنشآت الجديدة وعملية زيادة رؤوس أموال للمنشآت التي تصدر أسهما جديدة من خلال تسهيل عملية الاكتتاب في هذه الأسهم⁵. والسوق الأولية ليست أسواقا بمعنى الكلمة إنما هي العمليات التي يتم فيها بيع الإصدارات الأولى لأسهم والسندات

أو اذونات الخزينة إلى غير ذلك، فالبانك المركزي عندما يطرح سندات لع هذه العملية تتم من خلال سوق رأس المال الأولية وعندما تصدر وزارة المالية أذونات الخزينة فذلك من عمليات الأسواق النقدية الأولى، فاذا تعلق الأمر بإصدار أدوات مالية قصيرة الأجل فهي سوق أولية من السوق النقدي أما اذا كانت الأداة لأجل طويل فهي سوق أولية من أسواق رأس المال .

ب_ السوق الثانوية : وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم التعامل بها من قبل في السوق الأولية، فالدور الأساسي للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة

¹ عاطف وليام أندراوس (2007): أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، مصر، ص17

² عصام حسين (2010): أسواق الأوراق المالية ، البورصة ، ط1، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن، 2010، ص 17

³ Frederic Mishkin, christian bordes, pierre-cyrille hautcoeur, dominique lacoue-labarthe (2004), Monnaie, banque et marchés financiers, 7eme édition , pearson education, france , p 33

⁴ ناجي جمال (2012): مبادئ الإستثمار في أسواق التمويل، ط1، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، ص28

⁵ زياد رمضان ، مروان شموط (2008) ، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، مصر، ص 14

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

تسهيل الاستثمارات وتحقيق السيولة وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية هذا بالنسبة لبائعي الأوراق المالية .

أما بالنسبة للمستثمر في هذه الأوراق فتكون الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية هي الادخار من خلال استبدال النقود بأوراق مالية، كما أن تداول الأوراق المالية يتم إما في البورصة وهي سوق منظمة أو من خلال وسطاء متخصصين كالبنوك والسماسرة¹ .

2_ سوق النقد : يتمثل في الأسواق التي يتم من خلالها عمليات الإقراض أو الاقتراض فيما بين البنوك المحلية والمؤسسات المحلية الأخرى².

وهو مكان التقاء المدخرات المتراكمة والحاجات الاستثمارية ويتم تبادل النقد بين الطرفين من خلال عمليات إقراض متعددة الأشكال وتداول أوراق مالية جميعها لأجل قصير أي أقل من سنة³ .

وتعرف أيضا بأنها الأسواق التي بموجبها إصدار تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتتركز على عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة نقل عن عام ، ويتولد عرض الأموال من طرف كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من طرف الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة مقابل دفع فائدة ما⁴.

ب- سياسة إعادة الخصم، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي بخصم ما لدى البنوك التجارية من كمبيالات أو أدونات الخزينة ، ويقوم بتقديم قروض وسلف مضمونة للبنوك التجارية بمقابل خصمه للأوراق التجارية الموجودة لدى هذه البنوك ويتقاضى البنك المركزي فائدة مقابل ذلك.

مميزات السوق النقدية : يتسم السوق النقدي ببعض المزايا منها :

1_ المرونة العالية مقارنة بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة وما يتمتع به من انخفاض في لدرجة المخاطرة وسرعة الاستجابة لتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر ويعظم العوائد.

¹ زياد رمضان ، مروان شموط ، مرجع سبق ذكره ، ص 14

² حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 36

³ ناجي جمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 21

⁴ حوحو فطوم (2017)، السياسات الاقتصادية و السوق المالي، سياسات تفعيل السوق المالي، السوق المالي السعودي نموذجاً، ط1، دار الحامد للنشر و التوزيع ،عمان ،الأردن ، ص 35 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

2- السيولة المرتفعة لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه، فهذه الأدوات لا تتجاوز مدة الاستثمار فيها السنة المالية الواحدة.

3_ انخفاض درجة المخاطرة وذلك لسببين هما :

أ- انخفاض درجة المخاطرة في السوق النقدية والتي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وبمأن الأدوات التعامل بها قصيرة الأجل ، فأبي تغيير يحدث في أسعار الفائدة يترك أثارا محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة، وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها، قبل موعد استحقاقها¹.

ب_ تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي تتعلق باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه في موعد استحقاقه، ونظرا لأن الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مصدرة من قبل مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية كالبنوك التجارية أو البنك المركزي أو المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات العجز عن سداد الدين منخفضة جدا .

3- **الأسواق المستقبلية أو الآجلة :** وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل، والهدف من هذه العقود الحد من المخاطر التي قد يتعرض اليها المستثمر بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل².

وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات السوق المالية الرئيسية كالأسهم والسندات³.

4_ **الأسواق الحاضرة أو فورية :** وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة وقد تكون الأسواق الفورية أسواق نقدية أو أسواق رأس المال حسب طبيعة الأدوات التي يتم التعامل بها .

5- **السوق المنظمة :** ويقصد بالأسواق المنظمة البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق وفق شروط معينة وتسمى أيضا بالأسواق الثانوية⁴ .

¹ صلاح الدين شريط (2014)، مبادئ الأسواق المالية ، ط1 ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ص 47

² المرجع نفسه ، ص 28

³ جوحو فطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 31

⁴ صلاح الدين شريط ، مرجع سبق ذكره ، ص 26

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

6- الأسواق غير المنظمة : وهي السوق غير الرسمي وتعرف أيضا بالسوق الموازية ، حيث يتم في هذه الأسواق التعامل بأسهم الشركات غير الدرجة وهي الشركات التي لم تستوف بعد شروط الإدراج التي تطلبها البورصة للتعامل في السوق المنظمة ويطلق عليها المعاملات على المنضدة ، ولا يوجد مكان محدد لإجرائها ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض وتنظم هذه السوق ما يلي :

7_ السوق الثالث : وتضم بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة وسبب هو خفض معدلات العمولة من طرف بيوت السمسرة لكون العمليات محدودة مع عدم التزامهم بدفع أي رسوم كما هو معمول به في الأسواق المنظمة .

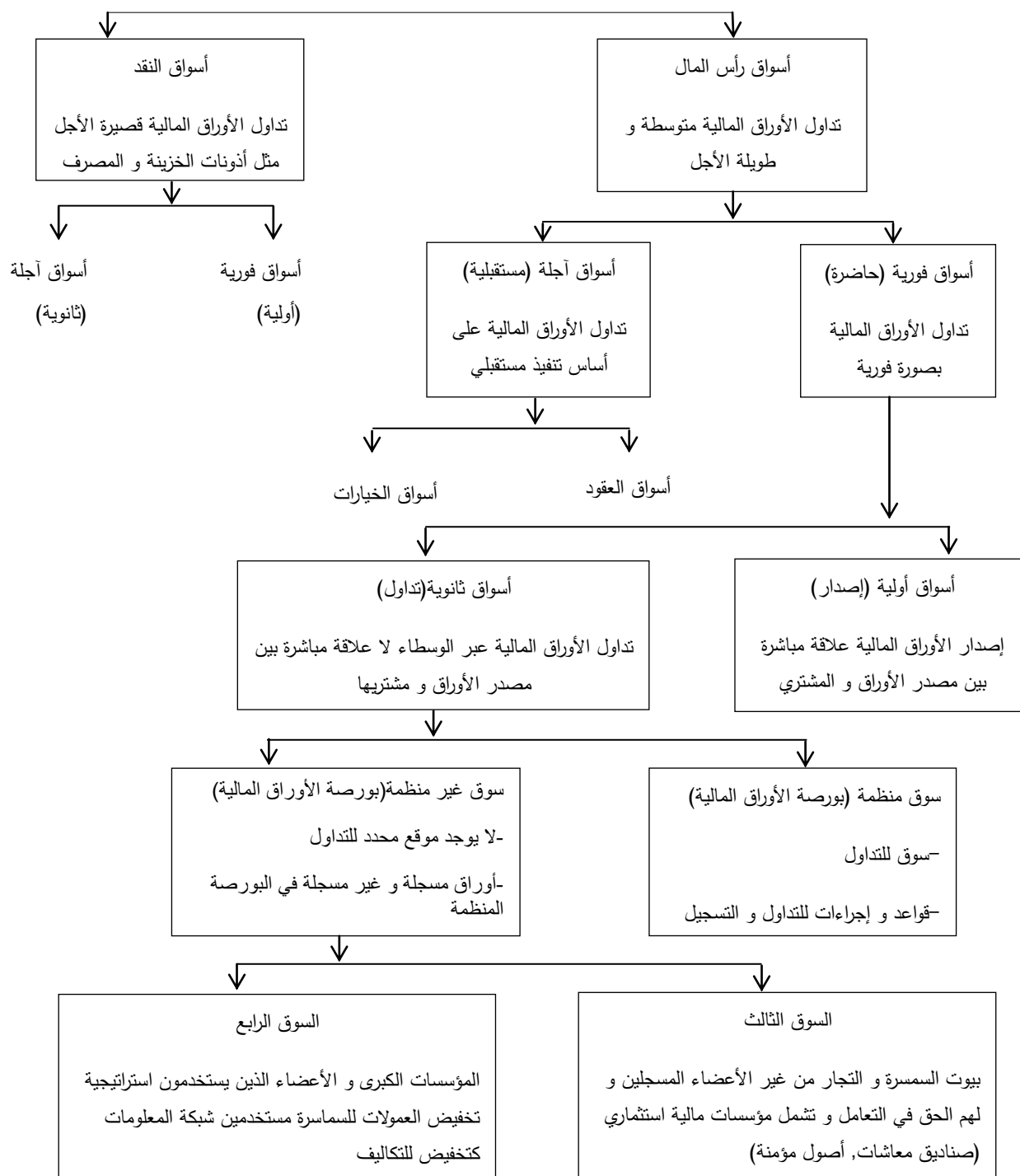
8_ السوق الرابع : هي سوق التعامل المباشر بين كبار المستثمرين و يتم فيها تداول الأوراق المالية بكميات كبيرة وتتكون من بائعي ومشتري هذه الأوراق دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية و الهدف منها هو تخفيض النفقات دون دفع العمولات للسمسرة¹، حيث يتم إتمام الصفقات من خلال الهاتف أو التلكس و الفاكس وما شابه ذلك من وسائل التعامل الالكتروني، ويتصف هذا السوق بالسرعة في إتمام الصفقات وانخفاض التكاليف².

¹ ديماء وليد حنا الربضي (2015)، الأسواق المالية ، تركيبها، كفاءتها ، سيولتها، و التجربة العربية، ط1، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، بحوث و دراسات، القاهرة، مصر، ص 09

² حوحو فطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 34

الشكل رقم (1_1): مخطط لتقسيمات الأسواق المالية.

الأسواق المالية



المصدر: حوحو فطوم (2017)، السياسات الاقتصادية و السوق المالي، سياسة تفعيل السوق المالي ، السوق المالي السعودي نموذجاً ، ط1، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن ، ص36

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال :

تعرف الورقة المالية بأنها صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول المنشأة أو الاثنين معا حسب نوع الورقة المالية التي يحملها¹.

و تعتبر الأسهم والسندات من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية أو سوق رأس المال بالإضافة للمشتقات المالية .

أولا : الأسهم

1_تعريف السهم : يمثل السهم حق ملكية في شركة ما يتكون رأس مال شركات المساهمة من عدد من الحصص المتساوية القيمة يسمى كل منها سهما، ويتم الإشارة إليها أحيانا إلى مصطلح (حصة) في شركة².

2_أنواع الأسهم : يمكن تقسيم الأسهم لعدة أنواع وفق أسس مختلفة منها :

1_2_ تقسيم الأسهم حسب شكل إصدارها: كما يلي³ :

أ-السهم الاسمي : هذا النوع من الأسهم يصدر باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة ويتم انتقال ملكية السهم بالقيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة لهذه الورقة المالية .

ب- سهم لحامله : يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من اليد إلى اليد فهي تشبه إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوزها هو مالكاها .

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأسهم أنه يتمتع بمرونة كبيرة عند تداوله في سوق الأوراق المالية، (إذ تكتسب ملكيته بمجرد استلامه)، كما أنه يستخدم لاختفاء الثروة و التهرب الضريبي ، أهم عيوبه الخطر الذي قد يتعرض له حامل السهم من خلال السرقة أو الضياع، لهذا تمنع أغلبية قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

ج- السهم الاندني أو لأمر : يسجل اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الإذن وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة .

¹ زياد رمضان ، مرجع سبق ذكره ، ص 96

² عصام حسين ، مرجع سبق ذكره، ص 78

³ زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 98

2_1_ حسب حقوق حاملها :

الأسهم العادية :

أ_ تعريف: يعرف السهم العادي بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة يمثل حصة في رأس مال الشركة، تطرح للاكتتاب تكون الأسهم متساوية القيمة وهي غير محددة الاستحقاق تحمل قيمة اسمية تحدد عند الإصدار، يحدد النظام الأساسي للشركة الحد الأقصى للأسهم العادية الذي يمكن لإدارة الشركة إصداره¹.

يمثل السهم العادي حصة في رأس مال الشركة يحصل حامله على دخل و له الحق في أصول الشركة وإن إصدار الأسهم و بيعها للجمهور هو وسيلة للشركات لمع الأموال لتمويل أنشطتها².

ب- قيم الأسهم العادية : للسهم العادي القيم الآتية :

_ القيمة الإسمية للسهم : Par Value

وهي القيمة التي تحدد عند الإصدار أي عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكه .

_ القيمة الدفترية للسهم : Book Value

تحدد ما قدمه المساهمين لتمويل استثمارات الشركة مقابل كل سهم من أسهم الشركة وتساوي حقوق المساهمين مقسمة على عدد الأسهم العادية الحالية .

- القيمة السوقية : Market Value

وهي القيمة التي يتم بها تداول السهم في السوق وتحددها عوامل العرض والطلب، تتميز هذه القيمة بالتغيير وحسب تغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها³.

- القيمة التصفوية للسهم : Liquidation Value

¹ ناجي جمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 51

² Frederic Mishkin, christian bordes, pierre-cyrille hautcoeur, dominique lacoue-labarthe , op,cit, p 4

³ زياد رمضان ، مرجع سبق ذكره، ص 100

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

وهي القيمة التي يتحصل عليها حامل السهم عند تصفية أصول الشركة وهذا بعد تسديد حقوق الدائنين و حملة الأسهم الممتازة¹ .

ج- خصائص الأسهم العادية :

_ **الأسهم مساوية القيمة** : تكون الأسهم الصادرة عن الشركة المساهمة متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مغايرة لتلك القيمة، في حين أنظمة بعض البلدان تسمح بإصدار أسهم ممتازة بقيم اسمية مختلفة عن قيمة الأسهم العادية .

- **القابلية للتداول** : يمكن التنازل عن السهم بالطرق دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، وذلك بسبب ما توفره خاصية التداول من مرونة للسهم في سوق الأوراق المالية².

- **المسؤولية المحدودة للمساهمين** : إن مسؤولية المساهم حسب أنظمة الشركات تكون في حدود حصصهم في رأس مال الشركة وهذا يختلف في حالة شركات الأشخاص إذ قد تتعدى مسؤوليته ذلك .

د-مزايا حملة الأسهم :

- **تعطي الأسهم لحاملها الحق في المشاركة في الأرباح** : وهذا إذا تحققت وإذا تقرر توزيعها أما إذا قررت الجمعية العامة للمساهمين عدم توزيع الأرباح أو توزيع جزء منها فقط لحاجة الشركة لاستثمارها و على المساهمين الالتزام بالقرار .

- **الحق في الاشتراك في الإدارة** : حامل السهم العادي يحق له التصويت على أي موضوع متعلق بالشركة في الاجتماعات السنوية المنعقدة للجمعية العامة للمساهمين كما يتمتع بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والترشح لعضوية المجلس ضمن أنظمة و شروط معينة³.

- **الأولوية في الاكتتاب** : للمساهمين القدامى عند طرح أسهم جديدة في السوق المالي¹، والذي يمنحهم فرصة المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة².

¹ ناجي جمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 52

² حوحو قطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 46

³ حسن علي خربوش ، مرجع سبق ذكره ، ص 60

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- يتمتع حامل السهم العادي بحقه في الحصول على نصيبه من أموال تصفية الشركة وهذا بعد الوفاء بالتزاماتها اتجاه الأطراف الأخرى³.

هـ- **أنواع الأسهم العادية :** تختلف أنواع الأسهم العادية حسب العوامل التي تتأثر بها أسعارها كسمعة الشركة في الأسواق، وسياسة توزيع الأرباح و العوامل الاقتصادية التي بدورها تختلف من بلد لآخر ومن هنا توجد الأنواع الآتية للأسهم العادية .

- **الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة :** يفضل المستثمر أسهم الشركات التي تحقق أرباحا مرتفعة و تعمل على توزيع الأرباح بشكل منتظم، كما يبتعد المستثمر غالبا عن أسهم الشركات التي تتميز بسياسة توزيعها للأرباح بعدم الاستقرار .

- **أسهم المعلومات الدولية :** ازدادت أهمية شبكة المعلومات الدولية في السنوات الأخيرة فقد أصبحت من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية ولم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم هذه الشبكات (كأسهم yahoo , Netscape) و قد ارتفع على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط ، كما تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة مليار دولار أمريكي⁴.

- **الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة :** يتوقع أن يحقق السهم عوائد إذا تم تقييمه بأقل من قيمته الطبيعية مقارنة مع أسهم تحمل ذات المستوى من المخاطر ويطلق على هذا السهم الورقة الراجعة التي تتميز بمعدلات نمو متزايدة⁵، وأصبح يتم التمييز بين الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة خلال فترة كافية من الزمن حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار استثمار يعود عليه بمكاسب مالية في المستقبل .

¹ حسن علي خربوش ، مرجع سبق ذكره، ص 61

² زياد رمضان ، مرجع سبق ذكره ، ص 99

³ حوحو فطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 45

⁴ المرجع نفسه، ص 44

⁵ محمد عوض عبد الجواد (2006)، الإستثمار في البورصة ، أسهم ، سندات، أوراق مالية، ط1، دار حامد ، عمان ، الأردن، ص92

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

-**الأسهم المحايدة والأسهم المضاربة:** لا تتأثر الأسهم المحايدة بتقلبات السوق المالي وذلك لعدة أسباب منها الشركات المصدرة واستعداد المسبق لمواجهة الأزمات الدورية و التقلبات الأخرى وعدم اندفاعها نحو العوائد المرتفعة دون دراسة مسبقة وتكون نشاطاتها الاقتصادية تتميز بالاستقرار معدلات النمو فأسهمها لا تخضع لتقلبات شديدة¹.

أما الأسهم المضاربة فهي الأسهم التي تحقق ربح غير عادي و تتميز بارتفاع درجة المخاطرة على الاستثمار بها والتي تنشأ عن احتمال عدم تحقق خسارة ومن الأمثلة على هذا النوع من الأسهم أسهم الشركات حديثة النشأة وذات تكنولوجيا متطورة لإثبات قدرتها التنافسية في السوق بما يؤدي إلى الارتفاع في أرباحها الأمر الذي ينعكس على قيمته السوقية.

- **الأسهم ذات التقلبات الدورية :** تتميز هذه الأسهم بالارتباط القوي بين أرباحها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد، ففي حالة رواج اقتصادي تحقق هذه الأسهم أرباح أما في حالة الركود تحقق خسائر .

2_2_ الأسهم الممتازة :

أ-**تعريف الأسهم الممتازة :** يمثل السهم الممتاز preferred stock مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية، وقيمة سوقية مثل السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، لا يكون للسهم الممتاز تاريخ استحقاق الا أنه قد ينص على استدعائه في تاريخ لاحق، ولحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وإذا قررت الشركة عدم توزيع الأرباح أو إذا لم تتحقق أرباح خلال سنة مالية ما لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم الممتازة في أي سنة لاحقة إلا بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة على السنوات السابقة، وقد ينص عقد تأسيس الشركة على أن التوزيعات تكون فقط السنوات التي تحققت فيها الأرباح².

وتلجأ الشركات للأسهم الممتازة عندما ترغب في توسيع رأسمالها وتمويل عمليات استثمارية جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية .

¹ محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 93 _ 94
²، المرجع نفسه ، ص 99

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ب_خصائص الأسهم الممتازة :

- 1- لحاملي الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص أرباح الشركة للتوزيع، وتتمثل عوائد حاملي الأسهم الممتازة بالأرباح القابلة للتصرف ويحصل هؤلاء على سعر الإصدار بالإضافة الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استفاء حقوق الدائنين وهذا يكون قبل حاملي الأسهم العادية¹ .
- 2- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة .
- 3- يحدد العائد لملاك الممتازة بنسبة محدودة وثابتة من قيمة الأرباح المحققة فعلا في المنشأة .
- 4- الاحتفاظ بالسهم الممتاز لفترة محددة على خلاف الأسهم العادية التي تبقى حتى توقف نشاط الشركة .
- 5- تعمل الشركة على ضمان حقوق حاملي الأسهم الممتازة بأصولها الاستثمارية، وهذا لا يتم توفيره لحاملي الأسهم العادية، وعليه فالأسهم الممتازة أكثر ضمانا من الأسهم العادية وأقل ضمانا من السندات .
- تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الحقوق و الالتزامات الأخرى منها² :
- حق تحويل Convertibility الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية .
- حق تراكم العوائد بتجميعها لفترات متتالية ثم إستلامها ضمن الفترة المحددة لهذا الأسهم.
- أما الإلتزامات فيوجد التزم أساسا تجاه الشركة وهو قابلية السهم الممتاز للاستدعاء Redeemable ، وهذا يكون بعد فترة معينة من تاريخ الإصدار وبشروط محددة مسبقا .

ج _أنواع الأسهم الممتازة :

- أسهم ممتازة من ناحية التصويت : في الأصل لا يحق لحاملي الأسهم الممتازة التصويت في الجمعيات للمساهمين ألا أنه قد يعطي له الحق لحضور الجمعيات العامة وفي انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، فالامتياز هنا يكون في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العامة³.

¹ محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سبق ذكره ، ص 100

² أحمد حسن صالح قادر(2013)، ظاهرة العولمة الإقتصادية و تأثيرها على أسواق المال العالمية ، ط1، عالم الكتاب الحديث ،إربد،الأردن،ص 179

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد (2013)، أسواق المال و المؤسسات المالية ، دار التعليم الجامعي، ص 18

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- أسهم ممتازة من ناحية الدخل: هذا النوع من الأسهم أكثر شيوعا، حيث يكون لهذه الأسهم الأولوية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة على حملة الأسهم العادية .

-الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح : فإذا لم تكفي أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة فيجوز المطالبة بالجزء المتبقى من الأرباح في السنوات التالية عندما تتوفر الأرباح¹ .

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى نوع آخر من الأوراق المالية في المستقبل، كأن يتم تحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق بذلك عائد مرتفعا، أما بالنسبة للشركة فهذا التحويل يخفف عنها عبء الأولوية² .

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء : تصدر الشركة هذا النوع من الأسهم الممتازة مع شرط الاستدعاء الذي يعطي للشركة الحق في سداد قيمة الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية محددة وذلك عندما يتحسن مركزها المالي.و تخفيض الرفع المالي للشركة لكونها تتحمل أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي³ .

-الأسهم المشاركة في الأرباح : لحاملي السهم الممتاز الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح، حيث يمكن أن يكون هنالك حدا أقصى للمشاركة أو قد يكون بدون أي شرط بإعطاء السهم الممتاز الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وهذا بعد حصولهم على حقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي(النسبة الثابتة) .

3_ لاتجاهات الحديثة للأسهم العادية وبالنسبة للأسهم الممتازة :

3_1- الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية : ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعا جديدة من الأسهم العادية المتمثلة في⁴ :

أ-الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : توجد لكل شركة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل،إلا أنه بعض الشركات الأمريكية أصدرت أنواع أخرى من الأسهم يرتبط كل نوع منها بالإرباح المحققة في كل قسم من الأقسام المنتجة، فشركة جينرال موتورز

¹ محمد صالح الحناوي ، نهال فريد ، جلال إبراهيم العبد ، مرجع سبق ذكره ص 19

² حوحو فطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 47

³ زياد رمضان ، مروان شموط ، مرجع سبق ذكره ، ص 103

⁴ منير إبراهيم هندي(1993)، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ص 11

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

أصدرت في الثمانيات أسهم عادية إضافية أطلق عليها الفئة E وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملي هذا النوع من الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم انتاج أنظمة المعلومات الالكترونية بالشركة .

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : لا تعتبر التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية من بين الأعباء التي تحذف من الوعاء الضريبي، غير أنه في الثمانيات سمح التشريع الضريبي في الولايات المتحدة للمنشآت التي تباع حصص من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة كما نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها تلك المؤسسات المالية .

ج- الأسهم العادية المضمونة : إن حامل السهم العادي لا يحق له الرجوع إلى المنشأة التي أصدرت السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنه في سنة 1984 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية أسهما عادية تمنح لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة بعد الإصدار، أما عند انقضاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بالتعويض¹ .

3_2_الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة : إضافة للأسهم الممتازة التقليدية يوجد الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت .

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة : الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم وقد ظهر في الولايات المتحدة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل الفائدة على نوع معين السندات الحكومية وهي سندات الخزينة، على أن يقام تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على معدل الفائدة لتلك السندات² . وعادة ما لا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم كما قد يشترط أيضا على أن لا تتجاوز النسبة 15,5% .

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره ، ص19

² المرجع نفسه ، ص 28

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت : الأسهم الممتازة عامة لا يحق لحاملها التصويت في مجلس الإدارة إلا أن هذا النوع من الأسهم الممتازة يمنح لحاملها هذا الحق كتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن مستوى معين¹.

ثانيا : السندات

1_تعريف السند : يعرف السند على أنه ورقة مالية ذا قيمة اسمية قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة للحصول على قرض وتتعهد الشركة بموجبا بسداد قرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار².

كما يمكن تعريفها بأنها الورقة المالية التي تمثل الحق في الحصول على دخل في المستقبل من المصدر لهذه الأوراق المالية، وتعتبر السندات ورقة مالية تمثل إلتزام بالدين التي يحصل حاملها على دفعات دورية على مدى فترة ثابتة³.

2_ القيم المحددة للسند : توجد متغيرات أساسية تحدد قيمة السندات وهي :

_ القيمة الإسمية : و هي القيمة التي يصدر بها السند و يتم سداد هذه القيمة من قبل المقترض في نهاية فترة الإستحقاق⁴.

- الكوبون : هو مبلغ الفائدة الذي يتم الحصول عليه بانتظام من حامل السند و تحدد مقدار الفائدة بمعدل الفائدة السنوي مضروبا في القيمة الإسمية للسند ، و قد يكون السعر ثابتا أو متغيرا⁵.

- تاريخ الأستحقاق :الفترة ما بين تاريخ الإصدار و تاريخ سداد مجموع رأس المال و الفوائد المستحقة .

3_ الخصائص الأساسية للسند : تتمثل خصائص السند الصادر عن شركة مساهمة في الآتي :

-السند أداة دين: يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية للسند لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استقاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة التصفية .

¹ محمد صالح الحناوي ، جلال العبد ، مرجع سبق ذكره ، ص 20

² زياد رمضان ، مرجع سبق ذكره ، ص 106

³Frederic Mishkin, christian bordes,pierre-cyrille hautcoeur,dominique lacoue-labarthe ,op,cit, p3

⁴ Franck Moraux (2010) ,Finance de marché , pearson eduction ,paris , France,p 92

⁵ Claude dufloux,Laurent Margulici,(2007),finance de marché, concepts et pratiques,ellipses éditions, paris, France, p 73 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

-محدودية الأجل : يصدر السند بتاريخ استحقاق محدد و ينص عليه في عقد الإصدار، ويعتبر هذا الأجل عنصرا هاما في تحديد معدل الكوبون للسند، وكذلك سعره السوقي .

- أداة استثمار ثابتة الدخل : يتقاضى حامل السند فائدة دورية ثابتة على عكس دخل السهم العادي الذي يتغير وفقا للأرباح المحققة وتبعا لتغير نسبة التوزيعات، وبهذا يشبه السند السهم الممتاز في ثبات الدخل.

-القابلية للتداول : يتشابه السند مع السهم في القابلية للتداول وهذه الخاصية تجعله يتمتع بالسيولة.

4_ مخاطر السندات : يتعرض المستثمر في السندات لمخاطر منها ما يلي¹ :

أ-مخاطر تقلب أسعار الفائدة : يتعرض حملة السندات لمخاطر انخفاض أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق خاصة في فترات التضخم والسندات الأكثر تعرضا لمخاطر تقلبات معدلات الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل.

ب- مخاطر الاستثمار : وهي قدرة المستثمر على إعادة استثمار القيمة الاسمية للسند التي يستردها عند تاريخ الاستحقاق بالإضافة للفائدة بعوائد مقبولة، فعندما لا يستطيع المستثمر الحصول على نفس العائد في فانه يتعرض لمخاطر إعادة الاستثمار، بالإضافة إلى أنه في حالة كان السند يحمل شرط الاستدعاء هذا يعرض المستثمر لمخاطر إعادة الاستثمار .

ج-مخاطر السيولة : ترتفع مخاطر سيولة السند كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر سوقي مناسب، إذ ترتبط مخاطر السيولة بالقدرة على بيع السند أو التنازل عنه في أي وقت بدون خسائر.

د-مخاطر استدعاء السند : إن شرط الاستدعاء الذي بموجبه يمكن للجهة المصدرة للسندات أن يقوم بإستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وخلال فترة محددة حيث يمكن التسديد الفوري لقيمة السند أو التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام فان خسارة مالية تترتب على قرار الاستدعاء هذا إذ سيحرم حامل السند من أي تغيير ايجابي قد يحدث في قيمته²، وتأخذ هذه المخاطر أهمية كبيرة عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفائدة السائدة في السوق .

¹ حسني علي خربوش ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 82 - 83

² هوشيار معروف (2008) : الإستثمار في الأسواق المالية ، ط1 ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن، ص 111

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

هـ - خطر التوقف عن السداد: يعني عدم دفع المصدر للسندات الفوائد المستحقة و القيمة الاسمية في تاريخ الإستحقاق و في حالة تصفية الشركة يتم سداد السندات من قبل المساهمين و ذلك حسب القيمة المتاحة للمصدر فقد يسدد كل أو جزء من المبالغ المستحقة¹.

5_ أنواع السندات : تقسم السندات وفق أسس مختلفة لعدة أنواع كالآتي :

أ_ جهة الإصدار : حسب هذا الأساس تقسم السندات إلى سندات حكومية وسندات قطاع خاص².

-سندات حكومية : وهي سندات تصدر عن الدولة ومؤسساتها ، كالسندات الخزينة .

-سندات القطاع الخاص : تصدر هذه السندات عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة

التابعة للقطاع الخاص منها السندات العادية .

ب-وفق أجل الاستحقاق :

-سندات قصيرة الأجل : تعتبر هذه السندات من أدوات التمويل القصيرة الأجل يتم التعامل بها في سوق النقد لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة تتميز بالسيولة وانخفاض المخاطرة كسندات الخزينة.

- سندات طويلة ومتوسطة الأجل : هذا النوع من السندات يتم تداوله في سوق رأس المال ويكون أجل استحقاقه أكثر من سنة تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات القصيرة .

ج-شكل الإصدار : تقسم السندات من ناحية الشكل إلى ما يلي³ :

- سندات إسمية أو مسجلة : إذا حمل السند اسم مالكه يسمى بالسند الاسمي أو المسجل، حيث يتم تسجيل ملكية السندات في سجل خاص لدى الجهة المصدرة وقد تكون هذه السندات مسجلة بالكامل بمعنى يشمل التسجيل كل من القيمة الاسمية للسندات وفائدتهما، أو أن تكون تسجيلاً جزئياً يقتصر فقط على القيمة الاسمية للسندات أما الفائدة فتحصل بمجرد استحقاقها .

_ سندات لحامله : و هو السند الذي يصدر بدون إسم حامله، وتنتقل ملكيته بمجرد الاستلام، وبهذا يحق لحامله الحصول على الفائدة الدورية وإسترجاع القيمة الاسمية عند نهاية تاريخ الاستحقاق .

¹ Arnaud thauvron,annaick Guyvarc'h (2010),finance, 4^e edition ,edition foucher, 4^eedition, France,p 71

² زياد رمضان ، مروان شموط، مرجع سبق ذكره ، ص 107

³ المرجع نفسه ، ص 109

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

د-تقسيم السندات على أساس الضمان : تقوم المنشآت بإصدار سندات مضمونة أو غير مضمونة ، والسندات المضمونة تكون بضمان أصل حقيقي كالمباني أو هذا النوع يكفل لحاملها وضع يده على الأصل محل الضمان في حالة عجز المدين عن الوفاء بقيمة السند وفائدته.

أما السندات الغير مضمونة تعتمد على تعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمته و الضمان الوحيد الذي يتوفر لحامل هذا النوع من السندات هي حق الأولوية على الدائنين الآخرين وحملة الأسهم في استقاء حقه من أموال التصفية ويطلق على هذا النوع مصطلح السندات العادية .

هـ- القابلية للتحويل : وتقسم السندات وفق هذه الخاصية لنوعين هما :

-سندات قابلة للتحويل : ويقصد بها سندات الدين العادية والتي تصدر بنص صريح في عقد الإصدار يمنح لحاملها الحق في أن يحولها إلى أسهم عادية خلال فترة محددة وبسعر تحويل يتم به تبديل هذه السندات بالأسهم العادية.

-سندات غير قابلة للتحويل : يكون هذا النوع من السندات غير قابلة للتحويل وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدل فائدة على السندات القابلة للتحويل .

و-القابلية للاستدعاء : وهي سندات تتضمن شرط الاستدعاء عند إصدارها، ويعطي هذا الشرط للشركة المصدرة الحق برد قيمة السندات بتاريخ سابق على تاريخ استحقاقه خلال مهلة محددة وبقيمة محددة أعلى من القيمة الاسمية للسند تسمى تعويض الاستدعاء ووفق هذا الأساس يوجد نوعان من السندات¹ .

-السندات غير القابلة للاستدعاء : وهي سندات لا يتضمن عقد إصدارها على شرط الاستدعاء، ولا يجوز للشركة المصدرة استدعاؤها ويحق لحاملها الاحتفاظ بها حتى انتهاء تاريخ استحقاقها.

_السندات القابلة للاستدعاء : وهي سندات تصدر بعلاوة استدعاء لتشجيع المستثمرين على الاستثمار فيها فشرط الاستدعاء يكون لمصلحة الجهة المصدرة حيث يمكنها من استدعاء سنداتها اذا لاحظت ارتفاع في سعرها في السوق المالي، وتختلف مهلة الاستدعاء بالنسبة لهذا النوع من السندات حيث يوجد سندات تتصف بالاستدعاء المطلق Free callable ، أي أن الشركة المصدرة لهذا السند تلزم حاملها في أي لحظة تريد بأن يتقدم بسنده للإطفاء في الموعد الذي تحدده الشركة وإذا لم يستجب لذلك يحرم من فائدة السند لكن دون أن يترتب على الجهة المصدرة أي مسؤولية وهذه السندات التي تحمل هذه الصفة نادرا التعامل بها ، والسندات

¹ حسني علي خربوش ، مرجع سبق ذكره ، ص 86

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

الأكثر شيوعا هي ذات الاستدعاء المؤجل، والتي لاتستطيع الجهة المصدرة استدعاء السند الا بعد مرور فترة زمنية تتراوح ما بين 5-10 سنوات من تاريخ إصداره وبعد انتهاء هذه الفترة تصبح الحرية المطلقة للجهة المصدرة في استدعاءه¹.

ز_سندات دولية : وهي سندات تصدر في بلد ولكن بعملة مغايرة لعملة ذلك البلد، (ان بداية اصدار هذه السندات كان في الأسواق المالية في أوروبا عام 1963، حيث قامت الشركات الأمريكية من خلال فروعها في أوروبا دار هذه السندات بغرض التهرب من الضرائب التي فرضت على السندات الأجنبية).

كما أن أغلبية هذه السندات من النوع القابل للاستدعاء ونادرا ما نجد منها سندات قابلة للتحويل وعادة يكون إصدارها مرتبط بشرط اختيار العملة التي تمنح حامل هذه السندات الحق في اختيار العملة التي يحصل بها على قيمة السند الاسمية وفوائده، بالإضافة لكون هذه السندات تتميز بميزة الإعفاء الضريبي الذي يجعلها ركنا أساسيا لسوق المال على المستوى العالمي².

5_ اتجاهات حديثة بالنسبة للسندات : ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من السندات منها³:

أ- سندات لاتحمل معدل كوبون : هذه السندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها قبل تاريخ الاستحقاق بالسعر السائد في السوق ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققها المستثمر في هذا السند .

ب_سندات ذات معدل الفائدة المتحرك : ظهرت هذه السندات في بداية الثمانينات لمواجهة حالة التضخم التي أدت لرفع معدلات الفائدة، هذا النوع من السندات يحدد له سعر فائدة مبدئي يتم تعديله كل ستة أشهر ليتلائم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق .

ج_ السندات ذات الدخل : لا يجوز لحملتها مطالبة الشركة المصدرة بالفوائد في السنوات التي تم تحقق فيها أرباحا لذلك فهي تتشابه مع طبيعة عمل البنوك الإسلامية، الا أنه قد ينص بعض عقود الإصدار على أن يحصل فيها حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح السنة الموالية كما قد ينص على ضرورة القيام باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل موعد استحقاقها .

¹ حسني علي خربوش ، مرجع سبق ذكره ، ص 87

² المرجع نفسه ، ص 85

³ منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 34- 33

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

د_ السندات الرديئة : أستحدثت هذه السندات المتواضعة الجودة لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس مال المنشأة وذلك من خلال اصدار قروض تستخدم في السوق، ما يترتب عليه زيادة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يزيد من مخاطر الاستثمار في هذه السندات الأمر الذي يستلزم أن يكون معدل الفائدة عليها مرتفع لتعويض حاملها عن هذه المخاطر .

هـ_ سندات المشاركة : يمنح هذا النوع من السندات للمستثمر الحق ليس فقط في الحصول على الفوائد الدورية بل يستطيع الحصول على جزء من أرباح المنشأة .

المطلب الثالث : الأدوات المالية المشتقة

إن التغييرات التي طرأت على البيئة الاقتصادية والاستثمارية أدت لضرورة البحث عن منتجات مالية حديثة تجنبه الآثار المترتبة عن التقلبات في الأسعار ومعدلات التضخم وأسعار الفائدة وأسعار العملات، والمشتقات المالية من أهم الأدوات الجديدة التي قدمتها الهندسة المالية .

أولاً : تعريف المشتقات المالية : هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها ¹ .

كما تعرف على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة و يكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات و التزامات خارج الميزانية العمومية ² .

من التعاريف السابقة نستخلص أن المشتقات المالية هي أدوات تستخدم كثيراً في التحوط ضد المخاطر واستعمالها يتطلب وجود إطار سليم للجهات الرقابية كما يجب توفير ضوابط قوية تضمن الملاءة المالية للمنشآت التي تتعامل ب هذه الأدوات والعمل على إيجاد الخبراء اللازمين في هذا المجال لأنها تحتاج لمهارات عالية لدى المهندس المالي .

¹ حاكم محسن الربيعي ، ميثاق هاتف القتلاوي (2011)، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات) ، ط1، دار اليازوري ، عمان الأردن ، ص 334

² هاشم فوزي دباس العبادي(2008)، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن ، ص 58

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ثانيا _ أنواع المشتقات المالية : توجد عدة أنواع من المشتقات المالية منها العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلات .

1-العقود المستقبلية :

لمحة تاريخية : بدأ التعامل بالعقود المستقبلية سنة 1972 في بورصة شيكاغو، على أساس التعامل بالسلع الحقيقية والزراعية وأول من استعمل هذه العقود هم المزارعون حيث كانوا يبيعون محاصيلهم قبل نضوجها إلى المصانع و المعامل، ثم تطورت هذه العقود إلى مواد طبيعية أخرى كالذهب والفضة إلى غير ذلك وفي بداية السبعينات بدأ استخدام الأوراق المالية التي انتشرت سريعا في أوروبا وأمريكا

و السبب كونها أداة من أدوات الاستثمار ذات التقلبات السعريّة في الاقتصاد وما تتعرض له من أخطار من وقت لآخر كما أنها تعتبر أسلوب لتحقيق المخاطر والتي تسمى بالتحوط وكذلك إمكانية تحسين العوائد¹.

1_1- مفهوم العقد المستقبلي : تعرف العقود المستقبلية بأنها عقود تعطي حاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين قد يكون سلعة أو ورقة مالية بسعر محدد، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل².

- كما تعرف على أنها إتفاق بين طرفين هدفها الشراء أو بيع في وقت لاحق، على كمية معينة من أصل ما و الدفع نقدا الفرق الذي يختلف وفقا لتطور سعر الأصل³.

- و تعرف بأنها تعهد نمطي إما لبيع أو لشراء موجود معين بسعر متفق عليه وبتاريخ مستقبلي محدد⁴.

ومن التعاريف السابقة نستنتج أنها عقد يتداول في السوق المستقبلية لابد من أن يتضمن أربعة عناصر رئيسية منها كمية ونوع الأصل محل التعاقد، تاريخ التسليم، السعر، كيفية التسليم .

1_2- عناصر العقود المستقبلية : ويتم التعامل في بهذه المشتقات في الأسواق المنظمة، حيث يتم تخطيط شروط التعاقد في المجالات الأساسية الآتية :

¹غازي المومني ، (2009)، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن، ص ص 266 _ 267

²هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره، ص 69

³Joseph Antoine, Marie- claire capiau-huart(2012), Titres et bourse,instruments financiers, tome 1, 3^e edition, edition larcier,p 297

⁴ حاكم محسن الربيعي ، ميثاق الهاتف الفتاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 342

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

1- وحدة التعامل : وهي الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد المستقبلي والتي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد .

2- شروط التسليم : وتتضمن الفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيه التسليم ودرجة جودة الأصل محل التعاقد والمواصفات الواجب توافرها فيه ، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل .

3- الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها.

4-الهامش المبدئي : إن التعاقد في العقود المستقبلية سواء على الشراء أو البيع لا يترتب عليه حصول البائع على السعر أو جزء منه ولكي لا يتعرض أي طرف إلى ضرر نتيجة لعدم تنفيذ الطرف الآخر لذلك الالتزام، فقد فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وتتراوح قيمة الهامش المبدئي ملبين 5%_10% من قيمة العقد ويمكن استرداده بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي .

2_العقود الآجلة :

2_1_تعريف : وهي العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ¹ .

هذه العقود قد تنص على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق أو دفع جزء صغير منه على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم وقد يكون الأصل محل التعاقد سلعة كالبن، والنفط، أو أصول مالية كالسندات والعملات الأجنبية. العقود الآجلة يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط لذلك فإن تواريخ استحقاق هذه العقود تكون مرنة وأحجامها وقيمتها تكون كبيرة لذلك لا يتعاملون بها المستثمرون الصغار .

أما عن سعر العقد الأجل يكون عرضة مع مرور الزمن لتغيير بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتا، ويكون التغيير استجابة لتغيير سعر الأصل محل التعاقد في السوق، وتكون ربحية أو خسارة كل طرف من العقد تبعا لسعر التنفيذ المحدد مسبقا والقيمة السوقية للأصل محل التعاقد لحظة تنفيذ العقد².

¹ هاشم فوزي دباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 81

² المرجع نفسه ، ص 84

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

2_2_ الفرق الأساسي بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة :

- كون العقود المستقبلية عقود نمطية اذا لا مفاوضات كثيرة حول السعر وتاريخ التنفيذ والكمية ، ما يعني أن جميع المتعاملين بهذه العقود يعون بالضبط جميع مواصفات العقد الجيد.

_ العقود الآجلة لا يمكن إعادة بيعها أي ليس لها سوق ثانوي كما لا يمكن تسويتها قبل تاريخ الاستحقاق وفقا لأوضاع السوق إذ يجب الانتظار لتاريخ التسليم ليحقق كل طرف الربح و الخسارة حسب موقعه من العقد . ويمكن حصر أهم الاختلافات بين العقدين في الجدول الآتي :

جدول رقم (1_1) : المقارنة بين العقد المستقبلي والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1_ عقود مرتبطة بالمدة و الحجم و تاريخ التسليم	1_ عقود معيارية في المدة و الحجم و تاريخ التسليم
2_ عقود خاصة بين طرفي العقد	2_ عقود معيارية بين الزبون و دار التسوية
3_ عدم إمكانية المتاجرة بالعقد	3_ المتاجرة بالعقود تكون مجانا في السوق
4_ الربح و الخسارة في المركز يتم معرفتها فقط عند تاريخ التسليم .	4_ تتم تسوية كل العقود حسب السوق لمعرفة الربح و الخسارة .
5_ الهامش يكون في يوم الصفقة الأصلي	5_ الهامش يكون لمواجهة تقلبات الأسعار
6_ توجد مخاطرة	6_ التعامل بين البائع و المشتري لا يكون بصورة مباشرة و إنما عن طريق دار التسوية .
7_ يتم التعامل بالعقود الآجلة في السوق الموازية	7_ توجد سوق منظمة للتعامل .
8_ الأطراف المتعاملة هي المصارف، السماسرة، شركات متعددة الجنسيات، ويوجد حافز للمضاربة .	8_ الأطراف المتعاملة هي المصارف، السماسرة، و شركات متعددة الجنسيات و لا يوجد حافز للمضاربة .
9_ يتعامل بها عالميا و عن طريق الهاتف	9 - يتم التعامل بها في سواق للأوراق يكون تابع إلى بورصة مركزية مع إتصالات عالمية
10_ التنظيم فيه يكون تلقائيا	10_ تنظمه لجنة تجارة مستقبلات السلع و الجمعية الوطنية للمستقبلات .
11- أغلب تسويتها تتم بالتسليم الفعلي و بعضها يتم عن طريق الصفقة المعاكسة	11_ أغلبها تتم عن طريق صفقة معاكسة و القليل منها يتم بالتسليم الفعلي

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

12_ تحدد بواسطة الفرق بين أسعار البيع و الشراء (أجور السمسرة)	12- أجور السمسرة يتم التفاوض بشأنه .

المصدر: حاكم محسن الربيعي، حيدر خضير جوان، علي أحمد فارس، مرجع سبق ذكره، ص 53

3_ عقود المبادلات

3_1- التطور التاريخي لعقود المبادلات : استعملت عقود المبادلات في الأسواق المالية لتحوط ضد المخاطر كذلك للمضاربة وتحقيق الأرباح نتيجة لفرق في المعاملات بين مختلف الأسواق، حيث ظهر أول عقد مبادلة للعملة في أواسط الستينات من القرن الماضي، أما التعامل بمبادلات أسعار الفائدة كان بين عامي 1980-1981 ، حيث بدأت عقود مبادلات أسعار الفائدة بما يقارب 2 مليار دولار سنة 1980 في سوق مبادلات العملات أسعار الفائدة وقد نمت حتى وصلت الى 4000 مليار في سنة 1997.

وقد وصل مقدار الأموال الافتراضية المصدرة في عقود المبادلات إلى 280 تريليون في سنة 2006 .

تطور التعامل بعقود المبادلات لأنها تتميز بالعديد من خصائص منها ¹:

1_ تنفادى المبادلات العديد من المحددات التي تعيق التعامل بغيرها من المشتقات كالمعيارية العالية في عقود المستقبلات أو التخصص في أسواق الخيارات .

2_ عقود المبادلات مكيّفة لتلاءم احتياجات أطراف العقد، وهذا ما يمنحها مرونة عالية (تسمح لأطراف العقد بالتعامل بأفاق أوسع) من غيرها من الأدوات .

3_2- الصعوبات التي تواجه أسواق المبادلات : ورغم هذه الخصائص والمميزات التي تتميز بها أسواق المبادلات عن غيرها من الأسواق توجد بعض الصعوبات تواجه هذه الأسواق .

1- لا يمكن إلغاء العقد أو تبديله في عقود المبادلات إلا بموافقة كلا الطرفين .

2- أسواق المبادلات بطبيعتها لا تمنح ضمانات، لذلك يجب أن يتأكد الأطراف في عقود المبادلات من القدرة الائتمانية لنظرائهم في العقد .

¹ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 344

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ولقد تم إيجاد آليات في أسواق المبادلات للتعامل مع هذه الصعوبات وتعتبر مصداقية الطرف المتعاقد أهمها ، لذلك نجد أن التعامل بعقود المبادلات أصبح مقتصر على الشركات والمؤسسات التي تتعاقد باستمرار في صفقات مبادلات أو التي لديها إذن من منظمي المبادلات الذين يقدمون النصح والمشورة حول القدرة الائتمانية للشركاء¹.

3_3- مفهوم عقود المبادلات : هي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق نقدي أو أصل آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد².

- كما تعرف على أنها إتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد³.

3_4- أنواع عقود المبادلات : تستعمل المبادلات أساسا للتحوط من مخاطر و لاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف الأجنبية، وتشمل المبادلات أنواع متعددة منها :

أ- **مبادلة أسعار الفائدة :** تتضمن عملية التبادل في مدفوعات الفائدة وعادة تحدث عندما يحتاج شخص أو مؤسسة الى التحويل بفائدة ثابتة و هو قادر على الحصول فائدة متغيرة، فيحاول إيجاد طرف آخر يكون بحاجة لفائدة متغيرة ويكون قادرا على الحصول على فائدة ثابتة و الإثنان يدعون طرفي التعاقد⁴.

- ولابد من التركيز على العناصر الآتية عند التعامل بمبادلة أسعار الفائدة .

- تبادل أسعار الفائدة يقصد به تبادل الدفعات التي يكون كل طرف ملتزم بها الى الطرف الآخر، لهذا لا يوجد تبادل في الأدوات المالية .

- تحدد أسعار الفائدة الثابتة للسندات وفق كوبون مرفق بالسند وتسمى هذه العمليات بتبادل الكوبون، أما المتغيرة ترتبط بأسعار إحدى الأسواق المالية في وقت معين.

- بمأنه يتم التبادل بفائدة ولا يوجد تبادل للأصول أو الخصوم فإن هذه العمليات لاتدخل ضمن عناصر الميزانية وتظهر في حسابات نظامية (عناصر خارج الميزانية)⁵.

¹ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 371

² هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 86

³ المرجع نفسه ، ص 86

⁴ حاكم الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 372

⁵ هاشم فوزي الدباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 88

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ب- **مبادلة العملات** : بدأت سوق مبادلة العملة في المملكة المتحدة خلال الستينات في القرن الماضي بسبب وجود رقابة على أسعار صرف في تلك الفترة في المملكة المتحدة ، ففي ذلك الوقت منعت الشركات البريطانية التي ترغب بتوسيع إستثماراتها من بيع الجنيه الإسترليني لشراء العملة الأجنبية، لذا جاء المصرفيون بفكرة المبادلة بين الشريك البريطاني والطرف الآخر من الدولة الأجنبية، وهذه المبادلة أكدت لبنك إنكلترا أن التدفق النقدي الخارج من الجنيه الإسترليني اليوم يعوض بتدفق نقدي داخل في المستقبل من خلال المبادلة¹.

- **تعريف** : وهي اتفاق بين طرفين لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية من بعضها البعض حسب الأسعار الآتية وبيع نفس المبالغ لكل منهما في وقت محدد في المستقبل، ويتم تحديد سعر العملات عند إبرام العقد وخلال سريان العقد بدفع كل طرف للآخر فائدة العملات التي إستلمها².

- وتعرف على أنها مبادلات لإلتزامات بدفع تدفقات نقدية بعملة معينة مقابل إلتزامات للدفع بعملة أخرى، وهي وسيلة طبيعية للتحوط من المخاطرة في التجارة الدولية³.

وتعرف أيضا على أنها عملية مبادلة بين عمليتين حيث يتم شراء إحداها وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري (الحاضر)، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ .

- يستفيد المستثمرين والمؤسسات المالية والمصرفية من عقود المبادلات وذلك في حال وجود توقعات وتقلبات في أسعار الصرف .

- تبرم تلك المؤسسات عقود مبادلات للعملات وذلك لشراء احتياجاتها من أسواق النقد من العملات التي تلائمها وفقا لأسعر الصرف الحاضرة ولتكون في الوقت نفسه طرفا في عقد بيع مستقبلي، وبذلك تنخفض المخاطر التي تنتج عن تقلبات أسعار الصرف تلك العملة .

_ تستخدم المؤسسات المالية هذه المبادلات لتوفير السيولة التي تكون بحاجة عليها من عملية ما من خلال مبادلتها بعملية أخرى لديها فائض منها .

¹ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 392

² هاشم فوزي الدباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 89

³ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 391

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

جـ_ خصائص المبادلات: توجد مجموعة من الخصائص تتميز بها المبادلات وهي كالآتي¹ :

- عقود غير نمطية إنما تكون حسب رغبة الزبون وهي عقود ملزمة للطرفين .

_ ترتكز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان بالإضافة لتبادل الموجودات في بعض الحالات .

_ يتم التعامل بها في الأسواق الموازية ، كما لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات لأغلب أنواعها .

د _ مزايا وعيوب المبادلات :

جدول رقم (2_1) : مزايا المبادلات و عيوبها

المزايا	العيوب
- تمكن المقترضين من الدخول إلى إستخدام مصادر تمويل جديدة .	- يصعب إلغاؤها أو تحويلها لسيولة
- تستعمل للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية .	- وجود مخاطر إئتمانية مرتفعة
- تتميز بمرونة كبيرة و إمكانية تصميمها حسب رغبة التمتعاملين .	- صعوبة قياس المخاطر الناتجة عنها .
_ لا تحتاج دفع علاوات أو هوامش .	- يصعب فهمها من قبل المتعاملين لأنها تكون في بعض الأحيان معقدة .

المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 92

4_عقود الخيارات : و هو عقد بين طرفين يمنح أحدهما الآخر الحق و ليس الإلتزام في شراء أو بيع أصل (مثل العملات الأجنبية أو الأسهم، أو غيرها من الأدوات المالية و السلع و غيرها ...) بسعر متفق عليه يسمى سعر التنفيذ و ذلك في وقت معين و يدفع مقابل هذا الحق مبلغ معين يسمى علاوة². و يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة مابين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الإنتهاء العقد³ ، و للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد، إذا ما رغب في ذلك، أما العلاوة التي يدفعها للمحرر غير قابلة للرد تدفع عند التعاقد ولا تعد جزءا من قيمة الصفقة .

¹ هاشم فوزي الدباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 90

² Frédéric poulon (1999), les marchés financiers internationaux, dunod, paris , France, p 76

³ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 348

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

4_1_ عناصر عقد الخيار : يتكون عقد الخيار من مجموعة من العناصر الأساسية التالية :

- مشتري حق الخيار: وهو الذي له حق الخيار (سواء كان خيار بيع أو خيار الشراء) من محرر العقد ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة .

- محرر حق الخيار: يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك .

- تاريخ التعاقد و نوع الأصل محل التعاقد بالإضافة لكمية العقود وكمية الأصل في كل عقد .

- سعر التنفيذ: وهو السعر الذي بموجبه يتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد .

- تاريخ التنفيذ : وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري حق الخيار بتنفيذ الإتفاق وهو في الخيار الأوروبي آخر يوم في الإتفاق، بينما الخيار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى إنتهائه .

- المكافأة أو العلاوة : وهي المبلغ الذي يستوجب على مشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار، وتتوقف قيمة العلاوة على عدة عوامل، كالقيمة السوقية للأصل محل الخيار، سعر التنفيذ، أسعار الفائدة السائدة .

4_2_ أنواع الخيارات : تنقسم الخيارات وفق لموعد التنفيذ لنوعين هما :

أ- عقد الخيار الأمريكي : يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما، ويمكن تنفيذ العقد في أي لحظة منذ شرائه أي منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد إنتهائه .

ب- عقد الخيار الأوروبي : يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا أن موعد التنفيذ غير مسموح به إلا في التاريخ المحدد لإنهاء العقد .

_ كما يمكن تقسيم الخيارات وفقا لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين هما¹ :

1- خيار الشراء: وهو عقد يتيح لحامله شراء أصل ما بسعر محدد متفق عليه ومدة محددة، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب مشتري الخيار ذلك، ويدفع مشتري الخيار لمحرره مكافأة لقاء ذلك الحق .

¹ حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 350

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

2- خيار البيع: وهو عقد يسمح لحامله ببيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا خلال مدة زمنية ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، وعلى محرر العقد التنفيذ وفقا رغبة مشتري خيار البيع ذلك مقابل مكافأة التي يحصل عليها .

ويحقق مشتري خيار الشراء أرباحا عندما يرتفع سعر الأصل في السوق عند قيامه بتنفيذ العقد بينما يخسر فقط قيمة المكافأة (العلوة) عند انخفاض سعر ذلك الأصل وفي هذه الحالة لا ينفذ العقد .

أما مشتري خيار البيع يحقق أرباحا عندما ينخفض سعر الأصل في السوق وينفذ العقد، ويخسر قيمة العلوة عند ارتفاع السعر لأنه ليس من مصلحته تنفيذ العقد .

جدول(1-3) : مقارنة بين عقود الخيار و العقود المستقبلية

عقود الخيارات	عقود المستقبلات
1 يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه .	العقود المستقبلية عقود هي حقيقية لشراء الأصل (سلعة أو ورقة مالية) محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم و دفع القيمة في تاريخ لاحق.
2 تتمثل خسارة المشتري في عقود الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة .	قد تمتد الخسارة في العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد .
3 لا يحق لمشتري الخيار إسترداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد .	إن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن إسترداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة :

المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية ، ص100

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المبحث الثاني : آليات التعامل في سوق الأوراق المالية و مؤشرات السوق

على المستثمرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم في البورصة أن يلتزموا بمجموعة من القواعد والإجراءات التي يتم التعامل بها، والتي تضبط تصرفات المتعاملين في سوق الأوراق المالية، كما أن دقة صياغة هذه الإجراءات و سهولة فهمها أساسيان لتسهيل عملية الإتصال بين الأطراف المعنية من أجل إتمام الصفقات بشكل جيد، و قبل ذلك سوف نتطرق إلى أساليب تقييم الأوراق المالية ثم نتعرض للعمليات في البورصة و دور الوسطاء و أخيرا نتناول مؤشرات السوق المالي .

المطلب الأول : أساليب تقييم الأوراق المالية

إن العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الأوراق المالية يتعرض لمستويات مختلفة من التقلب مما يستدعي تزويد المستثمر بكافة المعلومات المتعلقة بالعائد حتى يتمكن من تعيين معدل العائد الذي يرغب في الإستثمار فيه وسوف نتناول أهم أساليب تقييم الأسهم و السندات .

أولاً: تقييم الأسهم

تساعد أساليب تقييم الأسهم العادية المستثمر في تحديد معدل العائد الذي يطلبه على الإستثمار في ورقة مالية ما ، وذلك على ضوء المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار فيها ومن بين نماذج التقييم لدينا نموذج الخصم و نموذج التوزيعات ثم التقييم على أساس ربحية السهم (مضاعف الربحية) .

1- نموذج الخصم : يتمثل نموذج الخصم في خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم يتلائم مع درجة المخاطر المصاحبة للإستثمار و تتحدد القيمة العادلة للورقة مالية ، بمعنى أن القيمة العادلة لأي ورقة مالية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم مناسب خلال فترة الإحتفظ بالسهم n ، و يكون النموذج العام لتقييم التوزيعات وفق المعادلة التالية¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+Ke)^1} + \frac{D_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+Ke)^n} + \frac{P_n}{(1+Ke)^n} \dots\dots\dots 1$$

حيث P_n : سعر بيع السهم خلال الفترة n

Ke : معدل العائد المطلوب من المساهمين

¹ Frederic Mishkin, christian bordes, pierre-cyrille hautcoeur, dominique lacoue-labarthe, op ,cit , p163

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

D_1 : التوزيعة خلال الفترة الأولى ، D_n : التوزيعة خلال الفترة n

و يمكن حساب قيمة السهم بالنموذج العام لتقييم السهم من خلال توزيعات الأرباح

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+Ke)^t} \dots\dots\dots 2$$

هذه المعادلة تعني أن سعر السهم يمكن تقييمه بالقيمة الحالية لتدفقات التوزيعات .

نموذج Gordon Shapiro :

تحاول أغلبية الشركات أن تدفع خلال كل سنة توزيعات بمعدل ثابت و عند دمج هذه الفرضية فإنه نتحصل على المعادلة التالية¹ :

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+Ke)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+Ke)^\infty} + \dots\dots\dots 3$$

حيث أن :

P_0 : القيمة الحقيقية للسهم

Di : آخر توزيعة دفعت من قبل الشركة للمساهمين .

g : معدل النمو المتوقع للتوزيعات الارباح

Ke : معدل العائد المطلوب من المساهمين

ويمكن أن تكون المعادلة مبسطة حسب الشكل الموالي² :

$$P_0 = \frac{Di}{(Ke-g)} \dots\dots\dots 4$$

هذا النموذج له أهمية كبيرة في تقييم الأسهم على الرغم من بعض الفرضيات المبسطة .

- التوزيعات على الأرباح من المفترض أن تنمو عند اللانهاية بمعدل ثابت، ويكفي أن يتم في الواقع التحقق من أن فرضية نمو توزيعات الأرباح تكون بمعدل ثابت خلال فترة كافية حتى يعطي النموذج نتائج مرضية .

¹ Frederic Mishkin, christian bordes, pierre-cyrille hautcoeur, dominique lacoue-labarthe, op , cit , p164

² Arnaud thauvron, annaick Guyvarc'h, op, cit , p 74

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- إن الأخطاء التي قد تحدث على الأرباح التي سيتم دفعها في المستقبل البعيد هي قليلة الأهمية، حيث أنها تصبح صغيرة للغاية بمجرد أن تتم خصمها .

_ معدل النمو لهذه التوزيعات يفترض أن يكون أقل من معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، وقد أظهر Myron Gordon الذي طور هذا النموذج أن هذه الفرضية مقبولة إذا لم تكن هذه الحالة على المدى الطويل يمكن للشركة نظريا أن تنمو بدون حدود .

- معدل العائد المطلوب : (Required Rate Return)

و هو معدل العائد المطلوب على الإستثمار في الورقة المالية و يساوي معدل يكفي لتشجيع المستثمر على توجيه الموارد المالية للإستثمار، ويقاس بمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر (R_f) يضاف إليه معدل عائد إضافي لتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار، و التي تسمى بعلاوة المخاطر ($R_m - R_f$) و تمثل في المخاطر المنتظمة التي لايمكن تجنبها بالتنوع ، و يسمى هذا النموذج بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية و يكون كما يلي¹:

$$R_i = R_f + B_i(R_m - R_f)$$

حيث: R_i : معدل العائد المطلوب على الإستثمار .

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة .

R_m : معدل العائد على محفظة السوق .

($R_m - R_f$) : علاوة مخاطرة السوق .

و يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار كل المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في أي سهم و المسببة للمخاطر المنتظمة أي المخاطر التي تصيب الإقتصاد بشكل عام مثل مخاطر التضخم و مخاطر تغير أسعار الفائدة و غيرها و التي تقاس بمعامل بيتا (B_i) .

2_ نموذج مضاعف الربحية: إضافة لنموذج خصم التوزيعات يوجد مدخل آخر بديل لتقدير القيمة الحقيقية للسهم، و هو مضاعف الربحية أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى الربحية و الذي يحدد كما يلي:

¹ Rao, K.S, Ramesh (1992), Financial Management, 2nd, Mac pub,USA ,P332 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}} = \frac{V_m}{R_a} = \text{مضاعف الربحية}$$

أي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها في مقابل كل دينار من الأرباح المتولدة عن الإستثمار في السهم .

ثانيا- تقييم الأسهم الممتازة : تكون التدفقات للسهم الممتاز ثابتة و تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم، ويعني أن أسلوب تقييم تلك الأسهم لا يختلف عن تقييم الأسهم العادية في ظل إفتراض

$$P_0 = \frac{D}{K} \quad \text{ثبات التوزيعات المستقبلية هذا يعني إمكانية استخدام المعادلة الآتية :}$$

حيث : D: توزيعات الارباح و K : معدل خصم التوزيعات

و يكون k في حالة الأسهم الممتازة أقل منه في حالة الأسهم العادية و السبب في ذلك أن حامل السهم العادي يتعرض لمخاطر أعلى من تلك التي يتعرض إليها حامل السهم الممتاز .

ثالثا - تقييم السندات :

1_ المتغيرات المحددة لقيمة السند : إن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية هي التي تمثل القيمة العادلة مخصومة بمعدل خصم ملائم ، و تتمثل المتغيرات المحددة للتدفقات النقدية في :

القيمة الإسمية للسند التي يحصل عليها حامله في تاريخ الإستحقاق، إضافة للفوائد الدورية التي تتحدد على أساس معدل الكوبون المدون على السند الذي هو نسبة مئوية من قيمته الإسمية .

- و إذا كانت التدفقات النقدية المستقبلية المتمثلة في الفوائد الدورية و القيمة الإسمية التي تسترد في تاريخ الإستحقاق تحددان القيمة السوقية للسند، فإن هناك متغيرا لا يقل أهمية هو تاريخ الإستحقاق و تاريخ الإستحقاق يحدد على أساسه عدد دفعات الفوائد التي يحصل عليها المستثمر كما يحدد أيضا التأثير الذي يحدثه الزمن في قيمة التدفقات النقدية أو ما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود، حيث كلما طال تاريخ إستحقاق التدفقات النقدية كلما إنخفضت القيمة الحالية .

2- القيمة العادلة للسند : و تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية مخصومة بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، و الذي يكفي لتعويضه عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

السند، و تختلف وجهات نظر المستثمرين بشأن معدل العائد المطلوب على الإستثمار و هذا يؤثر على تقديراتهم للقيمة العادلة للسند . و تتمل محددات معدل العائد المطلوب على الإستثمار في¹ :

$$K = K_r + K_i + K_l + K_d + K_m + K_c$$

K: معدل العائد المطلوب عن الإستثمار في السند و هو يمثل معدل العائد الحقيقي على الإستثمار الخالي من المخاطر K_r مضاف إليه معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التضخم K_i و معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التوقف عن السداد K_d و معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر تاريخ الإستحقاق K_m ، و معدل إضافي للتعويض عن مخاطر الإستدعاء K_c .

أما عن تقدير القيمة العادلة للسندات فنميز بين أربعة أنواع من السندات كالآتي :

أ_ السندات الدائمة : و هو سند ليس له تاريخ إستحقاق و توضح المعادلة الآتية كيفية تقييم هذا النوع من

$$P_0 = \frac{I}{K} \quad \text{السندات بشكل مبسط كالتالي:}$$

حيث I تمثل الفائدة الدورية و K يمثل معدل العائد المطلوب للتعويض عن مخاطر الإستثمار في السند .

ب _ تقييم السندات التي لها تاريخ إستحقاق محدد: وجود تاريخ لإستحقاق السند يعطي المستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يحل أجله، بالإضافة للفوائد المحددة فالقيمة الحقيقية للسند هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة و الفوائد الدورية و القيمة الاسمية للسند و بإفتراض السند يستحق بعد سنة واحدة، فإن قيمة السند تكون كما يلي² :

$$P_0 = (I+A) \left(\frac{1}{1+K} \right) \dots\dots\dots 5$$

حيث A القيمة الحالية لدينار يستحق بعد سنة بمعدل خصم قدره K

أما إذا كانت فترة الإستحقاق تزيد عن السنة الواحدة فإن قيمة السند تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الإستحقاق وفق المعادلة التالية :

$$P_0 = I_1 \left(\frac{1}{1+K} \right) + I_2 \left(\frac{1}{1+K} \right)^2 + \dots + I_n \left(\frac{1}{1+K} \right)^n + A \left(\frac{1}{1+K} \right)^n \dots\dots\dots 6$$

¹ منير إبراهيم هندي(1999) ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، توزيع مؤسسة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، ص 500
² المرجع نفسه ، ص ص 505-507

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

حيث : I مقدار الفائدة الدورية و n فترة إستحقاق السند .

المطلب الثاني : العمليات في البورصة و دور الوسطاء

يتم التعامل في البورصة من خلال أوامر و عن طريق وسيط يعمل على تنفيذ أوامر المستثمرين ، و سوف يتناول هذا المطلب أنواع هذه الأوامر و دور الوسطاء في البورصة، بالإضافة إلى أهمية وجود مؤشرات لسوق الأوراق المالية .

أولاً-أنواع الأوامر : يستلم الوسيط تعليمات أو أوامر محددة من العميل و التي على أساسها يقوم بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء للأوراق المالية ، وتقسم الأوامر إلى ثلاث مجموعات أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر محددة لوقت التنفيذ، أوامر خاصة .

1_ أوامر محددة لسعر التنفيذ : ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها ويوجد أمام العميل الخيار بين بدليلين من الأوامر هما :

1_1_ أوامر السوق : وتتمثل في إصدار المستثمر أمراً للوسيط لشراء أو بيع عددا من الأوراق المالية فوراً، وهي من أكثر أنواع الأوامر شيوعاً، وفي هذه الحالة يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة و بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت إستلام الأمر، ويكون المستثمر في حالة شبه مؤكدة أن الأمر سيتم تنفيذه، أو عادة ما تتوفر معلومات تنبؤ بالسعر المحتمل للتنفيذ به¹ .

من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ أما أهم عيوبه فتتمثل في أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إخباره به وعليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها² .

1_2_ أوامر محددة : ويتمثل في النص على سعر محدد عند إصدار الأمر للوسيط ، فإذا كان الأمر خاص بالشراء فإن الوسيط سيقوم بالتنفيذ على أساس سعر يكون أقل من السعر المحدد أو يساويه و العكس

¹ محمد صالح الحناوي(2005)، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع ، الاسكندرية، مصر، ص 23

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 95

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

إذا كان الأمر خاص بالبيع فإن الوسيط سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، وفي هذه الحالة لا يكون المستثمر متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر¹.

أما الوسيط فعليه تنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، من مزايا هذا النوع من الأوامر أن المستثمر يكون على علم وبشكل مؤكد بالحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع، أما أهم عيوبه أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة².

2_ الأوامر المحددة لوقت التنفيذ : تتمثل فيما يلي³ :

2_1_ الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة : و يتم تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة .

2_2_ الأمر المفتوح في حدود سعر معين : لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام عملية البيع أو الشراء عندما يصل سعر السوق إلى سعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، و يقوم الوسيط بإغتنام الفرصة حينما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، من مزايا هذا النوع الذي سيحصل من الأوامر أن المستثمر يعرف مسبقا السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء .

3_الأوامر الخاصة : من أهم الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف، و أوامر الإيقاف المحددة وهما كما يلي:

3-1_أوامر الإيقاف : وهو الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعده ، إذ يحدد المستثمر سعر الإيقاف فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي وقت إصدار أمر البيع، والعكس إذا كان الأمر خاص بالشراء فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي وقت إصدار الأمر ، وتعتبر أوامر الإيقاف أداة للحد من زيادة الخسائر وحماية الأرباح ،

¹ محمد صالح الحناوي ، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ذكره ، مرجع سبق ذكره ، ص 23

² منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 95

³ عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 89

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ومن مخاطر هذا النوع من الأوامر أن السعر الحقيقي الذي يمكن أن ينفذ به الأمر قد يكون بعيدا عن سعر الإيقاف وهذا يحدث إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين¹ .

3_2_أوامر إيقاف محددة : تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد بتنفيذ السعر المرتبط بأمر الإيقاف، في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين، سعر إيقاف و سعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في الأوراق المالية عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يفوقه، فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد² .

و يؤخذ على هذا النوع من الأمر أن أسعار السوق قد تتغير إنخفاضا في حالة البيع و إرتفاعا في حالة الشراء، و قد لا يتمكن الوسيط من التنفيذ بالسعر المحدد³ .

ثانيا_ دور الوسيط في البورصة :

يقوم الوسيط بدور الوكيل للمستثمر ويحصل على عمولة في مقابل ما يبذله من جهد، كما أنه يمثل حلقة الوصل بين المستثمرين و الجهات المصدرة للأوراق المالية، و قد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا له بموجب أنظمة القوانين الخاصة بالسوق المالي، ويضم فئة الوسطاء ثلاث مجموعات هي : السماسرة ، صانعو السوق، ومتعهدو تغطية الإصدارات .

1_ مهام الوسطاء : وتتمثل مهام الوسطاء فيما يلي :

- إذا كان وسيطا بالعمولة يتحدد دوره في شراء وبيع الأوراق المالية لحساب العميل ووفقا لأوامر محددة منه ويكون ذلك مقابل عمولة محددة من طرف لجنة إدارة السوق المالي .

_ أما إذا كان صانع السوق فهو يكون بذلك وسيطا يقوم بالشراء وبيع الأوراق المالية لصالح محفظته بموجب ترخيص يحصل عليه .

- بإمكان الوسيط أن يقوم بدور المغطي للإصدارات الجديدة، وبذلك يكون حلقة الوصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة، و الجمهور مقابل عمولة تكون لضمان التسويق الكامل لتلك الإصدارات من خلال إتفاقية تغطية .

¹ محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص24

² المرجع نفسه ، ص 25

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 99

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

_ ويمكن للوسيط أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين إذا كان مؤهلاً لذلك، وتقوم بهذا الدور عادة شركة استثمار التي تعمل على تقديم الإستشارات و تزويد المستثمرين بالمعلومات الكافية فيما يخص الأوراق المالية و إتجاهات السوق .

-للسيط دوراً فاعلاً في السوق المالي و تتوقف طبيعة الخدمات التي يقدمها للعميل وفق شروط الإتفاقية.

- قد تكون إتفاقية إستشارية يقوم الوسيط بموجبها بدور المستشار يتعهد من خلالها بالإشراف على إستثماراته وتقديم توصيات محددة فيما يتعلق بإختيار الإستثمارات المناسبة وكذلك بشأن سياسات إستثمارية محددة . كما قد تكون الإتفاقية إدارية وبتحمل الوسيط بموجبها مسؤولية إدارة محفظة العميل.

2_ الخدمات المقدمة من طرف الوسطاء الماليون :

أ- السمسرة: ويقدم في هذه الحالة الوسيط خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل وتختلف هذه الأوامر باختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأوامر و التي تتوقف على:

_ سعر التنفيذ الذي يحدده المستثمر للوسيط حتى يتمكن من تنفيذ الصفقة (سواء كانت بيعاً أو شراءً)

- وقت التنفيذ ويتمثل في الفترة الزمنية التي يسمح للوسيط بتنفيذ الصفقة سواء كانت بيعاً أو شراءً .

ب _ صناعة الأسواق : من خلال ممارسة مهمته في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص مقدم من طرف إدارة السوق ، ويقدم صانعي الأسواق الخدمات التالية :

_ المساهمة في توفير السيولة اللازمة في السوق المالي، من خلال قيامه بتفعيل آلية السوق و التحكم في حركة العرض و الطلب .

- يلعب صانع السوق دوراً هاماً في المحافظة على إستقرار الأسعار حجم التعامل في الأوراق المالية.

ج- متعهدوا تغطية الإصدارات الأولية : يقوم الوسيط بدور المتعهد لتغطية إصدارات للأوراق المالية ويكون في هذه الحالة بنك استثمار أو شركة استثمار حيث يتعهد للشركة المصدرة بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة¹.

¹ صلاح الدين شريط ، مبادئ الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 110 _ 112

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

و يشترط على هذا الوسيط في هذه الحالة القيام بشراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات¹ .

ثالثا: نظام التداول الإلكتروني :

1_ أهميته : عرفت الأسواق المالية الدولية تطورات مهمة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغيرات الهيكلية الجديدة في تقسيمات الأسواق و إستحداث أسواق تختص بشركات التكنولوجيا التي تشهد نموا كبيرا من خلال تطور الأنظمة المتعلقة بالتداول و التسوية، بالإضافة للثورة الكبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات وشبكة المعلومات (الأنترنت) وقد ساهمت هذه التطورات الحديثة في قطاعات تكنولوجيا المعلومات في إحداث تغيرات إيجابية على أسواق المال الدولية، إذ عملت على تسهيل عمليات تداول الأدوات المالية مما إنعكس إيجابا على سيولة الأسواق الدولية وعمقها² .

2_ التسعير بموجب نظام التداول الإلكتروني :

أ_ مجموعة التسعير المستمر : وتمثل مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار وتقسم مراحل جلسة التداول لمجموعة التسعير المستمر إلى :

مرحلة ما قبل الإفتتاح ، مرحلة الإفتتاح، مرحلة التداول المستمر، مرحلة ما قبل الإقفال، مرحلة الإقفال

- يتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح لمجموعة التسعير المستمر بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول، يقوم النظام بإحتساب سعر التوازن التأشير³ ، ويتم تنفيذ أوامر الشراء و البيع المدخلة خلال مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير المستمر لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشير .

¹ وليد صافي، أنس البكري،(2009)، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، ط1، عمان ، الأردن، ص 37

² صلاح الدين شريط ، مرجع سبق ذكره ، ص 116

³ سعر التوازن التأشير : وهو السعر الذي يحقق التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة و الذي يتم إحتسابه من قبل نظام التداول بعد إدخال أي أمر على الورقة المالية .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- وعند إنتهاء مرحلة الإفتتاح يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية جلسة التداول، و يسمح للوسطاء بتعديل و إلغاء الأوامر وإجراء عمليات التنفيذ حسب قوى العرض و الطلب و بأسلوب المزايدة المستمرة، إذ تظهر جميع أوامر الشركة مرتبة حسب أفضلية الأسعار وأسبقية إدخالها، حيث يتم منحها أرقاماً متسلسلة من قبل نظام التداول الإلكتروني¹ .

ب- **مجموعة التسعير الثابت** : وهي مجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على سعر ثابت و يمثل آخر سعر توازن تأشيري عند الإفتتاح وتقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت إلى المراحل التالية :

- مرحلة ما قبل الإفتتاح، مرحلة الإفتتاح، مرحلة ما بعد الإفتتاح، مرحلة ما قبل الإقفال، مرحلة الإقفال .

_ يتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح لهذه المجموعة حيث تظهر على سجل الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام بإحتساب سعر التوازن التأشيري .

- تنفذ أوامر الشراء و البيع المدخلة خلال مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير الثابت لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيري² .

المطلب الثالث : مؤشرات السوق المالي

تعتبر مؤشرات السوق المالي مقياساً لإتجاه السوق و ذلك كونها تعكس المستوى العام للأسعار في السوق المالي، فنشاط الشركات التي يتم تداول أسهمها في أسواق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من النشاط الإقتصادي، و إذا كان المؤشر مصمم بدقة فإنه يستخدم كأداة هامة للتنبؤ بالحالة الإقتصادية .

أولاً : مفهوم و أنواع مؤشرات أسواق المال

1_ مفهوم مؤشرات الأسواق المالية: المؤشر عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية بإستخدام معادلات رياضية تتلائم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار و إتجاهاتها³، و تستخدم المؤشرات كمعيار لقياس الأداء الكلي للسوق المالي ويستفاد منها في الدراسات المالية و في إكتشاف العلاقة بين متغيرات الإقتصاد و نتائج الإستثمار في السوق

¹ صلاح الدين شريط ، مرجع سبق ذكره ، ص 117

² المرجع نفسه ، ص 118

³ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص129

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المالي ، وإذا إتسمت السوق المالية بالكفاءة فإن المؤشر الذي تم بناؤه بعناية ودقة يكون مرآة للحالة الإقتصادية العامة للدولة، و تختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعدد الأوراق المالية التي تم إعتمادها لبناء المؤشر .

2_ أنواع المؤشرات : تختلف المؤشرات من حيث أهدافها و طرق حسابها و يتم إستخدام نوعين أساسيين من المؤشرات في الأسواق المالية كما يلي ¹ :

1_ مؤشرات عامة : وهي التي تقيس حالة السوق بشكل عام مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة ومؤشر ستاندراند بور 500 .

2- مؤشرات خاصة : وهي التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة كمؤشر داو جونز لصناعة النقل و مؤشر ستاندراند بور التي تعمل في قطاع الخدمات العامة .

ثانيا_ الإستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق المال : إضافة لقياس مستوى الأسعار السائدة في السوق، لمؤشرات السوق المالي إستخدامات عديدة يستفيد منها المتعاملين في الأسواق المالية من أهمها مايلي ² :

_ إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر من خلال وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما و التغير الذي يطرأ على مؤشرات السوق الذي هو إنعكاس لحركة أسعار جميع الأسهم المتداولة في السوق ، وبالتالي يمكن للمستثمر أن يأخذ فكرة عن أداء محفظة أوراقه المالية بمجرد مقارنته بالتغيير الذي طرأ على مؤشر السوق .

- الحكم على أداء المديرين المحترفين يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، أن يحقق عائد يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر ، هذا يعني أن المدير المحترف يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق .

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق في المستقبل من خلال إجراء تحليل تاريخي لمؤشرات التي تقيس حالة السوق فقد يكشف ذلك عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، و إذا توصل المحلل إلى ذلك النمط

¹ محمد عبد الحميد عطية (2011) ، الإستثمار في البورصة، سوق المال ،التحليل الأساسي، أدوات التحليل المالي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 374

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 131 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

يمكنه التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق ما يساعد على إتخاذ القرار الإستثماري السليم و في الوقت المناسب .

_ تقدير مخاطر المحفظة إذ تستخدم المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، و تقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الإستثمار في المحفظة و معدل العائد على محفظة السوق الذي يحدد بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بشكل عام .

ثالثا- طريقة بناء المؤشرات : لبناء المؤشرات يجب توفر ثلاث عناصر وهي : عينة ملائمة، وتحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة، وأسلوب بسيط لحساب قيمة المؤشر .

1_ ملائمة العينة : وتتمثل مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر وهذه العينة يجب أن تكون ملائمة من حيث الحجم و الإتساع و المصدر .

الحجم: حيث كلما زاد عدد الأوراق المالية المكونة للمؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق.

الاتساع: ينبغي أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات في السوق، فإذا كان المؤشر يهدف لقياس حالة السوق بشكل عام، فيجب أن يتكون من أسهم لشركات من كل قطاع من القطاعات المكونة للإقتصاد، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين فهنا العينة ينبغي أن تتضمن عدد من أسهم الشركات التي تمثل ذلك القطاع .

المصدر: ونقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ يجب أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق المالية .

2_ الأوزان النسبية المستخدمة لحساب المؤشر: وهي القيمة النسبية للورقة داخل العينة ويوجد ثلاثة مداخل لتحديد الوزن النسبي و هي : مدخل الوزن على أساس السعر، مدخل تساوي الأوزان، مدخل الوزن على أساس القيمة .

أ_الوزن النسبي على أساس السعر : وفق هذا المدخل إن وزن كل سهم يتحدد على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر ، ويعاب على هذا المدخل أن سعر السهم لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها في السوق، بالإضافة إلأن إستخدام هذا المدخل يتطلب تعديله إذا تم إستقاق الأسهم .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

بـ مدخل الأوزان المتساوية : وهنا يتم إعطاء قيم متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وهذه الطريقة تلغي التحيز لأسهم معينة ، وعند حساب المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم إستخراجها من قسمة مبلغ الإستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكل الأسهم على مجموع قيمة الإستثمار المفترض.

جـ- مدخل الوزن حسب القيمة السوقية: يمنح وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد من الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، ويتم حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الإجمالية للسوق على القيمة المبدئية للمؤشر ، وهذا المدخل يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر حيث لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي .

و يمكن حساب مؤشر الاوزان حسب القيمة من خلال المعادلة¹ :

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Begining Index Value}$$

حيث : Index_t : قيمة المؤشر في الفترة t

P_t : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

P_b : إقبال أسعار الأسهم في الاساس Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الاساس

3_ طريقة حساب قيمة المؤشر: تختلف طرق حساب قيمة المؤشر فتوجد مؤشرات تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر ومنها ما يحسب على أساس المتوسط الهندسي².

رابعاً_ أهم المؤشرات في الأسواق المالية العالمية : يوجد مؤشرات لها أهمية كبيرة في الأسواق العالمية منها³: مؤشر داو جونز، مؤشر ستاندر أند بور 500 .

1_ مؤشر داو جونز (Dow Jones Industrial) :

مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة ويعتبر أول مؤشر مالي بدأ العمل به سنة 1896 يتكون هذا المؤشر الأمريكي ثلاثين شركة رئيسية تمثل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك ، تتسم هذه الشركات

¹ محمد عبد الحميد محمد عطية ، مرجع سبق ذكره ، ص 379

² منير إبراهيم هندي ، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 141

³ دريد كامل بل شبيب(2012) ، الأسواق المالية و النقدية، ط1 ، دار الميسرة ، للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص 104

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة حجمها و عدد المساهمين فيها ، وهو مؤشر يعبر عن الوضع العام في السوق الأمريكي ويمكن الاستفادة منه في إتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم أداء السوق و إتجاهاته ومن ثم تقييم السهم محل البحث و الإستثمار وهو من أكثر المؤشرات إستخداما، ويتم حساب المتوسط من خلال قسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ، غير أن إتباع هذا الأسلوب أصبح غير مقبول، خاصة عندما يحدث إشتقاق لأسهم إحدى الشركات داخل العينة مما يؤثر على القيمة السوقية للأسهم ، فالإشتقاق ينتج عنه إنخفاض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لأسعار الأسهم ومن ثم يصبح من الضروري إدخال تعديلات على الطريقة التي يتم

بها حساب قيمة المؤشر لإستبعاد ذلك التأثير .

ولمؤشر داو جونز عيوب منها ما يتعلق بحجم العينة و مدى تمثيلها ، حيث يتألف من 30 شركة في حين يصل حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى المئات ، بالإضافة إلى أن الشركات المختارة فيه هي شركات ضخمة و القيم السوقية لأسهم هذه الشركات تكون مرتفعة بشكل ملحوظ، هذا ما جعل العينة لا تمثل مجتمع الشركات الصناعية و بالتالي لا يعد مقياسا جيدا لحالة السوق، ومن العيوب الأخرى لهذا المؤشر هي طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس السعر الذي يباع به السهم، وهذا يعني أن السهم الذي يكون سعره مرتفعا هو السهم الذي يحمل وزن أكبر داخل العينة، إلا أن سعر السهم لا يعد مؤشرا لأهمية الشركة في السوق ولا لقوتها الإيرادية . و يمكن حسابه كما يلي ¹ :

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} Pit / Dadj$$

حيث : $DJIA_t$: قيمة المؤشر في الفترة t

Pit : سعر السهم i في الفترة t ، $Dadj$: القاسم المعدل في الفترة t

مؤشر ستاندر آند بور 500 : هذا المؤشر يقيس متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعتبر بأنه مؤشر الشركات القيادية تتكون العينة التي يقوم عليها من 400 شركة صناعية ، 40 شركة للخدمات العامة كالكهرباء و الماء ، 20 شركة للنقل، 40 شركة في مجال الخدمات المالية و البنوك والتأمين، وتتمثل أغلبها في شركات كبيرة الحجم يتم تداول أسهمها في الأسواق المنظمة و الغير منظمة، ويعطي فكرة جيدة عن

¹ حسين قبلان (2011)، مؤشرات أسواق المال دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة العلوم الإقتصادية، العدد11 ، ص 100

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

إتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي، إلا أنه يؤخذ عليه بإعتباره يقوم على مدخل القيمة لذلك فهو يتحيز لصالح الشركات التي يكون سعر أسهمها أكبر و ذات الحجم الأكبر .

مؤشر ناسداك المجمع (NASDAQ) :

يشمل هذا المؤشر على أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية و شركات الخدمات الإلكترونية ، وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي¹ .

8_ أهمية المؤشرات في أسواق الأوراق المالية : لمؤشرات الأسواق المالية دورا فاعلا في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق كونها تعكس الأسعار وحركتها، وتتمثل أهمية المؤشرات في مايلي² :

_ تعكس الوضع العام داخل السوق ما ينعكس بدوره على الوضع العام للظروف الإقتصادية داخل الدولة صاحبة السوق .

_ يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية و المشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق .

_ نستطيع التنبؤ بالظروف الإقتصادية المستقبلية من خلال المؤشرات المالية المعدة داخل السوق.

- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار الأسهم أو القطاع أو السوق ومع مؤشرات البورصات في الدول الأخرى.

- يسمح بقياس متوسط العائد الذي يحققه السوق، حيث أنه يكشف عن الإتجاه العام في سوق المال .

- تعد المؤشرات أداة لتحديد سعر السهم كما يعكس توقعات المستثمرين في السوق .

المبحث الثالث : علاقة تطور أسواق الأوراق المالية بالنمو الإقتصادي

يتناول هذا المبحث أساسيات حول النمو الإقتصادي و التنمية من حيث المفهوم النظريات المفسرة ، ثم دراسة نطاق العلاقة ما بين التطور في القطاع المالي بشكل عام و سوق الأوراق المالية بشكل خاص و النمو الإقتصادي .

المطلب الأول : أساسيات حول النمو الإقتصادي و التنمية

¹ دريد كامل آل شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 106

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 376 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

يمثل النمو الإقتصادي هدف تسعى الشعوب بمختلف ثقافتها و إيديولوجياتها للعمل على تحقيقه و البحث عن العوامل التي من شأنها الرفع من معدل المستوى المعيشي للفرد و المجتمع ككل، و يعتبر النمو هدف من أهداف أي سياسة إقتصادية ، وقد إهتم الإقتصاديون بتحديد العوامل المفسرة للنمو الإقتصادي .

أولا : مفهوم النمو الاقتصادي و التنمية

1_ مفهوم النمو الإقتصادي : يمثل النمو الإقتصادي حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن، ومتوسط الدخل الفردي هو الدخل الكلي مقسوما على عدد السكان، أي أنه يشير لنصيب الفرد في المتوسط من الدخل الكلي للمجتمع. و هذا يعني أن النمو الإقتصادي لا يعني مجرد حدوث زيادة في الدخل الكلي أو الناتج الكلي بل يتعدى ذلك ليعني حدوث تحسن في مستوى معيشة الفرد ممثلا في زيادة نصيبه من الدخل الكلي و هذا لا يحدث إلا إذا كان معدل نمو الدخل الكلي (الناتج الكلي) أكبر من معدل النمو السكاني¹ .

$$\text{معدل النمو الإقتصادي} = \text{معدل نمو الدخل الكلي} - \text{معدل النمو السكاني}$$

و من جهة أخرى أن النمو الإقتصادي يعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي و ليس النقدي ، حيث الدخل النقدي يتمثل في عدد الوحدات النقدية التي يتسلمها الفرد خلال فترة زمنية معينة (عادة ما تكون السنة) مقابل الخدمات الإنتاجية التي يقدمها ، أما الدخل الحقيقي فيتمثل في كمية السلع و الخدمات التي يحصل الفرد من إنفاق دخله النقدي خلال فترة زمنية ، فإذا زاد الدخل النقدي بنسبة معينة و إرتفع معه المستوى العام للأسعار بنفس النسبة فإن الدخل الحقيقي سوف يظل ثابتا و لا يحدث هناك تحسن في مستوى معيشة الفرد في هذه الحالة، وبالتالي لن يحدث هناك نمو إقتصادي إلا إذا كان معدل الزيادة في الدخل النقدي أكبر من معدل التضخم .

$$\text{معدل النمو الإقتصادي الحقيقي} = \text{معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي} - \text{معدل التضخم}$$

و مما سبق إن مفهوم النمو الإقتصادي يرتكز على التغير في الكم الذي يحصل عليه الفرد من السلع و الخدمات في المتوسط دون أن يهتم بهيكل توزيع الدخل الحقيقي بين الأفراد أو بنوعية السلع و الخدمات التي يحصلون عليها.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية (1999)، اتجاهات حديثة في التنمية ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، ص ص12_13

2_ مفهوم التنمية الإقتصادية : تتمثل التنمية الإقتصادية في حدوث تغير في هيكل توزيع الدخل و تغير في هيكل الإنتاج و في نوعية السلع و الخدمات المقدمة للأفراد بجانب التغير في كمية السلع و الخدمات التي يحصل عليها الفرد في المتوسط، وهذا يعني إن التنمية الإقتصادية لا تركز فقط على التغير الكمي و إنما تمتد لتشمل التغير النوعي و الهيكلي.

و تعرف التنمية الإقتصادية على أنها العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل و متواصل مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي و تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة و تحسن في نوعية الحياة و تغير هيكلي في الإنتاج¹.

و من خلال هذا التعريف يتضح أن التنمية تحتوي على عدة عناصر أهمها ما يلي :

1- الشمولية : فالتنمية تمثل تغير شامل غير محصور فقط على الجانب الإقتصادي و إنما يشمل الجانب السياسي و الثقافي و الإجتماعي و الأخلاقي .

2 _ حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي لفترة طويلة من الزمن .

3_ حدوث تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة ، و في هذا الصدد يوجد مدخلان لمعرفة إذا حدث انخفاض في ظاهرة الفقر و هما مدخل الفقر المطلق و مدخل الفقر النسبي ، فوفقا لمدخل الفقر المطلق تؤدي التنمية الإقتصادية إلى تخفيض من حدة الفقر في المجتمع إذا صاحبها تحقق النتائج الآتية :

1_ إذا إرتفع مستوى الدخل للأفراد الذين يعيشون تحت حد الفقر .

2- إذا إنخفض عدد الأفراد الذين يعيشون تحت حد الفقر أو قلت نسبتهم من إجمالي السكان .

3_ إنخفاض التباين بين دخول الأفراد الذين يعيشون تحت حد الفقر .

وفقا لهذا المدخل إذا نجحت جهود التنمية الإقتصادية في زيادة دخول جميع أفراد المجتمع فوق حد الفقر فإنها تكون بذلك قد عملت على القضاء على ظاهرة الفقر في المجتمع .

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، مرجع سبق ذكره ، ص 17

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

أما بالنسبة لمدخل الفقر النسبي يتم ترتيب أفراد المجتمع تنازليا أو تصاعديا في مجموعات وفقا لمتوسط الدخل. و يؤخذ عليه بعض النقائص إذ لا يشترط ضرورة زيادة النصيب النسبي للطبقة الفقيرة من الدخل الكلي حتى تقل ظاهرة الفقر و يكتفي بإشترط زيادة متوسط الدخل المطلق لهذه الطبقة .

4- ضرورة تحسين في نوعية السلع و الخدمات المقدمة من للأفراد، فالزيادة في الدخل لاتضمن تحسن في المستوى الإقتصادي و الإجتماعي للأفراد و إنما قد لا يكون للأفراد وعي كافي يجعلهم يحسنون إنفاق دخولهم فيما يتلائم و تحسين مستوياتهم الإقتصادية و الإجتماعية .

5 _ تغيير هيكل الإنتاج بما يضمن توسيع الطاقة الإنتاجية بطريقة تراكمية ، فالكثير من البلدان النامية تخصص في إنتاج منتجات أولية و تقوم بتصديرها للبلدان المتقدمة على ان تستورد إحتياجاتها من المنتجات الصناعية ما يجعلها تابعة للبلدان المتقدمة في حصولها على أهم عناصر التنمية و المتمثل في رأس المال المادي (كآلات و المعدات) .

6- إستمرارية التنمية أو ما يطلق عليه التنمية المستدامة فالأجيال الحاضرة تستخدم البيئة و الموارد الطبيعية و كأنها هي المالك الوحيد و تتجاهل حقو الأجيال المقبلة في تلك الموارد في حال الإساءة لإستخدامها ، ما يهدد إستمرارية التنمية في المستقبل .

فالتنمية المتواصلة تعني أن تشبع الأجيال الحاضرة إحتياجاتها من السلع و الخدمات دون أن تقلل من قدرة الأجيال المقبلة على إشباع إحتياجاتها¹.

2_1_تعريف التنمية الإقتصادية : التنمية الإقتصادية هي تقدم المجتمع عن طريق إستنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل من خلال إنماء المهارات و الطاقات البشرية و خلق تنظيمات أفضل، هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن، فالتنمية الإقتصادية لا تشمل فقط على تغييرات إقتصادية معينة و إنما تتضمن كذلك تغييرات هامة في المجالات الإجتماعية و الهيكلية و التنظيمية، فهي تشمل على زيادات في الدخل الوطني الحقيقي و نصيب الفرد منه ، و يساعد هذا التحسن في الدخل على زيادة الإدخار ما يدعم التراكم الرأسمالي و التقدم التكنولوجي² .

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية ، مرجع سبق ذكره ، ص 17

² محمد عبد العزيز عجيبة ، محمد علي الليثي(2001) ، التنمية الإقتصادية ، مفهومها ، نظرياتها، سياساتها،الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع، مصر، ص ص20_21

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

2_2_ أهمية التنمية الإقتصادية : إن للتنمية الإقتصادية أهمية كبيرة في حياة الفرد الإجتماعية يمكن أن تلخص منها مايلي¹ :

- _ زيادة الدخل الحقيقي و تحسين معيشة المواطنين ،توفير السلع و الخدمات لإشباع حاجات المواطنين .
- _ تحسين المستوى الصحي و التعليمي و الثقافي للمجتمع و توفير فرص عمل للمواطنين .
- _ تقليل الفوارق الإجتماعية و الإقتصادية بين طبقات المجتمع و تسديد ديون الدولة و تحقيق الأمن .

2_3_ متطلبات التنمية الإقتصادية : تتمثل في الآتي² :

- _ التخطيط و توفير البيانات و المعلومات اللازمة بالإضافة للإنتاج بجودة و توفير التكنولوجيا الملائمة.
- _ توفير الموارد البشرية المتخصصة و وضع السياسات الإقتصادية الملائمة
- _ توفير الأمن و الإستقرار و نشر الوعي التنموي بين أفراد المجتمع .

ثانيا_ نظريات النمو الإقتصادي : ظهرت نظريات عديدة و مختلفة في مجال النمو الإقتصادي و سوف نتناول النظريات و المدارس الفكرية التي ركزت على عملية النمو كمايلي :

1_نظرية النمو الكلاسيكية: لقيت نظريات النمو و توزيع الدخل بين الأجور و الأرباح إهتمام الكثير من الإقتصاديين الكلاسيك أمثال آدم سميث، ديفيد ريكاردو ، روبرت مالثوس ، كارل ماركس وغيرهم ، وقد إستند التحليل الكلاسيكي على فرضيات عديدة أهمها الملكية الخاصة و المنافسة التامة و سيادة حالة الإستخدام الكامل للموارد، و الحرية الفردية في ممارسة النشاط ، وقد إتجه الفكر الكلاسيكي للبحث عن أسباب النمو طويل الأجل في الدخل الوطني معتمدا على أسلوب التحليل الإقتصادي الجزئي، وقبل أن نتناول الأفكار الأساسية لنظرية النمو الكلاسيكية سنتطرق إلى أفكار أبرز مفكري هذه المدرسة .

1-1_ آدم سميث (Adam Smith) : يعتبر آدم سميث¹ بأن العمل مصدر للثروة (النمو)، و تقسيم العمل أسلوب لزيادة إنتاجية العمل و التالي ثروة الأمة ، و من أكبر مساهماته هي فكرة زيادة عوائد الإنتاج المعتمدة على ظاهرة تقسيم العمل و التخصصو التي تحقق مزايا عديدة من أهمها :

¹ محمود علي الشرقاوي (2016)، النمو الإقتصادي و تحديات الواقع ،ط1، دار غيداء للنشر و التوزيع ، عمان ،الأردن ، ص ص 42-43

² محمود علي الشرقاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 43

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

_ زيادة إنتاجية العمل الناجمة عن زيادة مهارة العاملين و زيادة الابتكارات الناجمة عن التخصص .

- تناقص وقت العمل اللازم لإتمام العمليات الإنتاجية .

و فق سميث تزداد ثروة الأمة من خلال زيادة إنتاجية العمل و المتأنتية من زيادة العوائد الناجمة عن تقسيم العمل، و يعتبر أن زيادة العوائد تكون في أغلبية النشاطات الصناعية، بينما أن انخفاض العوائد يخص النشاطات المعتمدة الأراضي كالزراعة و المناجم .

فتقسيم العمل يولد و فورات خارجية و تحسن في مستوى التكنولوجيا و التي تؤدي إلى تخفيض تكاليف الإنتاجية ، و المساهمة في تراكم رأس المال ، كما يؤكد سميث على أن نمو الإنتاج وتحسن مستويات المعيشة يعتمدان على الإستثمار و تراكم رأس المال و أن الإستثمار بدوره يعتمد على الإدخار الناتج عن الأرباح المتولدة من النشاط الصناعي و الزراعي ومن تخصص العمل ، وتعتبر الإدخارات عامل مهما في تراكم رأس المال وأن هذا الأخير أساسيا في تحقق النمو الإقتصادي، و بهذا يكون نموذج سميث للتنمية يحركه رأس المال المولد من الأرباح كما يعتمد الإستثمار على معدل الربح فإذا إنخفض معدل الربح ينخفض الإستثمار².

1_2_ ديفيد ريكاردو : (David Ricardo)

حسب ريكاردو³ تعتبر الزراعة أهم القطاعات الإقتصادية لكنها تخضع لقانون الغلة المتناقصة، و أنه لم

تلقى الإهتمام المطلوب لما يلعبه التقدم التكنولوجي من دور في التقليل من أثر ذلك، و لهذا فقد تنبأ إلى أن الإقتصاديات الرأسمالية سوف تنتهي إلى حالة الركود و الثبات بسبب تناقص العوائد في الزراعة⁴.

و يعتبر ريكاردو العامل الحاسم المحدد لنمو الإقتصادي هو توزيع الدخل ، وعمل على تحليل عملية النمو من خلال تقسيم المجتمع إلى ثلاث مجموعات هي الرأسماليون و العمال الزراعيون و ملاك الأراضي،

فالنمو لا يتحقق إلا إذا أستخدم الإيراد الصافي الناتج إما من الربح أو الربح لتوسيع عملية التكوين الرأسمالي، و زيادة عدد السكان تؤدي إلى إرتفاع الأجور النقدية و هذه الزيادة تؤدي إلى ظهور قانون الغلة

¹ تمثل آراء A. Smith، بداية التفكير الإقتصادي المنظم و المتصل منه بعملية النمو الإقتصادي بصورة خاصة، و إهتم بتحديد العوامل التي تحقق النمو.

² مدحت القرشي (2007)، التنمية الإقتصادية نظريات و سياسات و موضوعات ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن ، ص 56

³ يعتبر ريكاردو من أبرز كتاب المدرسة الكلاسيكية إرتبط اسمه بالعديد من الآراء و الأفكار منها الربح و الأجور و التجارة الخارجية .

⁴ مدحت القرشي ، مرجع سبق ذكره ، ص 58

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المتناقضة ، ما يساهم في إرتفاع تكاليف الإنتاج الزراعي و إرتفاع أسعار تلك المنتجات، الأمر الذي يؤدي إلى المطالبة برفع الأجور النقدية و هذا بدوره يؤدي إلى إنخفاض الأرباح و بالتالي إنتهاء أو إنخفاض تراكم رأس المال ما يساهم في تخفيض النمو الإقتصادي .

رغم أهمية أفكار ريكاردو إلا أنها تعرضت للنقد على النحو التالي¹ :

_ رغم إعترافه بالتقدم التكنولوجي إلا أنه إعتبره مرحلي وأكد على سيادة قانون الغلة .

- إعتبر ريكاردو حالة الإستقرار التي تصل إليها البلدان بطريقة آلية، و ذلك على عكس ما أثبتته التجارب التاريخية . كما أهمل ريكاردو تأثير سعر الفائدة و أدمجه مع الربح وهو بذلك يهمل التفرقة بين النشاط المالي و النشاط الإنتاجي .

1_3 _ روبرت مالثوس²: (Robert Malthus)

يعتبر مالثوس أنه للحفاظ على مستوى الربحية يجب على الطلب الفعال أن ينمو بالتناسب مع إمكانيات الإنتاج ، كما ركز على أن إدخار ملاك الأراضي و عدم التوازن بين عرض المدخرات و بين الإستثمار المخطط للرأسماليين، و الذي يمكن أن يقلل من الطلب على السلع ما يعيق عملية التنمية، وفي حالة زيادة حجم المدخرات لدى ملاك الأراضي عن حاجة الرأسماليين للإقتراض فيقترح مالثوس عندها فرض ضرائب على ملاك الأراضي .

أما عن نظريته بالنسبة للسكان فإنه هناك إتجاها ثابتا لمعدل نمو السكان يفوق معدل نمو السلع الغذائية، و يؤكد مالثوس بأن نمو السكان لا يخدم النمو الإقتصادي، إن تحليلات مالتوس تنطبق بعض مناطق أفريقيا و آسيا إلا أنها لن تتحقق على المستوى العالمي بسبب ظهور أساليب حديثة لسيطرة على حجم السكان من جهة و لأن إنتاج الغذاء كان بمعدلات أعلى من معدلات نمو عدد السكان و ذلك بسبب التكنولوجيا الحديثة المستخدمة في الزراعة و التي عوضت الإنخفاض في العوائد .

¹ محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد(1999)،النماذج الرياضية للتخطيط و التنمية الإقتصادية، مكتبة الإشعاع الفنية، ط1، الإسكندرية، مصر، ص ص 68-69

² يعتبر مالثوس الأقتصادي الكلاسيكي الوحيد الذي يؤكد على أهمية الطلب في تحديد حجم الإنتاج، فيما يؤكد الآخرون على العرض إستنادا إلى قانون (say) الذي يتنق فكرة أن العرض يخلق الطلب ، فقد إرتكزت أفكار مالثوس على جانبين يتمثلان في نظريته في السكان و تأكيده على أهمية الطلب في تحديد حجم الإنتاج الفعال بالنسبة للتنمية .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

1_4_ أفكار نظرية النمو الكلاسيكية : من أبرز أفكار النظرية الكلاسيكية في النمو الإقتصادي مايلي¹:

_ إن الإنتاج هو دالة لعدد من العوامل كالعمل ، رأس المال و الموارد الطبيعية ، التقدم التكنولوجي ، ويحدث التغير في النمو عندما يحصل تغير في أحد هذه العوامل أو جميعها.

- إن العوامل التي تساهم في النمو الإقتصادي تتمثل في تطور الفن الإنتاجي و عملية تكوين رأس المال (الاستثمار) وهذه الأخيرة تعتمد بشكل رئيسي على الأرباح .

- وجود علاقة بين النمو السكاني و التراكم الرأسمالي كما يلي :

يؤثر التراكم الرأسمالي على نمو السكان حيث أن النمو السكاني يعتمد على عملية تكوين رأس المال عن طريق تأثيرها على الزيادة في معدل الأجر .

بالإضافة إلى تأثير النمو السكاني على عملية تكوين رأس المال بإعتبار أن النمو السكاني يقود إلى ظاهرة تناقص الغلة في الزراعة، و هذا يؤدي إلى إرتفاع تكلفة المنتجات الزراعية و من ثم الأجور .

_ إن تحقق الأفكار التي جاءت بها النظرية الكلاسيكية يعتمد على تحقق إفتراضاتها الغير واقعية كالمنافسة التامة .

_ أكد الكلاسيك على الأهمية الكبيرة للبيئة الإجتماعية و المؤسسية الملائمة للنمو .

_ إن أغلب الكلاسيك يؤيدون حالة الركود و الثبات كنهاية لعملية التراكم الرأسمالي وذلك بسبب ندرة الموارد الطبيعية .

و مما سبق نجد أن الكلاسيك إعتبروا أن التراكم الرأسمالي هو السبب الرئيسي للنمو و أن الأرباح هي المصدر الوحيد للإدخار، بالإضافة لدعمهم لفكرة عدم تدخل الحكومة في النشاط الإقتصادي من أجل تحقق عملية النمو الإقتصادي.

¹ مدحت الفريشي، مرجع سبق ذكره ، ص ص 62-63

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

1_5_ الإنتقادات الموجهة لنظرية النمو الكلاسيكية : من أهم الإنتقادات لنظرية النمو الكلاسيكية مايلي¹:

- 1- إعتبر الإقتصاديون الكلاسيك أن الإدخارات يتم توجيهها كلها نحو الإستثمار و هذا غير صحيح كما يراه البعض ، كما فشلت النظرية في إبراز أهمية دور التكنولوجيا الحديثة في عملية التنمية الإقتصادية .
- 2_ توجد مصادر مختلفة للإدخار كإدخار الحكومة و القطاع العام ، وهذا عكس ما إعتقد الكلاسيك بأن الأرباح هي مصدر الأدخار .

- 3- عدم إعطاء أهمية للدور الذي يلعبه القطاع العام في تعجيل التراكم الرأسمالي، و ذلك خاصة في البلدان النامية حيث تقوم الحكومة بدورا نشطا في عملية التنمية .

- 4_ النظرة غير الواقعية التي تؤكد على أن نهاية التطور الرأسمالي هي الركود والتي إعتمدت على فكرة تناقص عوائد الأرض، كما أهملوا دور التقدم التكنولوجي في الحد من تناقص هذه العوائد، إضافة إلا أن نمو الإنتاجية في الزراعة كان أسرع من معدلات نمو السكان وبالتالي عكس ما توقعه الكلاسيك.

2 _ النظرية النيوكلاسيكية للنمو : تتضمن ثلاثة أفكار رئيسية تتعلق بالنمو الإقتصادي كما يلي :

- 1_ يتحدد معدل نمو الإنتاج في الأجل الطويل بمعدل نمو العمل زائد معدل نمو إنتاجية العمل، و أن معدل النمو مستقل عن معدل الإدخار و معدل الإستثمار ، و يرجع ذلك إلى أن المعدل الأعلى للإدخار أو الإستثمار يتم تعويضه من قبل معدل أعلى لنسبة رأس المال الناتج أو معدل للإنتاجية رأس المال، و ذلك بسبب الفرضية النيوكلاسيكية المتعلقة بإنخفاض عوائد رأس المال .

- 2_ إن البلدان الفقيرة التي تملك كميات قليلة من رأس المال للفرد تنمو بشكل أسرع من البلدان الغنية التي تملك كميات كبيرة من رأس المال للفرد، و ذلك عند منح تفضيلات للإدخار مقارنة بالإستهلاك .

- 3- إن معدل دخل الفرد يتغير إيجابا مع معدل الإدخار و الإستثمار و سلبا مع نمو السكان، فبتالي مستوى دخل الفرد يعتمد على معدل الإدخار و الإستثمار .

2_1_ نظرية شومبيتر في النمو الإقتصادي : منح شومبيتر² دورا مهما للعوامل التنظيمية و الفنية في عملية النمو الإقتصادي، وإعتبر المنظم (entrepreneur) من أهم عناصر النمو، فالإنتاج لديه دالة

¹ مدحت الفريشي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 64-65

² شومبيتر من أبرز الكتاب في مجال النمو الإقتصادي من مؤلفاته كتاب نظرية في التنمية الإقتصادية في ألمانيا في سنة 1911.

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

للعمل و رأس المال و الموارد الطبيعية و التنظيم و الفن الإنتاجي، فالمنظم هو المبتكر و المجدد و يقوم بإدخال الابتكارات على الإقتصاد الوطني و تأخذ الصور التالية ¹ :

_ تقديم طرق مزج جديدة للعوامل الإنتاجية، إدخال سلع جديدة للسوق .

_ استخدام طرق جديدة للإنتاج و القيام بفتح أسواق جديدة .

ويؤكد شومبيتر أن تقديم منتج جديد و إجراء التحسينات المستمرة في المنتجات القائمة هي التي تقود إلى التنمية، و تتضمن عملية النمو حسب رأيه ثلاثة عناصر وهي الابتكار و المنظم و الإتمان المصرفي، و قد ميز بين نوعين من الإستثمار، الإستثمار التلقائي الذي يعتمد على عوامل مستقلة عن النشاط الإقتصادي، والإستثمار التابع الذي يعتبر دالة لحجم النشاط الإقتصادي والذي يتحدد بالربح و الفائدة و حجم راس المال، و يعتبر شومبيتر الإستثمار التلقائي المحدد الأساسي لعملية النمو في الأجل الطويل، ولا يرتبط بالتغيرات في النشاط الإقتصادي و إنما يتحدد بعملية الابتكار و التجديد. و من أهم الإنتقادات الموجهة للنظرية هي :

- تستند هذه النظرية على المبتكر الذي يعتبره شخصا مثاليا في حين أن وظيفة الابتكار في الوقت الحاضر من مهام الصناعات ذاتها، كما أن الصناعات تقوم على البحوث و التطوير و التي لا تتضمن الكثير من المخاطر.

2_2_ نظرية النمو الكينزية (نموذج هارود - دومار) : لقد إنتقد كينز النظرية الكلاسيكية و قانون

(Say)، و أكد بأن مستوى الطلب يمكن أن يحدث عند أي مستوى من الإستخدام و الدخل و ليس بالضرورة عند مستوى الإستخدام الكامل، و يتحدد مستوى الإستخدام عند كينز من خلال الطلب الكلي، و أن المشكلات التي يمر بها النظام الرأسمالي لا تكمن في جانب الطلب الفعال، وأعتبر كينز أن قصور الطلب هو جوهر المشكلة الرأسمالية .

2_3- نموذج هارود - دومار : يعتبر نموذج (Harrod - Domar) و هو توسعة لتحليلات الكينزية، و

يستند هذا النموذج على تجربة البلدان المتقدمة و يبحث في متطلبات النمو المستقر في هذه البلدان و توصل النموذج إلى أن للإستثمار دورا رئيسيا في عملية النمو، و قد ركز نموذج دومار على العلاقة بين الإذخارات و الإستثمارات و الناتج، و يوضح النموذج العلاقة بين النمو و البطالة في المجتمعات الرأسمالية، و يؤكد

¹ محمد عبد العزيز عجيبة، محمد علي الليثي، مرجع سبق ذكره، ص 93 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

النموذج بأنه للحفاظ على مستوى توازن الدخل من الضروري أن ينمو الدخل الحقيقي و الإنتاج بنفس المعدل الذي بموجبه تتوسع الطاقة الإنتاجية رأس المال، ويستند النموذج على عدد من الإفتراضات أهمها :

الإقتصاد مغلق ، الميل الحدي للإدخار يبقى ثابتا، أن الميل المتوسط للإدخار يساوي الميل الحدي للإدخار، و المستوى العام للأسعار و معدلات الفائدة ثابتة .

و الإفتراض الأساسي للنموذج هو أن الإنتاج يعتمد على كمية رأس المال المستثمر k في الوحدة الإنتاجية، و أن معدل النمو في الناتج $(\frac{\Delta y}{y})$ يعتمد على الميل الحدي للإدخار $(\frac{\Delta S}{\Delta y})$ و كذلك معامل رأس المال /الناتج $(\frac{k}{y})$ و بإفتراض تساوي الميل الحدي للإدخار مع الميل المتوسط للإدخار أي:

$$\frac{\Delta y}{\Delta x} = \frac{dy}{dx} = S$$

حيث أن S هي معدل الإدخار

في إطار ثابت يتم إعطاء الشرط الكينزي لتوازن السوق للسلعة ، و في حالة التوازن يعني الإدخار يساوي الإستثمار أي $S = I$ ¹

و في إطار ديناميكي يجب أن تكون هذه المساواة صالحة في الوقت المناسب .

$$i = \frac{I}{Y} \quad \text{و بذلك فإن :}$$

حيث (i) : هي معدل الإستثمار ، و أن الإستثمار I هو التغير الذي يحصل في رأس المال أي أن المعامل الحدي لرأس المال / الناتج يساوي k أي :

$$\frac{\Delta K}{\Delta Y} = K = \frac{I}{\Delta Y}$$

¹ Murat Yildizoglu(2014), Sources de la croissance 'economique, Universite' Montesquieu Bordeaux IV, Franc , p79, sur le site : www.yildizoglu.fr/croissance/sources-croissance-economique-Yildizoglu.pdf : consulté le 20/09 /2017

و من المعادلة الأخيرة نحصل على : $\Delta Y = \frac{I}{K}$

و بقسمة طرفي المعادلة على Y نحصل على :

$$\frac{\Delta y}{\Delta Y} = \frac{I/Y}{K}$$

و عليه فإن معدل النمو في الناتج يساوي معدل الإستثمار (أو معدل الإدخار) مقسوما على المعامل الحدي لرأس المال / الناتج .

و يمكن إعادة صياغة المعادلة بالشكل التالي : $g = \frac{S}{K}$

حيث أن g : تمثل معدل نمو الناتج و S معدل الإدخار و K المعامل الحدي لرأس المال / الناتج

و تعني هذه المعادلة أن الناتج يساوي معدل الإدخار مقسوم على المعامل الحدي لرأس المال / الناتج .

و من بين الإنتقادات التي وجهت إلى النموذج هي أن إستنتاجاته تعتمد على الفرضيات التي جاء بها النموذج و التي تجعله غير واقعي، و أنه لم يهتم النموذج بإحتمال تغير مستوى الأسعار أو أسعار الفائدة .

_ إن فرضية ثبات نسب إستخدام كل من رأس المال و العمل غير مقبولة وذلك بسبب إمكانية الإحلال فيما بينها و تأثيرات التقدم التقني .

_ فرضية ثبات الميل الحدي للإدخار و معدل رأس المال الناتج غي واقعية، حيث يمكن أن يتغير في الأمد الطويل الأمر الذي يؤدي إلى تغير متطلبات النمو المستقر .

كما أثار هارورد مشكلة الربط بين النمو و العمالة من خلال مقارنة معدل النمو المضمون الذي يوازن بين العرض و الطلب في سوق السلع و معدل النمو الطبيعي الذي يساعد في الحفاظ على توازن سوق العمل و يظهر هارود المفارقة التي تجلب التعارض بين النظرية الكينزية و الكلاسيكية، فإذا كان معدل النمو المضمون wg أعلى من المعدل الطبيعي ng فإن إرتفاع وتيرة النمو سوف تسمح بتقليل البطالة

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

$g = wg > ng$ ، و لكن عندما يتحرك الإقتصاد نحو التوظيف الكامل فإن معدل النمو سيتم تحديد g بالمعدل الطبيعي و النمو الحقيقي يصبح أقل من النمو المضمون و يستنتج هارود بالإعتماد على عدم الإستقرار أن الإقتصاد سوف يصبح أضعف تدريجيا بسبب عدم كفاية الطلب¹ .

2_4- نموذج سولو : تضمن هذا النموذج دراسة لحركية النمو المتوازن عند الإستخدام التام لرأس المال و العمل وتمثلت فرضيات النموذج كما يلي² :

- الإنتاج دالة لعنصري العمل و رأس المال $Y=F(K,L)$ ، الإنتاجية الحدية موجبة $F>0$

_ العمل ينمو بنسبة ثابتة (n) بالإضافة إلى تناقص الغلة .

_ تنتج الدول و تستهلك سلعة واحدة متجانسة و الإنتاج في منافسة كاملة كما أنا التكنولوجيا من الخارج³.

و يفترض سولو أن الإستثمار الصافي يساوي الإدخار فإذا رمزنا ل S لنسبة الإدخار فإن الزيادة في رأس المال تكون كما يلي : $dk(t)/dt = sy$ ، وأن عدد السكان ينمو بمعدل خارجي قيمته n ، و أن سوق العمل في توازن على المدى الطويل، و منه المتغيرة L تمثل كل من العرض و الطلب و يمكن كتابتها $dt(t)/dt = nLt$.

و تتمثل دالة الإنتاج وفق هذا النموذج في المتغيرات الداخلية في النموذج في كل من الإنتاج (y) ، و رأس المال (K) ، العمل (L) ، و مردودية العمل (A) إذ تدخل هذه العوامل في دالة الإنتاج حسب العلاقة التالية:
 $Y=F(Kt, Lt, At)$ حيث t تمثل الزمن . ولا يدخل الزمن مباشرة في هذه الدالة .

يتغير الإنتاج في الزمن وفقا لتغير عوامل الإنتاج المحصل عليها ذلك بواسطة حجم رأس المال و العمل التي تزيد في الزمن بفضل التقدم التقني .

من نتائج نموذج سولو التقارب المطلق و التقارب الشرطي، حيث يمثل التقارب المطلق لإي أن الدول ذات الإقتصاديات الفقيرة لها نمو فردي يفوق الدول الغنية بدون أن يكون مرتبط بخصوصيات إقتصادها، و هذا

¹ Pierre-Alain Muet(1993), Les théories contemporaines de la croissance, Observations et diagnostics économiques n° 45 (numéro spécial) /juin , p 17

² أشواق بن قدور(2013)، تطور النظام المالي و النمو الإقتصادي، ط1، دار الراية للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ص 86

³ Murat Yildizoglu, Croissance économique, p12, sur le site : www.yildizoglu.fr/croissance/

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

يحدث في مجموعة من الدول لها نفس الحالة النظامية، أما التقارب الشرطي يتمثل في كون أن الحالة النظامية تختلف من بلد لآخر و بالتالي فإن نمو إقتصاد ما يزداد كلما كان بعيد عن وضعيته النظامية، فإذا كان معدل الإدخار في الإقتصاد الغني يفوق معدل إدخار الإقتصاد الفقير، هذا ما يؤدي بالإقتصاد الغني يكون نسبيا بعيد عن وضعيته النظامية، وبالتالي فإن التقارب المطلق يكون غير محقق¹.

من بين الإنتقادات الموجة لنموذج سولو إهمال أثر التقدم التكنولوجي و إستحالة كون الإقتصاد ينتج منتج واحد، و بالرغم من الإنتشار الواسع لهذه النظرية إلا أنها لم تستطيع تفسير أسباب تناقص معدل النمو على المدى الطويل لإعتمادها فرضية تناقص الإنتاجية الحدية الفردية، مما جعل بعض الإقتصاديين يشكون في دقتها، و أهمهم الذين ينتسبون لمدرسة نماذج النمو الداخلي .

3_ نظرية النمو الجديدة : توفر نظرية النمو الجديدة إطارا نظريا لتحليل النمو الداخلي، النمو المستمر للناتج الذي يتحدد من قبل النظام الخاص بعملية الإنتاج، إن الدوافع الأساسية لنظرية النمو الجديدة هي تفسير الاختلافات الحاصلة في معدلات النمو فيما بين البلدان المختلفة و كذلك تفسير الجزء الأعظم من النمو المتحقق، و منه فإن مؤيدي النمو الداخلي يحاولون تفسير العوامل المحددة لمعدل نمو الناتج المحلي و الذي يعرف بمتبقي (solow) ، و بإفتراضهم بأن الإستثمارات الخاصة و العامة في رأس المال البشري و التي تولد و فورات خارجية و تحسن في الإنتاجية، تعوض التوجه الطبيعي لتناقص العوائد .

و يفترض نموذج نظرية النمو الجديدة وجود وفورات خارجية مترافقة مع تكوين رأس المال البشري و التي تمنع الناتج الحدي لرأس المال من الإنخفاض . و فق المعادلة التالية :

$$g_i = a + b_i \text{ (PCY)}$$

حيث أن g_i معدل نمو الإنتاج للفرد بالنسبة للبلد (i) لعدد من السنوات و (PCY) يمثل المستوى الأولي

من معدل دخل الفرد، فإن وجد بأن المعامل (b_i) معنوي و سالب هذا يعني الإلتقاء الذي يفرضه النموذج الكلاسيكي أي أن البلدان الفقيرة تنمو بأسرع من البلدان الغنية، إلا أن وفق الدراسات كان المعامل موجبا، وهذا يدل على أن البلدان الغنية تستمر بالنمو بمعدلات أسرع من معدلات نمو البلدان الفقيرة .

¹ أشواق بن قنور، مرجع سبق ذكره ، ص 90

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

كما أن حسب النظرية إن التعليم و كذلك البحث و التطوير يمنعان إنتاجية رأس المال الحدية من الإنخفاض، مما ينتج عنه إفتراق حقيقي فيما بين أداء إقتصاديات البلدان المختلفة .

و واجهت نظرية النمو الجديدة بعض الإنتقادات أهمها :

_ تعتمد على عدد من الفرضيات التقليدية للنهية كلاسيك و التي تعتبر غير ملائمة للبلدان النامية.

- إن النمو الإقتصادي في البلدان النامية تعيقه عدم الكفاءة الناجمة عن البنى الإرتكازية الضعيفة و الهياكل المؤسسية غير الكافية و أسواق رأس المال و السلع غير الكاملة .

_ إن إهمال هذه العوامل المؤثرة جعل من إمكانية تطبيقها لدراسة التنمية الإقتصادية تكون محدودة و خاصة عند مقارنة بلد ببلد آخر .

ثالثا: مقاييس النمو الإقتصادي : ونقصد بذلك الوسائل التي يمكن من خلالها قياس درجة التقدم و النمو الإقتصادي لدولة ما و تعتبر معايير الدخل هي المؤشر الأساسي في هذا الصدد، إضافة لضعف الأجهزة الإحصائية في الدول النامية و صعوبة تحديد مفهوم الدخل الحقيقي و عناصره و فيما يلي بعض المؤشرات لقياس النمو الإقتصادي¹ :

1 _ الدخل القومي الكلي : لم يلقي هذا المقياس القبول من قبل الإقتصاديين و ذلك لأن زيادة الدخل أو نقصه قد لا تؤدي إلى بلوغ نتائج إيجابية أو سلبية فزيادة الدخل القومي لا تعني نمو إقتصادي عند زيادة السكان بمعدل أكبر و نقص الدخل القومي لا يعني تخلفا إقتصاديا عند إنخفاض عدد السكان .

2 _ الدخل القومي الكلي المتوقع: يوصي بعض الإقتصاديين بقياس النمو الإقتصادي على أساس الدخل المتوقع و ليس الدخل الفعلي فقد يكون لدى الدولة موارد كامنة كما يتوفر لها الإمكانيات المختلفة للإستفادة من ثرواتها الكامنة بالإضافة لما توصلت له من تقدم تقني فتؤخذ هذه العوامل بعين الإعتبار .

3- معيار متوسط الدخل : و هو من أكثر المقاييس إستخداما و أكثرها صدقا عند قياس مستوى التقدم الإقتصادي في معظم دول العالم إلا أنه توجد العديد من المشاكل و الصعوبات التي تواجه الدول النامية للحصول على أرقام صحيحة تمثل الدخل الحقيقي للفرد من بين هذه الصعاب أن إحصاءات السكان و

¹ إيمان عطية ناصف، محمد عبد العزيز عجيبة(2003)، التنمية الإقتصادية دراسات نظرية و تطبيقية، الناشر قسم الإقتصاد، جامعة الإسكندرية، مصر، ص ص 88_89

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

الدخل غير كاملة و غير دقيقة . إضافة إلى أن جمهور الإقتصاديين يتمسك بنصيب متوسط الفرد من الدخل بإعتباره المعيار الذي يجب الأخذ به . و يقاس النمو الإقتصادي بإستخدام ما يسمى بمعدل النمو المبسط من خلال المعادلة التالي :

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{الدخل الحقيقي في الفترة التالية} - \text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}}{\text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}}$$

عن محددات النمو الإقتصادي فهناك العديد من المحددات أو العوامل التي تؤثر على النمو الإقتصادي نذكر من بينها الإستثمار الذي له تأثير على النمو الإقتصادي و رأس المال البشري الذي يعتبر مصدرا رئيسيا للنمو الإقتصادي في العديد من النماذج¹ .

المطلب الثاني : أثر تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي

إن تحديد مستوى تطور أسواق الأوراق المالية يتطلب دراسة مجموعة من المؤشرات منها ما يتعلق بالسيولة و منها ما يتعلق بحجم السوق، كما توجد العديد من الدراسات التي توضح مدى مساهمة تطور سوق الأوراق المالية في النمو الإقتصادي .

أولا : مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية :

لمعرفة درجة تطور أسواق الأوراق المالية تتم دراسة ثلاثة أبعاد وهي :

- عوامل خاصة بحجم السوق و سيولته، العوامل المؤسسية و التي تعكس درجة التطور في تطبيق

القواعد القانونية و الإدارية كالإفصاح والشفافية و تدفق المعلومات و تكاليف المعاملات ، بالإضافة إلى التحفيزات الضريبية .

_ العوامل الخاصة بقدرة السوق على تسعير الأصول المالية و قدرته على الحفاظ على إستقرار العوائد على الأصول المالية وتعكس هذه المجموعة مدى كفاءة السوق المالي .

وتوجد مؤشرات عديدة تعمل على قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية وأهمها ما يلي² :

¹ الهمشيري فاطمة صالح (2012)، أثر التطور المالي و الإستثمارات الأجنبية على النمو الإقتصادي في الأردن للفترة (1980_2010)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و العلوم المالية ، جامعة اليرموك ، أربد ، الأردن ، ص 9
² عاطف وليام أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 209

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

1 _ مؤشرات حجم السوق : ويوجد مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية وهما :

أ_ **نسبة رأس مال السوق** : ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس مال اللازم للإستثمار ، وتتمثل نسبة رأس مال السوق في قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، و إستخدامه يبين أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط بالقدرة على تعبئة رأس المال و تنويع الخطر ، غير أن بعض أسواق الأوراق المالية تتميز بإرتفاع نسبة رأس مال السوق ويكون حجم التعاملات بها صغيرا، وهذا دال على أن هذه الأسواق قد تكون كبيرة الحجم وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق لكنها تعتبر أسواق غير نشطة .

ب_ **عدد الشركات المدرجة** : إن إرتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى زيادة درجة إتساع السوق وإرتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني، فهذه النسبة يمكن إستخدامها كمؤشر إضافي للحكم على حجم السوق، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه إستخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق .

2_ **مؤشرات السيولة** : تتمثل السيولة في قدرة المستثمر على بيع وشراء الأدوات المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك لتغيير كبير في قيمتها السوقية، كما تجعل السيولة الإستثمار المالي أقل خطرا وتسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة و بتكلفة منخفضة، فوجود سوق سائلة للأوراق المالية يجعل من الأوراق المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية الأمر الذي يشجع على الإستثمار و يساهم في تنمية الإقتصاد، وترتفع سيولة السوق عند توفر الشروط التالية :

_ **سرعة إستجابة السوق**: وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب عند حدوث خلل ما.

_ **عمق السوق** : ويقصد بها توفر أوامر لتداول الأصول المالية بشكل مستمر .

- **إتساع السوق** : وتتمثل في وجود عدد كبير من أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية .

ولقياس سيولة سوق الأوراق المالية نستخدم نسبة حجم التداول ومعدل الدوران .

أ- **نسبة حجم التداول**: ونقصد بهذه النسبة حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الوطني، وتتمثل في قيمة الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وتعكس مستوى السيولة في الإقتصاد بشكل كبير .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

ب_ معدل الدوران : يتمل معدل الدوران في القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق، ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فأسواق الأوراق المالية قد تكون صغيرة لإنخفاض نسبة رأس مال السوق و نشطة لإرتفاع معدل الدوران ، كما يعتبر معدل الدوران مؤشر يكمل نسبة التداول التي تظهر حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد الوطني، أما معدل الدوران فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق .

3- مؤشرات تركز السوق : وتعني مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على سوق الأوراق المالية

وقد تؤثر درجة التركز المرتفعة بشكل سلبي على السوق، وتقاس من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق .

4_ مؤشر عدم الإستقرار : إن وجود تقلبات في العوائد في سوق الأوراق المالية يعني عدم إستقرار السوق، وتقاس درجة عدم إستقرار السوق بالإنحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية . كما أن السوق الذي يتميز بإنخفاض درجة تقلب العوائد فيه يكون مؤشرا لتطور هذا السوق، إلا أنه وفي بعض الأحيان قد يعتبر إرتفاع درجة التقلب مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية وهذا إذا كانت السوق جيدة ووفقا لما تعكسه من معلومات تظهر هذه التذبذبات .

5- مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية: إن إلزام الشركات المدرجة في البورصة بضرورة تطبيق قواعد الإفصاح الإجباري يسمح بتوفير معلومات عن تلك الشركات و عن الوسطاء الأمر الذي يشجع المستثمرين للتعامل في أسواق الأوراق المالية، وبهذا يمكن للعوامل المؤسسية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية، وبالرغم من صعوبة قياس التنمية المؤسسية و التنظيمية لأنها تنتم بطابعها الكيفي إلا أن هذا لم يمنع من وجود محاولات لقياسها، ومن أهمها محاولة كل من (Demirguc-Kunt & Levine) حيث قاما بجمع معلومات تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول وتم وضع على أساسها مؤشرات مؤسسية و تنظيمية كما يلي :

- إذا كانت الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية تنتشر المعلومات المتعلقة بالأسعار و الأرباح .

- مستوى المعايير المحاسبية المطبقة و نوعية وجودة قوانين حماية المستثمرين .

_ وجود لجنة للبورصة و الأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- القيود على إعداد تحويل التوزيعات و الأرباح وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين بالخارج، وإمكانية مشاركة الأجانب في الإستثمارات الداخلية .

وتختلف الدول فيما بينها في توفر عناصر التنمية المؤسسية و التنظيمية .

6_ مؤشر اندماج السوق : إن إنفصال الأسواق المحلية عن الأسواق الدولية بوضع عوائق على رأس المال تقيد من تحركاته عبر الحدود، و تجعل تسعير الخطر مختلفا ، حيث تتباين علاوات الخطر بين البلدان حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال، وقد يؤدي وضع قيود إلى وجود مجموعتين من الأصول المالية :

- أصول غير مقيدة يمكن أن يمتلكها كل المستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب .

- أصول مقيدة ويقتصر إمتلاكها على المستثمرين المحليين .

كما يصعب إجراء مقارنة بين أسواق الأوراق المالية في الدول المختلفة حول درجة و قوة الضوابط المفروضة رأس المال الأجنبي ، فهي تختلف من دولة لأخرى، فالدولة التي تمنع كل أنواع الإستثمار الأجنبي سواء كان مباشر أو غير مباشر لن يتوفر لديها أصول مالية غير مقيدة يمكن إستخدام أسعارها في المقارنة فهذه الأسواق تعتبر أسواق غير مندمجة ، كما توجد دول أخرى لا تضع أي قيود رسمية في مواجهة الإستثمار الأجنبي، و بالتالي لن يكون لديها تعاملات في أسهم مقيدة وتمثل الأسواق المندمجة دوليا ، لقد أصبح من الضروري التوصل إلى مقياس لدرجة الإندماج بإعتبارها عامل مهم لتطور وتنمية السوق ، فقد قدم (Korajczyk.Robert A) مؤشرا لقياس درجة إندماج أسواق الأوراق المالية في ظل إفتراض الاندماج التام للسوق، وهذا من خلال قياس إنحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق عن عوائد الأصول المالية المحددة ، وقد توصل هذا النموذج إلى أن الإستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي يعمل على تنويع الخطر، الأمر الذي يؤثر على قرارات الإستثمار، و بالتالي على معدلات النمو في الأجل الطويل، و وضع قيود على تدفقات رأس المال الأجنبي يحد من قدرة المستثمرين على تنويع المخاطر، ومن ثم تقلل من درجة إندماج أسواق رأس المال¹ .

ثانيا : سوق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي

¹ عاطف وليام اندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص ص 220-221

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

إن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي من أهم الدراسات الإقتصادية التي آثرت إهتمام الباحثين المهتمين بالنظرية الإقتصادية و مقتضيات الإستثمار المالي من أجل تحديد العلاقة السببية بين التطور المالي بشكل عام و التطور في أسواق الأوراق المالية بشكل خاص .

1_ تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي :

إن الإهتمام النظري بالعلاقة بين التطورات المالية و النمو الإقتصادي تعود إلى كتابات (Bagehot) سنة 1873، الذي إعتبر أن نجاح التنمية في بريطانيا يعود إلى تفوق السوق المالية البريطانية التي كانت لديها سهولة نسبية في تعبئة المدخرات لتمويل مختلف الإستثمارات على المدى الطويل فقد ساهم تطور القطاع المالي على تحفيز الصناعة من خلال وصول أصحاب رؤوس الأموال إلى الصناديق التي تستخدم في تمويل المشاريع الإستثمارية¹ .

تعتبر مساهمة Schumpeter سنة 1912 من أهم الدراسات للعلاقة بين التطور المالي و النمو الإقتصادي من خلال كتابه الذي نشره سنة 1934 تحت عنوان ² theory of economic development و أكد من خلاله على الأثر الإيجابي الذي يمكن أن يحدثه تطور القطاع المالي في بلد معين على معدل نموه الإقتصادي، و الدور المهم للبنوك في النمو الإقتصادي و ذلك من خلال قدرة البنوك على تعزيز أنشطة الابتكار التكنولوجي من خلال تمويل العمليات الإستثمارية و المنتجات المبتكرة و كذلك عملية الإنتاج³ .

Levine و Zervos سنة 1998 ، أكد على أن تطوير القطاع المالي بشكل عام و سوق الأوراق المالية بشكل خاص يلعب دور هام في تمويل الإقتصاد و ذلك في مقال بعنوان " التنمية المالية و النمو الإقتصادي " تضمن شرح لوجهة نظره و الآلية التي يؤثر بها النظام المالي على النمو الإقتصادي و الذي تم تلخيصه في الشكل الموالي رقم (1 _ 2) يشير إلى أن الإحتكاكات في السوق المالي هي التي تؤدي إلى ظهور الوسطاء الماليين (البنوك) و الأسواق المالية التي تقدم الوظائف الخمسة و تحفز النمو الإقتصادي ،

¹ ABU NURDEEN (2009), Does stock market development raise economic Growth ? evidence from NIGERIA, The Review of Finance and Banking, Volum e 01, Issue 1, p 15

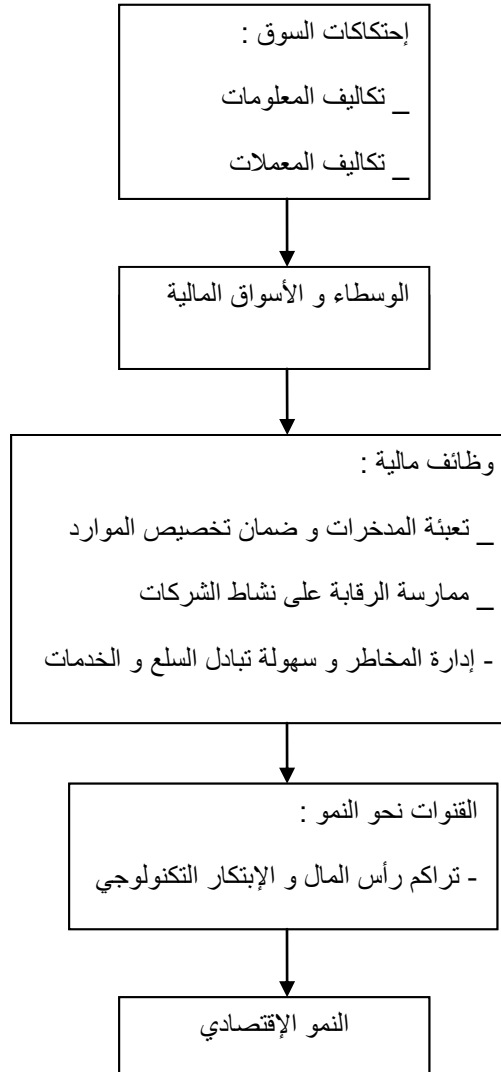
² Joseph A. Schumpeter (1934), The theory of Economic Development ; An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle, Harvard University Press, Cambridge, Angleterre.

³ Abu, Nurdeen, op, cit , p 15

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

و بشكل أكثر دقة فإن الوظائف الخمسة التي حددها ليفين تؤثر على النمو الإقتصادي من خلال تراكم رأس المال و الابتكار التكنولوجي¹، وذلك وفقا للآلية التالية :

الشكل رقم (1_2) : النهج النظري للتمويل و النمو وفق Ross Levine :



SOURCE : Thiémokho Diop ,op,cit, p 12

و تتمثل الوظائف الخمسة لأسواق الأوراق المالية في الآتي :

¹ Thiémokho Diop,(2013) Développement financier et croissance économique : La structure financière joue-t-elle un rôle ?, Mémoire présenté comme exigence partielle de la Maîtrise en économie , université du québec à montréal , canada,p11, sur le site web : archipel.uqam.ca/5454/1/M12949.pdf f : consulté le : 11 /12 /2016

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

أ- **تعبئة المدخرات :** و تتمثل الوظيفة الرئيسية لأسواق الأوراق المالية في جمع المدخرات لتنفيذ المشاريع الإستثمارية و العمليات الإنتاجية ، و تتضمن التعبئة إنشاء أدوات توفر فرصا للمستثمرين لتكوين محافظ مالية متنوعة عن طريق الإستثمار في الشركات الناجحة و زيادة سيولة الأصول المالية ، فالتعبئة تحسن من تخصيص الموارد و يمكن الأنظمة المالية الفعالة في تجميع المدخرات الفردية أن تؤثر تأثيرا عميقا على التنمية الإقتصادية، و يؤدي تحسين تعبئة المدخرات إلى تحسين تخصيص الموارد و تحفيز الابتكار التكنولوجي من خلال تعبئة الموارد بشكل فعال للمشاريع ،و يمكن للنظام المالي أن يلعب دورا حاسما في التمكن من تبني تقنيات أفضل و بالتالي تحفيز النمو .

ب- **الحصول على المعلومات و تخصيص الموارد :** تقوم أسواق الأوراق المالية بجمع و معالجة مجموعة من المعلومات حول الشركات المدرجة في البورصة ، فأهمية المعلومات تقود قرارات المستثمرين إلى تخصيص مدخراتهم إلى المشاريع الأكثر ربحية، و بالتالي تحفيز النمو¹.

ج- **مراقبة الشركات و مديريها :** تضمن هذه الوظيفة لأسواق الأوراق المالية أن تطبق الشركات قواعد الإدارة الجيدة كون أسعار الأسهم حساسة لجودة إدارة الأعمال، بربط مكافأة مجلس الإدارة بأدائهم، و بالتالي ملائمة مصالح المديرين مع مصالح المساهمين، فوفقا ل Stiglitz سنة 1981 و Weiss سنة 1983 فإن غياب ترتيبات مالية تعمل على تحسين مراقبة الشركات يمكن أن يعيق توجيه مدخرات الوكلاء نحو إستثمارات مربحة، من حيث النمو على المدى الطويل ، فهذه الترتيبات تساهم في إسراع عملية تراكم رأس المال و بالتالي تحقيق النمو الإقتصادي حسب Bencivenga و Smith سنة 1993².

د- **تنويع المخاطر و تقديم خدمات تسهل عملية التبادل :** من خلال تقديم مجموعة متنوعة من المنتجات و تمويل محفظة من المشاريع الناضجة و المتغيرة العائد، فأسواق الأوراق المالية تعمل على تنويع المخاطر و توفير السيولة، إضافة إل ذلك تقديم خدمات الدفع و الائتمان ، فأسواق الأوراق المالية و النظام المالي بشكل عام يسهلان التبادل و تخصيص الموارد، و المكاسب الناتجة عن الإنتاجية و الابتكار هي محركات للنمو و التنمية³.

¹ Aka brou emmanuel (2005), le role des marchés de capitaux dans la croissance et le developpement économiques, thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand I, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI), France, p 44

² Thiémokho Diop, op, cit, p 14

³ Aka brou emmanuel , op, cit, p 44

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

هـ_ ضمان سيولة الأوراق المالية : إن رغبة المستثمري في السيولة تؤدي بهم إلى تفضيل الإستثمارات السائلة ، فمصالح المستثمرين و الشركات المصدرة للأوراق المالية متناقضة، في حين أن العديد من المشاريع تتطلب تمويلا طويلا الأجل، فغالبا ما يفضل المستثمرون أوراق مالية قصيرة الأجل لضمان السيولة، لتقليل المخاطر المرتبطة بالأصول المالية، و هذا يسمح للمدخرين بالشراء و البيع بشكل سريع و بأفضل سعر عندما يريدون تغيير محافظهم الإستثمارية، وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات المصدرة بسهولة الوصول لرؤوس الأموال، إن وجود أصول مالية أقل خطورة و سهولة الوصول إلى أسواق الأوراق المالية يحسن من تخصيص رؤوس الأموال و هذا يؤدي زيادة الإنتاجية و الإستثمار و بالتالي زيادة في معدل النمو الإقتصادي¹.

و يعتبر king و Levine أول من قام بإجراء تحليل بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي سنة 1993 بالإعتماد على عينة من 77 بلدا على مدى فترة من 1960 _ 1989 متوسط النمو لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو متوسط نمو إنتاجية العامل الكلي (PTF) في التنمية المالية و النمو .

و تشمل متغيرات التحكم دخل الفرد و مؤشرات الإستقرار السياسي ومؤشرات السياسات الإقتصادية، كما يتم قياس التطور المالي بإستخدام ثلاث مؤشرات نسبة الديون السائلة في النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي و نسبة الإئتمان المصرفي من البنوك التجارية إلى الإئتمان المصرفي بالإضافة إلى الأسهم المحلية، و أخيرا نسبة الإئتمان الممنوح إلى الشركات الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط كبير و هام بين نمو الإنتاجية و تدابير التنمية المالية .

وتم الحصول على نتائج مماثلة تدعم العلاقة الإيجابية بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي من قبل باحثين آخرين مثل Rajan و Zingales سنة 1998².

و في دراسة قام بها Ross levine سنة 1996 لتقييم العلاقة بين أسواق الاوراق المالية و الجهاز المصرفي على النمو الإقتصادي خلال الفترة 1976 _ 1993 بأخذ عينة شملت 38 دولة قسمت إلى أربع مجموعات كما يلي :

¹ Aka brou emmanuel , op, cit, p 45

² Thiémokho Diop,op,cit,p 15

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

-المجموعة الأولى ذات أسواق للأوراق المالية بمستوى سيولة فوق المتوسط و كذلك مستوى تطور أجهزتها المصرفية. أما الثانية لديها أسواق للأوراق المالية تتصف بالسيولة و لكن مستوى تطور أجهزتها المصرفية أقل من المتوسط .

_ المجموعة الثالثة درجة سيولة أسواق الأوراق المالية متوسط و يتمتع بأجهزة مصرفية متطورة .

_ المجموعة الرابعة تتصف بأسواق غير سائلة و تطور أجهزتها المصرفية دون المتوسط .

و تبين أن البلدان التي تتميز بسيولة أسواق الأوراق المالية وأجهزة مصرفية متطورة قد حققت نمو أسرع من البلدان التي لديها أسواق أوراق مالية غير سائلة و أجهزة مصرفية غير متطورة، فالمسألة ليست المفاضلة بين تطور أسواق الأوراق المالية أو تطور الأجهزة المصرفية ولكن كل منهما يعتبر مصدرا قويا للتنبؤ بالنمو الإقتصادي في المستقبل، و يدعم التأثير المستقل لأسواق الأوراق المالية و البنوك على النمو الإقتصادي و كلاهما يقدم أنواعا مختلفة من الخدمات المالية فأسواق الأوراق المالية توفر فرصا لمقايضة الخطر و تعزيز السيولة ، بالمقابل تعمل البنوك على إقامة علاقات طويلة الأجل مع الشركات. بالإضافة إلى ذلك تمارس أسواق الأوراق المالية تأثيرا على النمو الإقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات ، وتوضح دراسة قام بها Demirgus-kunt و Makshmovic سنة 1996 لبحث تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على الخيارات التمويلية للشركات في 30 دولة صناعية و نامية خلال الفترة 1980 - 1990 و توصل إلى أن تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على نسب المديونية إلى حقوق الملكية تعتمد على مستوى تنمية سوق الأوراق المالية، ووجد أن الشركات في الدول التي يتوفر بها أسواق أوراق مالية غير متطورة تزيد نسبة ديونها إلى حقوق الملكية عندما تبدأ أسواقها في التطور، أما الشركات المتواجدة في الدول التي لديها أسواق أوراق مالية متطورة، فإن إرتفاع مستوى تطور تلك الأسواق يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون¹ .

ثالثا_ العلاقة السببية بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي (الجدل حول الارتباط):

يوجد إتجاهين يقومان بتحليل العلاقة بين التمويل و النمو الإقتصادي .

الإتجاه الأول : يعتبر Bagehot و Schumpetrer سنة 1911 من بين أول من أكد على الدور الحيوي للنظام المالي في النمو، يعد عمل Goldsmith الذي جادل بأن تطوير أسواق رأس المال تؤثر إيجابيا على

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص ص239_ 240 .

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

النمو الإقتصادي عبر الزيادة في الإنتاجية الحدية لرأس المال¹. فالكثير من الباحثين أكدوا على أهمية النظام المالي في النمو الإقتصادي، فقد صرح Hicks سنة 1969 أن عملية التصنيع إذا تمت ترقيتها من خلال تطوير القطاع المالي بحيث يؤدي التوسع في عمليات تمويل المشاريع الرأسمالية إلى تنمية الإقتصاد و تعزيز القدرة الإنتاجية للإقتصاد، مما يؤدي إلى نمو إقتصادي أعلى، وقد توصل آخرون سنة 1995 إلى أن سوق الأوراق المالية المتطور يعمل على المدى الطويل في تحقيق النمو الإقتصادي².

و يوضح Mckinnon سنة 1973 أن التمويل الذاتي هو الطريقة الوحيدة لدفع الإستثمار في غياب نظام مالي، لكن يمكن بسبب إفتقار بعض المؤسسات للموارد الذاتية أن تفتقد الفرص المتاحة لتحقيق إستثمارات مربحة، تبين نظريات النمو الداخلي كيف يؤثر النظام المالي على النمو من خلال تسهيل تراكم رأس المال أو الابتكار التكنولوجي (وفق Levine 1997)³.

لكن خلال الستينات قدم بعض الباحثين رأياً مناقضاً مع الأطروحة الكنزية حول التنمية و التي يمكن أن نذكر منها غورلي و شو سنتي 1955 و 1967 و غولدسميث (1969)، باتريك (1966) و هيكس سنة 1969 و غيرهم، حيث أدت لظهور دراسات أكثر ملائمة للإرتباط الإيجابي بين التمويل و النمو .

فوفقاً لغورلي و شو (1967) خلال عملية التنمية الإقتصادية مع زيادة نصيب الفرد من الدخل عادة تشهد البلدان نمواً أسرع في الأصول المالية و الثروة أو الإنتاج الوطني ، و يحدد غورلي و شو إثنين من محددات التنمية المالية و هما : تقسيم العمل و تقنيات التحويل من المدخرات إلى الإستثمار⁴.

أما (Goldsmith) في سنة 1969 أجرى دراسة شملت 35 دولة متقدمة و نامية لإختبار العلاقة بين التطور المالي و التنمية الإقتصادية و توصل إلى وجود أثر إيجابي للتطورات المالية على النمو الإقتصادي، فالتوسع في الأصول المالية يؤدي إلى زيادة فاعلية الإستثمار و زيادة نسبة التكوين الرأسمالي إلى الناتج القومي⁵.

¹ Aka Brou Emmanuel , op,cit ,p 45

² Abu Nurdeen , op, cit, p 17

³ Aka Brou Emmanuel , op,cit ,p 45

⁴ Jude C. Eggoh, Développement financier et croissance : Une synthèse des contributions pionnières, Document de Recherche n° 2009-18 ,Laboratoire d'économie d'Orléans , Université d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, France, p 4

⁵ أيمن سعيد يوسف،(2011)، تأثير التطور المالي على النمو الإقتصادي في الأردن (1980-2009)، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و العلوم المالية ، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، ص 12

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

إن النظرية النيو كلاسيكية في السبعينيات ساعدت على ظهور مفهوم جديد للتمويل في عملية النمو الاقتصادي و التنمية من خلال العمل الذي قام به (1972) Cameron و (1962) Gerschenkron،

Patrick (1966) و Mac Kinnon (1973) و Shaw (1973) الذين يؤيدون فكرة أن التنمية المالية ضرورية للنمو الإقتصادي، و إن كانت البلدان النامية متدنية النمو، فإن ذلك سيكون بسبب إنخفاض مستوى نموها المالي ، لذلك ينادون بسياسات التحرر المالي كعلاج للتخلف و ضعف النمو الإقتصادي و قد حظيت هذه التطورت النظرية برد إيجابي من قبل المؤسسات الدولية (البنك الدولي و صندوق النقد الدولي) و تم إختبارها في العديد من البلدان النامية . إلا أن نتائج هذه السياسات لم تكن طويلة الأمد لأن التخلف الإقتصادي و المالي قد فسخ المجال أمام عدم الإستقرار الإقتصادي و الأزمات المالية التي ساهمت في فشل الموجات الأولى من سياسات التحرير المالي¹ .

و أكد Pedro S.Amaral و Erwan Quintin سنة 2007 أن سوق الأوراق المالية المتطور يرفع الإنتاج عن طريق زيادة رأس المال المستخدم في الإنتاج و لضمان ذلك يتم وضع رأس المال في أفضل الإستخدامات² .

الإتجاه الثاني : بعد أعمال كل من kig و Levine سنة 1993 المستوحاة من تأكيد شومبيتر 1912، درست العديد من الأبحاث مدى العلاقة بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي من خلال التشكيك في صحة تصريحات شومبيتر بمعنى العلاقة السببية بين التنمية المالية و النمو الإقتصادي .

و يشمل الباحثين الذين يتفقون مع Robinson (1952) على أن التنمية المالية تتبع النمو و التنمية الإقتصادية ، و ينبغي البحث عن مصادر أخرى للنمو³ .الذي يعتقد أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي الى التطور المالي، فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط الدخل الفردي إلى نمو متسارع في الاصول المالية. و يعني هذا أن اتجاه السببية يكون من الناتج الوطني إلى الأصول المالية، و دعمت دراسات Gurly و Show حيث أكدا أن من بين حوالي 35 دولة نامية و متقدمة تم بحثها تبين أن المؤشرات المالية تتجه للزيادة مع كل نمو في الدخل و الثروة، إلى جانب ذلك أوضحت دراسة king و Plosser أن التغير في التراكم الرأسمالي يحدث بالتزامن مع التطور التكنولوجي، و بالتالي يكون تأثير السياسة النقدية

¹ Jude C. Eggoh, op,cit ,p2

² Abu Nurdeen , op, cit, p 17

³ Aka Brou Emmanuel , op,cit ,p 45

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

على الاستثمارات و القطاع الحقيقي هامشيا، و هو ما يعني محدودية تأثير العوامل المالية على النمو الاقتصادي. و قد أيد Ireland هذه الفكرة بإستخدام أسلوب دراسة السلاسل الزمنية، حيث توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية في الاقتصاد الوطني يتغير بتغير معدل النمو الاقتصادي¹.

كما قد أهمل كينز (1936) في نظرية التنمية العلاقة بين التمويل و النمو حيث ركز على دور الإستثمار في الإنتاج الكلي و العمالة وأوصى كينز بتخفيض سعرالفائدة من أجل تشجيع الإستثمار، و فرق كينز بين نشاط الوساطة المالية الذي يدعم الإستثمار و المضاربات المالية التي تحدث في أسواق الأوراق المالية و التي تولد عدم الإستقرار المالي، و فيما يتعلق بالمعنى السببي بين التمويل و النمو فقد كان جواب كينز واضح أن التنمية المالية هي إستجابة للتغير في العرض و الطلب في القطاع الحقيقي، و بالتالي لا تسبب النمو و لكن تتبع النمو فهو يتفق مع Robinson².

حسب رأي هؤلاء المؤلفين فإن التنمية المالية ليست الدافع للنمو الإقتصادي و إنما العكس، و من المساهمات التي دعمت هذا الجدل Arestis و Demetriades سنة 1996 و التي تظهر أن التنمية المالية لا يتوقع منها زيادة النمو الإقتصادي، كما أن أغلبية الدراسات سلطت الضوء حول العلاقة بين التمويل و النمو الإقتصادي على مقاييس النظام المصرفي فقط و حجب جزء من التطور المالي و هو يتعلق بصعود الاسواق المالية و من أجل أخذ التنمية المالية في الإعتبار بشكل أفضل يجب أن تتضمن الدراسات مؤشرات لقياس حجم سيولة الاسواق المالية حيث قدمت دراسة Levine و Zervos سنة 1998 و Beck و Levine سنة 2002 دليلا على أن تطور الاسواق المالية هو مؤشر يسمح بفهم أفضل لعملية النمو الإقتصادي، وينبغي النظر للهيكل المالي ككل عند تحليل العلاقة بين التطور المالي و النمو³.

و تشير المرحلة الحالية من المعرفة إلى أن القطاع أو النظام المالي الذي يعمل بكفاءة يمكن أن يحفز معدلات النمو الاقتصادي.و إن النظم المالية غير الكفؤة أو القطاع المالي المتخلف يمكن أن يؤدي إلى تخلف أو عرقلة النمو الاقتصادي ، وتدخل هذه النظم عناصر غير اقتصادية كلية ليس لها كفاءة في عملية الوساطة بين المدخرات و الاستثمارات، و من ثم تحد من النمو الاقتصادي ، كما قد تؤثر على زيادة تكاليف

¹ عبد الله غانم ، عبد الحفيظ خزان(2017)، الوجيز في أسواق الأوراق المالية و أثرها على النمو الإقتصادي ، ط1، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، ص 211

² Jude C. Eggoh(2009),Développement financier et croissance : Une synthèse des contributions pionnières, Document de Recherche n° 2009-18 ,Laboratoire d'économie d'orléans , Université d'Orléans, Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion, France, p 4

³ Thiémokho Diop,op,cit,p 16

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

المعاملات و تقلل من الإنتاجية الكلية لرأس المال, يمكن أن تؤدي السياسات الاقتصادية الكلية غير المناسبة إلى إضعاف أداء و كفاءة النظام المالي, مما يؤثر بدوره على التوازن الاقتصادي الكلي و تخفيض الناتج. إن أغلبية الدراسات التطبيقية تؤيد اتجاه العلاقة السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي, فبينما يشكك بعض الاقتصاديين في قدرة القطاع المالي على التأثير على النمو الاقتصادي, يرى بعض الباحثين من بينهم (Ross Levine) أن النظام المالي المتطور مهم لتعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية و ممارسة الرقابة على الشركات, و تشير العديد من الدراسات إلى أن سوق الأوراق المالية المتطورة توفر فرصا عديدة لتحفيز النمو الاقتصادي. حيث أشار Greenwood و Smith إلى أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية الكفوة أن تخفض من تكلفة تعبئة المدخرات في الاقتصاد¹.

و يمكن القول أنه توجد علاقة طردية بين تطور سوق الأوراق المالية و بين النمو الإقتصادي, حيث يؤدي الإرتفاع في مستوى تطور سوق الأوراق المالية إلى زيادة النمو الإقتصادي و الإنخفاض في درجة تطور سوق الأوراق المالية يؤدي إلى إنخفاض معدلات النمو الإقتصادي, كما أن النمو الإقتصادي يساهم بدوره في تطوير و تنمية أسواق الأوراق المالية حيث توجد علاقة متبادلة بينهما فكلاهما يكمل الآخر.

المطلب الثالث : أهمية سوق الأوراق المالية في الإقتصاد :

تعمل سوق الأوراق المالية على تحقيق التوازن بين قوى العرض و الطلب على الأموال و تمنح الحرية الكاملة لإجراء كل المعاملات و المبادلات و تزداد أهميتها في المجتمعات التي تتسم بالحرية الاقتصادية و تستمد الأسواق المالية أهميتها من الدور البالغ الأهمية الذي تقوم به ، من خلال نقل الأموال من الأطراف التي لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال ، بالإضافة إلى جذب فائض رأس المال غير الموظف في الإقتصاد الوطني و تحوله من أموال مجمدة إلى أموال موظفة وذلك من خلال عمليات الإستثمار في الأوراق المالية التي يقوم بها الأفراد و الشركات عن طريق طرح أسهم و سندات وإعادة بيعها وبهذا تعمل أسواق الأوراق المالية على تأكيد التسيير الجيد للموارد النقدية للمشروعات .

¹ عبد الله غانم ، مرجع سبق ذكره ، ص 213

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

_ تساهم أسواق الأوراق المالية في توفير عوائد مناسبة خاصة لصغار المستثمرين و تعتبر أداة هامة للعمل على تحقيق التنمية الإقتصادية إذا تحققت مجموعة من المكاسب الإقتصادية منها منافع التملك و الإنتفاع و الحياة و العائد الإستثماري المناسب .

_ تشجيع الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي على تحسين أسعار الأسهم لهذه الشركات. إضافة لما سبق كلما كانت أسواق الأوراق المالية أكثر فعالية كلما كانت لديها القدرة على تحقيق الإستقرار الإقتصادي للدولة و ذلك من خلال مايلي :

_ العمل على رفع مستويات الإنتاج في الإقتصاد عن طريق تمويل الإستثمارات و رفع مستويات التشغيل أو التوظيف و بالتالي تحقيق مستوى أفضل للدخل الفردي .

- المساهمة في تمويل التنمية الإقتصادية من خلال قيام الحكومات بالإقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية و رفع معدلات النمو الإقتصادي .

أولا : قنوات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الإقتصادي :

1_ زيادة معدل الإستثمار في الإقتصاد الوطني : تعمل أسواق الأوراق المالية على تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية ، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يملكون القدرة على القيام بمشاريع إستثمارية ، وتوجيه هذه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني الأمر الذي يساهم في تحقيق التنمية و الحد من التضخم و هذا ينعكس على زيادة رؤوس أموال الشركات و بالتالي زيادة معدل النمو الإقتصادي بالإضافة إلى أنها تعمل على توجيه المدخرات نحو الإستثمارات المالية المناسبة حسب إتجاهات الأسعار¹ .

2 _ الإستفادة من التطورات المالية حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق إرتباطها بالأسواق المالية الدولية و يساعدها على جذب الإستثمارات أجنبية و تدعيم التكنولوجيا² .

3- المساهمة في تخفيض معدلات التضخم حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد و المؤسسات و بالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية و توجيه هذه المدخرات إلى الإستثمار بدلا من الإستهلاك .

¹ عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 80

² المرجع نفسه ، ص 83

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

4_ توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية التي تمكن المستثمر من الحصول على ما يحتاجه من فرص استثمارية تحقق له عوائد مناسبة و تجنبه متاعب البحث على إختيار الإستثمار الملائم لرغباته ، بالإضافة لكونها تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى مجالات أكثر ربحية وهذا ما يحقق النمو و الإزدهار الإقتصادي، إلا أن هذا يتطلب توفير الأمان و ضرورة وضع وسائل لحماية المستثمر من مخاطر الغش و التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية .

5- إن قيام المستثمر بتكوين محفظة أوراق مالية متنوعة لقطاعات مختلفة من خلال سوق الأوراق المالية يعمل على تخفيض علاوة الخطر و بالتالي تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات إذ أنه بدون التنوع في الأصول المالية يتعرض المستثمر لمخاطر السيولة ما يجعله يسحب أمواله من الإستثمارات الطويلة الأجل وهذا ما يؤثر على النمو الإقتصادي .

6_ تعتبر سوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات و المشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين و يتم الحكم على واقع الشركات و مدى نجاحها أو فشلها ، كون أن إنخفاض أسعار الأسهم بالنسبة إحدى الشركات يدل على ضعف مركزها المالي، الأمر الذي يستدعي ضرورة إجراء تعديلات في إدارتها أو إستراتيجياتها لتحسين مركزها .

7_ تسعى سوق الأوراق المالية إلى تشجيع الإستثمارات الأجنبية و جذب العملة الصعبة من خلال إزالة القيود على الإستثمار الأجنبي في السوق المالي، وتبيان مكانة الشركات المسجلة لديها ، إذ إنضمام أي شركة لهذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات و يدل على أن مركزها المالي جيد، فتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على زيادة حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، وتخلق مصدرا ماليا لتمويل المشاريع الإقتصادية¹.

8_ إن سوق الأوراق المالية أداة لجمع الإدخارات حيث نسبة المتوسط العالمي للإدخار هو 13% ، ويتجه هذا الإدخار الوطني في الإتجاهين التاليين، إما على شكل أصول مادية كالعقارات أو على شكل أصول مالية تتمثل في الإيداعات على المدى الطويل وكذلك الإستثمار في القيم المنقولة كالأسهم و السندات على حسب أنواعها، ومن خلال توظيف المدخرات و جمعها و مقارنة العوائد لأنواع مختلفة من الإدخارات الفردية أو الجماعية أو لمؤسسات مالية أو الدولة أو النشاط الأجنبي .

¹ عبد الله غانم ، مرجع سبق ذكره ، ص 206

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

9_ البورصة أداة لدوران وانتقال رؤوس الأموال، حيث ثروات الطبقات البرجوازية الكبرى في أوروبا تتضمن الكثير من التوظيفات غير الإنتاجية، و يوجد رأس مال عائلي هام جدا في القطاعات الصناعية و التجارية و المالية حيث تشكل البورصة بالنسبة لها أداة ضرورية و هامة جدا لدورانها و إنتقالها¹ .

ثانيا : أهمية سوق الأوراق المالية للإقتصاديات النامية :

إن التطورات الكبيرة التي تشهدها الأسواق المالية مع إنتشار ظاهرة العولمة و ما لازمها من مفاهيم متعلقة بالإفتتاح الإقتصادي ، ظهر الدور المهم لرأس المال و أصبح من غير الممكن التخطيط

لعمليات التنمية الإقتصادية في البلدان النامية عامة، دون الأخذ بعين الإعتبار أهمية هذا العنصر و بمأن العديد من الدول النامية تتمتع بثروات ضخمة وبعض الدول النامية الأخرى لا يمكن الإستغناء عنها لكونها أسواق تصريف فإنه لا يمكن إهمال الدور الذي تلعبه هذه الإقتصاديات في المستقبل في أي إستراتيجية تتعلق بالتجارة و بحركة و تمركز رأس المال . فقد أصبحت الأسواق المالية أداة إقتصادية فعالة في التكيف مع المتغيرات الإقتصادية و السياسية و أصبح من الضروري مشاركة الدول النامية في هذه الأسواق لتقليص الآثار السلبية المحتملة و الناتجة عن الصدمات التي تتعرض لها المراكز الإقتصادية العالمية . و تساهم هذه المشاركة في توفير المناخ الملائم للإستفادة من الفرص المتاحة و يتطلب وجود سوق فعالة للأوراق المالية مناخا سياسيا و إقتصاديا يتميز بتوفر عدد كبير من العناصر منها² :

_ حرية حركة رؤوس الأموال و حرية التجارة و الصناعة إلى حد كبير .

_ إستقرار الأوضاع السياسية و الإجتماعية و تدعيم عمليات التطور .

_ مصداقية صانعي القرار على كافة المستويات .

_ و يوجد العديد من الفوائد الآنية و الإستراتيجية التي يمكن أن يحققها إقتصاد دولة نامية بفضل إنشاء سوق للأوراق المالية منها :

_ إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية إضافة لتلك المحلية .

¹ عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 26

² عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص 27

الفصل الأول : أسواق الأوراق المالية و علاقتها بالنمو الإقتصادي

- _ تجميع المدخرات الوطنية ، إذ لطالما وصفت البلدان النامية بالضعف في إدخاراتها الوطنية اللازمة لنجاح عملية التنمية الإقتصادية .
- _ المساهمة في توظيف أكبر عدد من اليد العاملة المحلية من خلال توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع الكبيرة و الأساسية لعملية التنمية .
- تخفيض الآثار السلبية المحتملة للسوق المالية غير الرسمية من خلال الإجراءات الآتية :
 - توفير المعلومات الصحيحة و الدقيقة وتسهيل إمكانية الحصول عليها من قبل المستثمر و بطرق فعالة.
- _ حماية المستثمر و الاقتصاد ككل م الآثار السلبية للمضاربة من خلال التخفيض من حدة المضاربة وذلك عن طريق وضع قوانين و إتخاذ إجراءات صارمة، مع وجود هيئة مختصة لتطبيقها .
- _ توفير الأدوات الإستثمارية و المعلومات الدقيقة التي تساهم في عملية التحوط ضد المخاطر الناتجة عن الصدمات المالية و الإقتصادية الخارجية .
- التخفيف من حدة الأزمات الإقتصادية من خلال إستخدام المؤشرات التي تعكس حالة السوق وأدوات التنبؤ بالوضع الإقتصادي .

خلاصة الفصل :

تناول هذا الفصل العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي من خلال توضيح أهمية أسواق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد، حيث تلعب أسواق الأوراق المالية دورا مهما في تعبئة الموارد المالية و التحفيز على الإستثمار كما تعتبر مرجعا أساسيا لتبيان مدى كفاءة السياسات الإستثمارية في إقتصاد بلد ما ، فقد شهدت الأسواق المالية تطورا كبيرا عبر الزمن مما ساهم في إستحداث أدوات مالية جديدة بالإضافة للأسهم و السندات و ظهور ما يسمى بالمشتقات المالية بإختلاف أنواعها وما تحمله من مزايا للمستثمرين ، و يعتبر النمو الإقتصادي هدفا من أهداف أي سياسة إقتصادية و قد أثارت العلاقة بين التطور المالي بشكل عام و تطور أسواق الأوراق المالية بشكل خاص بالنمو الإقتصادي إهتمام الكثير من الإقتصاديين من مؤيد و معارض لإتجاه هذه العلاقة، إلا أنه يمكن القول أن كلاهما يكمل الآخر .

الفصل الثاني

العولمة المالية و إنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

تطورت ظاهرة العولمة المالية منذ عقد التسعينيات وهي أهم مظاهر العولمة الإقتصادية و تميزت بالتطور الذي حدث على مستوى أسواق المال في الترابط بين الأنظمة المالية و النقدية لمختلف الدول، حيث بذلت الكثير من الدول مجهودها لتبدأ في إجراءات التحرير المالي و إزالة القيود أمام حركة رؤوس الأموال و تشجيع المستثمرين على الإستثمار في سوق الأوراق المالية .

و قد قسم هذا الفصل الى ثلاث مباحث كما يلي :

- المدارس و النظريات المفسرة لتدويل رأس المال

- العولمة المالية

- عولمة أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول : المدارس و النظريات المفسرة لتدويل رأس المال

إن تزايد حركة رؤوس الأموال بين الدول أو ما يطلق عليه بتدويل رأس المال يعتبر من أهم المراحل التي سبقت العولمة المالية و فيما يلي سوف نتطرق لأهم المدارس و التحليلات التي جاء بها الإقتصاديون لتفسير هذه الظاهرة .

المطلب الأول :المدرسة الاشتراكية و المدرسة الكلاسيكية :

سنتناول عند عرض المدرسة الاشتراكية كل من مساهمة رودولف هلفردنج و روزا لوكسبورغ و نيكلاي بوخارين و لينين ثم التطرق للمدرسة الكلاسيكية حيث ينصب تحليل الاقتصاديين الكلاسيك في إطار سوق كاملة .

أولا _ المدرسة الاشتراكية:

1- مساهمة رودولف هلفردنج :

من خلال كتابه رأس المال المالي الدولي الذي ألفه سنة 1910 أراد هلفردنج تقديم تفسير علمي للظواهر الاقتصادية لتطور الرأسمالية والتي من أهم ما يميزها ظاهرة تركيز رأس المال التي تتجلى في إلغاء المنافسة الكاملة وظهور الاحتكارات وزيادة الارتباط بين رأس المال البنكي و رأس المال الصناعي وحسب هلفردنج إن رأس المال المالي هو عبارة عن رأس المال النقدي الذي يكون بحوزة البنوك ويستخدمه رجال الصناعة، وهو الذي يهيمن في مرحلة الرأسمالية الاحتكارية منطلقا في تحليله من تجربة البنوك الألمانية في تمويل الصناعة في أواخر القرن التاسع عشر و أوائل القرن العشرين التي عملت على تقديم القروض طويلة الأجل وتوفير ما تحتاج إليه من رؤوس أموال فزادت تبعية الصناعة الألمانية للبنوك مع تطور الرأسمالية¹.

¹ _رمزي زكي (1999) ، العولمة المالية ، الإقتصاد السياسي لرأس المال العالمي الدولي (رؤية من البلاد النامية) ، الطبعة الأولى ، دار المستقبل العربي، ص ص 19- 20

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ ويقول هلفردنج " مع تطور الرأسمالية يزداد مجموع الأموال التي تضعها الطبقة غير المنتجة في خدمة المصارف التي تقوم بدورها بوضعها في خدمة الصناعة وتكون الأموال الضرورية للصناعة في حوزة المصارف وتزداد تبعية الصناعة للمصارف مع تطور الرأسمالية ومنظماتها التسليفية " ¹.

من الأمور الأساسية في تحليل هلفردنج هو الربط بين الاحتكارات من جهة وفوائض رؤوس الأموال من جهة أخرى، فهو يرى أن الاحتكارات تستطيع أن تحقق معدلات ربح ضخمة وأن تلك الاحتكارات من شأنها أن تبطئ من استخدام رؤوس الأموال الفائضة الباحثة عن التراكم وهو ما يخلق تناقض يتطلب حلا، والحل هو تصدير رأس المال .

ولقد ربط هلفردنج بين ظاهرة تصدير رؤوس الأموال وبين قانون إتجاه معدل الربح نحو التدهور على المدى الطويل بإعتبار أن تصدير رؤوس الأموال من البلدان الرأسمالية الصناعية الى البلدان الأخرى، لا يتم بسبب إستحالة تشغيل هذه الأموال داخل هذه البلدان بل لأنه من الممكن تشغيل هذه الأموال داخل هذه البلدان لأنه من الممكن تشغيلها أو توظيفها بمعدلات ربح أعلى في الخارج ، وتلك هي ضرور تصدير رأس المال في النظام الرأسمالي وقد ربط أيضا هلفردنج بين تصدير رؤوس الأموال والإمبريالية .

2 _ مساهمة روزا لوكسمبورغ:

من خلال كتابها "تراكم رأس المال " التي أصدرته سنة 1913 لاحظت التناقضات الموجودة في نمط الإنتاج الرأسمالي وأثارت مسألة نمط توليد وإمتصاص الفائض .

وأشارت إلى أن تناقضات النظام الرأسمالي تتمثل في التناقض القائم بين قدرة النظام اللا محدودة لتوسع قوى الإنتاج وبين القدرة المحدودة على التصريف بسبب علاقات التوزيع، وهو الأمر الذي يهدد دوما النظام بعدم التوازن.

- وقد توصلت روزا لوكسمبورغ في تحليلها إلى أن الحل يجب أن يكون خارجيا ومن بيئات غير رأسمالية حيث تقول : "لا يمكن لتراكم أن يحصل إلا في حالة توسع مجالات التصريف بالخارج " .

ولا يمكن لمجالات التصريف أن تكون خارجية إلا بتطوير العلاقات مع الدول الأقل تطور ².

¹ - كريستيان بالو ترجمة عادل عبد (1980)، الإقتصاد الرأسمالي ، المرحلة الإحتكارية و الإمبريالية ، دار خلدون ، بيروت ، ص 47

² كريستيان باولو ، مرجع سبق ذكره ، ص 73

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

لأن ذلك يضعف إلى حد بعيد الرأسمالية نحو الركود والبطالة والأزمات ويجد منفذا له في الأسواق الخارجية وتأمين متطلبات الإنتاج من خلال الحصول على المواد الخام وذلك ينعكس على إعاقة مفعول

قانون إتجاه معدل الربح نحو التدهور داخل البلدان الصناعية ، وبهذا تكون قد ربطت بين ظاهرة الامبريالية وتصدير رأس المال¹ .

3_ مساهمة نيكولاي بوخارين :

في كتابه "الاقتصاد العالمي والامبريالية " الذي أصدره سنة 1915 تعرض لمقولة رأس المال المالي عندما حل ظاهرة الامبريالية وتدويل رأس المال، وحسب بوخارين فإن التقسيم الدولي للعمل يتطابق مع تقسيم العمل بين قطاعين رئيسيين وهما الصناعة والزراعة.²

وقد تناول الاقتصاديات الوطنية كجزء من الإقتصاد العالمي الذي يتكون تدريجيا من خلال السوق العالمي للسلع والتي تكونت هي الأخرى على قاعدة التخصص وتقسيم العمل الاجتماعي بحيث إنقسم العالم إلى بلدان صناعية وبلدان زراعية، أما السوق العالمي لرؤوس الأموال فهو نتيجة حتمية لتكوين السوق العالمي للسلع وهو قائم على أساس تدويل رأس المال المصرفي الذي يتحول إلى رأس مال صناعي بواسطة تمويله للشركات الصناعية .

وبهذا الشكل يكون نوع خاص من رأس المال المالي ولكن على الصعيد العالمي، وهو الأمر الذي أدى إلى ظهور الاحتكارات العالمية التي تولدت من خلال الملكية الجماعية لرأسماليين في عدة بلدان بفضل الحياة المشتركة لقيم تلك المؤسسات وبذلك يكون بوخارين من أوائل الذين تحدثوا عن شركات متعددة الجنسيات³ .

ويؤيد بوخارين فكرة تصدير رأس المال الذي يتم بسبب مفعول قانون إتجاه معدل الربح نحو الإنخفاض على المدى الطويل متفقا مع رأي هلفردنج، ويعتقد بأن ذلك يؤدي إلى دعم عملية تصدير السلع وهو دعامة لإيجاد شبكة عالمية للتبادل⁴ .

¹ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص 22

² كرستيان باولو ، مرجع سبق ذكره ، ص 78

³ مرزوق آمال (2006)، العولمة المالية و إمكانية نشوء الإقتصاديات الإنتقالية ، حالة الإقتصاد الجزائري ، رسالة ماجستير (غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة ، الجزائر، ص 11

⁴ كرستيان باولو ، مرجع سبق ذكره ، ص 80

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

كما تطرق إلى تكامل الأسواق المالية العالمية حينما أشار إلى أن تصدير رأس المال يؤدي إلى ميل معدل الربح وسعر الفائدة إلى التعادل على الصعيد العالمي .

4_ لينين :

من خلال كتابه " الإمبريالية أعلى مراحل الرأسمالية " أصدره سنة 1916 إعتد على تحليل كل من بوخارين وهيلفردنج وأعتبر أن تصدير رأس المال إلى الخارج له الأولوية على تصدير السلع والسبيل للتوسيع نطاق الصادرات السلعية وكسب الأسواق الجديدة وقد توصل لينين إلى أن رأس المال المالي لا يعني بالضرورة هيمنة رأس المال المصرفي على رأس المال الصناعي كما ذهب إلى ذلك هلفردنج بل على العكس، كما أشار إلى أن تصدير رأس المال يحول الدول الإمبريالية إلى دول ريعية تعتمد على عوائد رؤوس الأموال الموظفة بالخارج وهنا يتجلى الطابع الطفيلي للرأسمالية في عصر الإمبريالية¹.

ثانيا - المدرسة الكلاسيكية :

قدم الإقتصاديون الكلاسيك تحليلهم في إطار سوق كاملة حيث لا يَؤخذ بدور الدولة بعين الاعتبار وتكون حركة رأس المال وعناصر الإنتاج كاملة وينتقل رأس المال من البلد الأكثر تطورا يتميز بإنخفاض إنتاجية رأس المال نحو البلد الأقل تطورا حيث تكون الإنتاجية فيه مرتفعة وتستمر هذه الحركة إلى النقطة التي تصبح فيها إنتاجية الوحدة الأخيرة من رأس المال متساوية في البلدين عندها تتوقف الحركة حتى يظهر فرق جديد في العائد في نفس الإتجاه أو في الإتجاه المعاكس، وهذا ما فسره ستيوارت ميل (Mill.S) بقوله : طالما بقيت هناك مجتمعات قديمة يتزايد فيها رأس المال بسرعة ومجتمعات جديدة تكون فيها الأرباح طائلة، فإن معدل الأرباح في البلدان القديمة لا يتدنّى إلى الحد الذي يتوقف عنده التراكم أو التجمع ، فالإنخفاض يتوقف عند المعدل الذي تبدأ فيه الرساميل بالهجرة².

ولم يبق النموذج الكلاسيكي في الإطار النظري لكنه إذا تضمن المخاطر فإنه يقترب من الواقع حيث يتطلب الاستثمار أن يكون الفرق في العائد بين البلدين من وجهة نظر صاحب رأس المال كافيا لحمله على الاستثمار في الخارج³ ، بعد الأخذ بعين الاعتبار الأخطار المتوقعة والتي يمكن أن يتعرض إليها رأس

¹ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، 24

² جيل برتان (1970)، ترجمة علي مقلد، الإستثمار الدولي، ط1، عويدات للنشر و التوزيع، بيروت ، ص30

³ مرزوق أمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 8

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

المال، وبفضل أن يتوجه الاستثمار نحو البلدان و القطاعات الاقتصادية الأكثر أمانا ، وهكذا يضيف المستثمر على العائد المتوقع علاوة مخاطرة تتناسب مع حجم الخطر المرتقب أن يتعرض إليه.

المطلب الثاني : المدرسة الكينزية ونظرية الفائض

يعتبر كينز من أهم الإقتصاديين الذين ساهمو بأفكارهم على مدى فترة من الزمن في تحليل مشاكل النظام الرأسمالي و فيمايلي سوف نتطرق لنظرية كينز و نتائجها بالإضافة لنظرية الركود طويل المدى التي قدمها الإقتصادي الأمريكي ألفن هانس .

أولا_ نظرية كينز :

1 _ عرض النظرية :

وفق أفكار جون ماينرد كينز " John M . Keynes" وفي اطار فرضية الإقتصاد المغلق يعتبر التوازن بين الإدخار و الاستثمار شرطا أساسيا، لأن مع تزايد الدخل يرتفع الميل للإدخار و بالتالي ينخفض الإستهلاك وهذا ما يستدعي الإتجاه نحو الإستثمار حتى يحقق التوازن¹، إلا أنه مع تزايد كل من الدخل والإستثمار تتجه الكفاية الحدية لرأس المال نحو الإنخفاض، وهذا ما يجعل عدم التوازن بين الإستثمار والإدخار وهذا يعني أن النظام معرض للبطالة وللأزمات ولقد توصل كينز إلى أن الإقتصاد الرأسمالي يمر بدورات كساد ولايمكنه الرجوع للإنتعاش من ذاته، ولأن هذه الفرضية في إطار إقتصاد مغلق فإن الحل يكون في التدخل الحكومي لإستعاب ذلك الفائض من خلال رفع حجم الطلب، وقد أسند هذا الدور لقطاع التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال في ظل إقتصاد مفتوح، وإقترح كينز مايلي :

1_ لم يعتمد كينز في تحليله على ظاهرة تدويل رأس المال وتصديره .

2- ضرورة تقليص كل من معدلات الفائدة ومعدلات الضرائب والتوسع في الإنفاق الحكومي الأمر الذي من شأنه أن يعمل على زيادة حجم الدخل والإنفاق وبالتالي زيادة فرص التوظيف و الإستثمار .

2_ نتائج نظرية كينز :

_ إن تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي والتوسع في الإنفاق الحكومي أدى إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي في دول أوروبا بسبب التوسع في عمليات إعادة التعمير ولم تظهر مشكلة فائض رؤوس الأموال

¹ مرزوق آمال ، مرجع سبق ذكره ، ص 24

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

وإنما كانت بحاجة لإسترداد رؤوس الأموال، وهو ما تحصلت عليه من خلال مشروع " مارشال " والقروض المقدمة من طرف البنك الدولي وقد تراجع الحديث على مشكلات البطالة و الركود¹ .

_ اتجهت الولايات المتحدة الأمريكية لتأمين نظام نقدي وتجاري عالمي جديد يمكنها من العمل على تطوير علاقات إقتصادية دولية حرة ، تتميز بإستقرار أسعار الصرف ونظام تجاري خالي من القيود يعمل على زيادة الصادرات وزيادة الإستثمارات الخارجية وقد حاولت تحقيق هذا من خلال أسس "نظام بریتون وودز " .

3_نظرية الركود طويل المدى :

برزت نظرية الركود طويل المدى التي قدمها الاقتصادي الأمريكي "ألبن هانس" Alvin.senanH.H في الأربعينات والتي في غلبت الرؤية الكينزية التي تعتبر أن الرأسمالية تحمل في طياتها ميلا نحو الركود و الكساد، فقد طرحت هذه النظرية قضية فائض رؤوس الأموال وكيفية معالجته من وجهة نظر كثرية .

وتتلخص هذه النظرية في أن البلدان الرأسمالية لم تستفيد من الفرص الإستثمارية التي أتيحت لها سابقا والتي بدأت في الإنخفاض منذ الثلاثينات وأصبحت لا يمكنها إستيعاب حجم الإدخار² .

وأصبحت تعجز عن تحقيق التوظيف الكامل ويعاني من وجود فائض في الإدخار بسبب البطالة والركود ويرجع ذلك لعدة عوامل منها ما أدى لزيادة الإدخار ومنها ما عمل على تحقيق الفرص الإستثمارية وتتمثل فيما يلي :

- نمو الموارد الذاتية من الإحتياطات والأرباح غير الموزعة للشركات المساهمة وزيادة حجم الإدخار و الإرتفاع في مستوى الدخل مع تزايد المدخرات التعاقدية التي تتجمع في شركات التأمين وصناديق المعاشات لإعادة إستثمارها لكن بقاء جزءا منها معطلا دون تشغيل .

- عدم وجود منافذ مناسبة للإستثمار وتقلص الفرص الإستثمارية نتيجة إنخفاض عدد المستهلكين بسبب تراجع معدل النمو السكاني في البلدان الصناعية .

_ التوقف عن إستغلال المناطق الجديدة ساهم في تقليص الإستثمار وذلك سواء في داخل الدولة أو خارجها ، بسبب إستكمال عملية التنمية في البلدان المتخلفة .

¹ رمزي زكي ،مرجع سبق ذكره ، ص 31

² المرجع نفسه ، ص 32

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

وتراجع الإستثمارات الأجنبية بسبب العدائية بين الدول الصناعية .

_ مساهمة التقدم التكنولوجي في توفير إستعمال رؤوس الأموال بسبب دوره في تخفيض تكاليف الإنتاج .

_ إرتفاع الإحتكارات في الإقتصاد الذي يعمل على إعاقاة التوسع الإستثماري والحفاظ على حجم الأرباح الضخمة¹.

- وفقا لهذه النظرية يجب توفير مجالات إستثمار لإستعابة التزايد المستمر في الإدخار عبر الزمن حتى يتحقق التوازن، ومع الزيادة في الدخل والإنفاق و النمو و التوظيف بشكل مستمر تتناقص فرص الإستثمار مما يجعل الإقتصاد عاجز عن تحقيق التوظيف الكامل ويعاني من الركود والبطالة .

- كما قدم "هانس" وأنصاره هذه النظرية بناءً على الأفكار الكينزية مجموعة من الإقتراحات لمعالجة الركود الطويل المدى، وهي إجراءات تدور حول كيفية تقليص الفارق بين حجم المدخرات وفرص الإستثمار، حيث يقترح ضرورة دعم تصدير رؤوس الأموال الفائضة للإستثمار في الخارج وذلك تحت إشراف الحكومة .

4- الكينزية الجديدة :

ظهرت دراسات هامة بعد الحرب العالمية الثانية تعرضت لقضايا التوازن الإقتصادي على المدى الطويل، ومن بينها دراسة " جوان روبنسون " Joan J . Robinson " في كتابها " تراكم رأس المال " الذي أصدر سنة 1956 تناولت تناقضات النظام الرأسمالي، ونقاط الضعف فيه في ظل مرحلة الإحتكارية و إنطلقت من أن النظام الرأسمالي في إطار التنظيم التنافسي وفر منافذ عملت على إمتصاص الفائض الإقتصادي في ظروف التوظيف الكامل، أما حالة الإحتكار فإنها تمثل عقبة أمام نمو النظام الرأسمالي وتجعله يعاني من الركود و البطالة .

¹ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره، ص 34

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

فالمنافسة تعمل على زيادة الأجر مع الزيادة في الإنتاجية ويبقى معدل الربح مستقرا على المدى الطويل¹.

_ فقد أشارت رينسون في تحليلها أنه في حالة المنافسة الكاملة لن يظهر نقص في حجم الطلب وسيكون النظام في حالة توازن وإستقرار في الأسعار .

كما أن زيادة الإحتكار في الإقتصاد من أجل تحقيق أرباح مرتفعة (مع ثبات المستويات الفنية للإنتاج) تؤدي إلى إنخفاض معدل الأجر الحقيقي والذي يؤدي إلى إنخفاض الطلب الإستهلاكي ومن ثم مشكلة عدم توزيع الإنتاج وحالة الركود .

_ لم تضع رينسون حلول لأزمة توازن النظام عن طريق تصدير رأس المال وإنما إعتمدت في تحليلها على عوامل داخلية كالعمل على زيادة الأجر حتى يمكن إستعاب فائض الإنتاج .

ثانيا_ نظرية الفائض :

إعتمد تحليل كل من بول باران paul Baran و بول سويزي " Sweezy.paul M " في عمل بعنوان " رأس المال الإحتكاري " الذي ظهر سنة 1966 على فكرة تزايد الفائض الإقتصادي في الرأسمالية الإحتكارية وليس على قانون إتجاه معدل الربح نحو الإنخفاض على المدى الطويل، ففي ظل الرأسمالية الإحتكارية يستمر الفائض الإقتصادي في الزيادة والذي لايمكن إستعابه إلا من خلال إما إستثماره أو إستهلاكه وأخيرا تبديده، ومع تزايد العجز على إمتصاصه سواء بإستثماره أو بإستهلاكه بفعل الأسعار شبه الإحتكارية وهذه الوضعية التي تخلق عدم التوازن بين حجم الإستثمار وحجم الفائض الإقتصادي ويرى باران وسويزي أنه من الممكن تصدير جزء من الفائض إلى الخارج و الإستثمار في بلدان ذات أرباح عالية ولكنهما لا يعتمدان كثيرا على مسألة إمتصاص الفائض بهذه الطريقة لأنه لايمكن إعتباره منفذا يوجه إليه الفائض لكن إمتصاص هذا الفائض داخليا وتنشيط الطلب بعدة أشكال²:

_ دور الحكومة في إستعاب الفائض من خلال الإنفاق العسكري .

_ النشاط التسويقي و الإعلان والخدمات الأخرى وكافة أشكال التبديد الإقتصادي .

¹ بن يوب فاطمة (2014)،عولمة أسواق المال، معاينة من زاوية المخاطر، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، ص 20
² رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 38- 39

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ إن نظرية الفائض لم تعطي أهمية لمسألة تصدير فائض رؤوس الأموال كحل لمشكلة عدم التوازن الإقتصادي في الرأسمالية الإحتكارية ، فوائض التاريخ قبل السبعينات في هذه الفترة لم تشهد حركات واسعة في تصدير رؤوس الأموال من البلدان الرأسمالية الصناعية وذلك لعدم وجود فوائض ضخمة في رؤوس الأموال الأوروبية واليابانية بسبب زيادة معدلات الإستثمار المحلي لتنفيذ مشروعات إعادة التعمير في تلك الفترة، ولقد ساهم إستقرار نظام النقد الدولي وثبات أسعار الصرف في تلك الفترة بتحسين الأوضاع المالية و النقدية غالبية دول العالم من الإبتعاد على فكرة تصدير رؤوس الأموال والحد من المضاربة .

المطلب الثالث : الليبرالية الجديدة :

إن فترة السبعينيات من القرن العشرين تمثل نقطة تحول في التاريخ الإقتصادي وذلك نتيجة ظهور عدة متغيرات أساسية شملت مختلف الإقتصاديات في العالم، حيث على الصعيد العالمي إنهار نظام النقد الدولي (بإنتهاء ثبات الأسعار) الذي كرسه اتفاقية بريتون وودز عندما أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية في 1971 عن فصل العلاقة بين الذهب والدولار ودخول العالم مرحلة تعويم أسعار الصرف ، وانتشرت الفوضى في أسواق النقد وتدهور النمو الإقتصادي في الدول الرأسمالية ، وظهر أزمة الفوائض النفطية نتيجة إرتفاع أسعار النفط سنة 1973 فإرتفع عجز موازين المدفوعات لمختلف دول العالم.

_ أما على الصعيد المحلي دخلت الإقتصاديات الصناعية منذ السبعينيات أزمة هيكلية تمثل في ظهور الركود التضخمي بتزامن إرتفاع معدلات البطالة مع إرتفاع التضخم والدخول في مرحلة كساد طويلة المدى . فظهر فوائض رؤوس الأموال في البلدان الصناعية بالإضافة لبروز مشكلة الفوائض النفطية كلها ظروف ساهمت بنشوء إتجاهات جديدة مضاربة لرأس مال المالي الدولي . وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

جدول رقم(1_2) : تطور حجم السوق الأوروبية للإئتمان (مليار دولار)

1985	1980	1975	1973	
49,378	77,392	19,530	22,023	حجم السوق
15,145	32,792	11,307	7,048	نصيب الدول النامية
30,6	42,4	57,8	32,0	النسبة %

المصدر : أحمد حسن صالح قادر(2013)، ظاهرة العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على أسواق المال العالمية، عالم الكتاب الحديث، أربد، الأردن، ص116 .

فمن الملاحظ أن المصارف الدولية ساهمت في تنشيط الإستثمار الدولي و توفير الادخارات من الأموال الفائضة للدول المصدرة للنفط المودعة لديها ، ويبين الجدول حجم الإئتمان في السوق الأوروبية مع إظهار نصيب الدول النامية منها للفترة مابين (1973 _ 1985) ، حيث يتضح أن هذه الفترة شهدت إرتفاعا كبيرا في حجم القروض و الإعتمادات التي منحتها المصارف الدولية و الحكومات ، فلقد زاد حجم الإقراض الدولي عشر مرات من 12 مليار دولار في سنة 1972 إلى 120 مليار دولار في سنة 1980 ، وكان عجز موازين مدفوعات البلدان النامية قد تصاعد إلى أرقام كبيرة لتصل الى 80 مليار دولار في سنة 1988 ، و قد كان يتم تمويل العجز بالرجوع إلى الأموال الموجودة في السوق العملة الأوروبية ، وإرتفعت قروض المصارف الدولية الخاصة إلى حوالي 50% من كل ديون البلدان النامية

في سنة 1975 ثم صعدت إلى 70% في سنة 1985 .

ومما سبق يتضح أن المهمة الأساسية لرأسمال أصبحت تتمثل في كيفية تعبئة هذه الفوائض وإستثمارها في مجالات تزيد من معدلات الربح . فعملت البنوك التجارية ذات النشاط الدولي على إقراض تلك الفوائض للبلدان النامية بمعدلات فائدة مرتفعة فيحقق رأس المال المالي من خلال ذلك معدلات ربح ضخمة في أوائل الثمانينات ومع إستمرار الوضع نجح رأس مال المالي الدولي في إيقاع الدول النامية في فخ المديونية الخارجية .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

وإضافة إلى ذلك تميزت فترة السبعينيات بإنهاء عصر الرخاء و الإستقرار الإقتصادي في البلدان الصناعية المتقدمة بتعرض النظام الرأسمالي في هذه المرحلة للأزمة الهيكلية دفعت بظهور الأفكار الليبرالية الجديدة و تعني السياسة الرأسمالية الملائمة لطور الإنتقال، المحصلة لإنهيار أشكال التقييد النموذجي لإزدهار مابعد الحرب في وجه التدويل السريع لرأس المال¹.

و قام مؤيدها بثورة ضد الأفكار الكينزية التي سيطرت على البلاد الرأسمالية من بين المدارس التي تبنت هذه الأفكار الليبرالية المدرسة النقدية و العرض .

أولاً_ المدرسة النقدية :

ويعتبر " مليتو فريدمان" من قاد على الكينزية وعرفت أفكاره " بالمذهب النقدي" وهو مذهب ليبرالي ينتمي إلى المدرسة النيوكلاسيكية يريد العودة بالرأسمالية إلى مراحلها الأولى أي مرحلة الحرية الاقتصادية البعيدة عن القيود والضوابط التي يمكن أن تضعها الدولة والعودة إلى فكرة اليد الخفية القادرة على تصحيح الخلل في حال وجوده، وأن ماعرفته الرأسمالية من أزمات يعود إلى التدخل في قوانين السوق ودور الدولة التدخلية .

فالأزمة الهيكلية التي عانت منها الدول الرأسمالية في السبعينيات قد أفرزت التيار الليبرالي الجديد الذي ينادي بإطلاق الحرية الاقتصادية إلى أقصى حد ممكن ويؤمن المذهب النقدي بالليبرالية الاقتصادية المطلقة وأن الرأسمالية كنظام إقتصادي قادر بنفسها على معالجة الأخطاء التي تتعرض إليها من خلال آليات السوق وأن تلك الأزمة كانت نتيجة لتدخل الدولة في الشأن الإقتصادي وعدم إحترام قوانين السوق.

وبرأي فريدمان على الدولة أن تبتعد على النشاط الإقتصادي الداخلي والخارجي، أن تقوم بدور "الحارس" لتراكم رأس المال وليس دولة "الرعاية" كما كانت في الفترة الكينزية².

وضرورة العودة إلى آليات العرض و الطلب ومنع الإعانات المالية عن العمال، ويرى أصحاب هذه المدرسة (النقدية) أن وجود معدل بطالة أمر طبيعي كما على المجتمع أن يتقبله، أما عن علاقة السوق بالدولة يقول فريدمان أن وجود السوق الحرة، لا يلغي الحاجة إلى الحكومة بل بالعكس فوجودها أساسي لأنها تعمل على تحديد القوانين، وحكما لتفسير وتنفيذ القوانين التي تم إتخاذها .

¹ روبرت أولبرتن، ريتشارد وسترا، ترجمة عدنان حسن(2009)،أطوار التطور الرأسمالي،الإزدهارات و العولمات، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق،سوريا، ص 151

² إبراهيم مشورب (2002)، الإقتصاد السياسي ، مبادئ، مدارس ، أنظمة ،ط1، دار المنهل مكتبة رأس النبع للطبع و النشر ، بيروت، ص 309 .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

وأن ما يقوم به السوق هو التقليل من عدد القضايا التي يجب إتخاذ قرار بشأنها من خلال الوسائل السياسية فقد عاد فريدمان لنموذج الدولة الحارسة، التي تعمل على حمايتهم وتركهم لتنظيم أنفسهم والتقليل من تدخل الدولة في الإقتصاد والعودة للدولة الأقل تدخلا بشكل نسبي لماضي الرأسمالية¹ .

وقد ركزت المدرسة النقدية على كمية النقود والسياسة النقدية وتخفيض برامج مكافحة البطالة وإلغاء تخصيص نفقات الحماية الإجتماعية مع تحجيم قوة النقابات .

وإهتمت كذلك هذه المدرسة بالاعتماد المتزايد على القطاع الخاص وقوى السوق وتخفيض الضرائب على المداخيل إلى زيادة في أرباح الشركات ورؤوس الأموال وتدعيم عمليات الخصخصة وقد تبنت معظم الدول الرأسمالية آراء و أفكار المدرسة النقدية .

ثانياً_ مدرسة العرض :

برز تيار آخر عرف بمصطلح إقتصاديات العرض (داخل النيوكلاسيك) يؤيد هذا التيار ما جاء في المدرسة النقدية حول عدم تدخل الدولة ولكنه ما يميزه هو رأيه بضرورة تنشيط العرض الكلي وليس الطلب الكلي، ومطالبتهم بتخفيض الضرائب فالعرض الكلي وفق التيار يمثل المحرك الأساسي للإقتصاد لأن العرض يعني زيادة معدلات الإستثمار والإنتاج وبالتالي زيادة فرص العمل، وهنا لا يجب التخوف من الركود لأن الإنتاج يصحبه إرتفاع في الدخل و الذي يؤدي إلى زيادة في الطلب² .

فأفكار مدرسة العرض هي صياغة جديدة لما تكلم عنه الإقتصادي الفرنسي " ساي " على أنه العرض يخلق الطلب على الإنتاج ولا يمكن أن يحدث أي فائض في الإنتاج أو أي نقص في القدرة الشرائية للمواطنين وقد إنتشر هذا القانون حتى الكساد الكبير (1929) حيث إنهار ولم يعد يتقبله الإقتصاديون إلى أن أعاد إحياءه الكلاسيكيون الجدد .

¹ عدنان حسن (2009)، أطوار التطور الرأسمالي، الإزدهارات و الازمات و العولمات ، مشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، سوريا، ص

181

² إبراهيم مشورب ، مرجع سبق ذكره ، ص 313.

الفصل الثاني : العولمة المالية و إنعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ فقد مكنت الليبرالية الجديدة من التحرر من الضوابط الحكومية والقوانين، والحد من تدخل السلطات الحكومية في النشاط الإقتصادي وإلغاء الحواجز أمام المنافسة الداخلية والعالمية وإزالة كل القيود المفروضة على النشاط المصرفي و المنتجات المالية عامة، وإزالة العوائق أمام هجرة رؤوس الأموال ومكنت من إختراق أي سوق يكون ملائما لجني الأرباح السريعة، فمناخ العولمة المالية شكل مرحلة جديدة لإنتقال رأس المال دوليا .

المبحث الثاني: العولمة المالية

شهد الاقتصاد العالمي خلال العقد الأخير من القرن الماضي بروز العديد من المتغيرات العالمية السريعة إذ تحول الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة بحكم ثروة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، وأدت هذه التغيرات في النظام الاقتصادي تسارع العولمة على كافة الأصعدة السياسية، الاقتصادية والثقافية....الخ، فقد تحررت أسواق التمويل في أغلب الدول وتزايدت التدفقات الدولية إلى جميع الدول، وخاصة البلدان النامية منها.

المطلب الأول : ماهية العولمة المالية و تطورها تاريخيا

يصعب تحديد مفهوم العولمة لسعة نطاقها لذلك عمل الكثير على تبيان أثارها المختلفة بين مؤيد لها يجد فيها تطورا ايجابيا تعتمد على تحرير قوى التنافس وتساعد على تعبئة الموارد نحو المواقع الأكثر إنتاجية، وبين معارض لها يعتقد أنها ليست سوى شكل من أشكال الهيمنة والاحتواء تحت مسميات وأدوات جديدة، وكل ذلك هو إعلان عن تشكيل معالم آليات النظام الاقتصادي العالمي الجديد ، واتجاه أغلب الدول الى انتهاج سياسات الاقتصاد الحر وتبني برامج الخصخصة والتخلي عن التخطيط المركزي، والاقتصاد القيادي فضلا عن قيامها برفع وتخفيض القيود أمام حركة التجارة الدولية ورأس المال والاستثمارات والدخول في التكتلات الاقتصادية .

أولا: مفهوم العولمة المالية :

يترجم صندوق النقد الدولي FMI المصطلح الأنجلوساكسوني « Globalization » أي الشمولية بمصطلح العولمة « Mondialisation » التي يفسرها على أنها عملية تاريخية، و ثمرة الابتكار البشري و التطور

التقني التي تستدعي الاندماج المتزايد للإقتصاديات في العالم ككل ، عبر السوق التي تفضل و تشجع الكفاءة بالإعتماد عن المنافسة و تقسيم العمل، و في أغلب الأحيان تنحصر الشمولية في اندماج أسواق السلع ، الخدمات و رؤوس الأموال نتيجة إلغاء الحواجز على التجارة و الإستثمار¹.

¹Michel-henry Bouchet , CERAM Sophia-Antipolis,(2005),La globalisation , Introduction à l'économie du nouveau monde , pearson education, France , p 51

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

فقد تعددت التعاريف التي حاولت توصيف هذه الظاهرة ، لكن لم يتفق على تعريف واحد لها وذلك لتشعب مجالاتها لاسيما في جانبها الاقتصادي الذي يشمل العديد من القطاعات منها الإنتاجي والخدمي و التكنولوجي و التسويقي و الإداري ومن بين أهم التعاريف التي تناولت مفهوم العولمة نذكر منها¹ :

1- وصفها البعض بأنها ظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الأسواق، الخصخصة، وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي وتغيير نمط التكنولوجيا وتوزيع الإنتاج عبر القارات من خلال (الاستثمار الأجنبي المباشر) والتكامل بين الأسواق المالية .

2- هي عملية تعميق الاعتماد المتبادل بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي في العديد من المجالات منها السلع والخدمات وعناصر الإنتاج مما يترتب عليه ارتفاع في التبادل التجاري الدولي ليشكل نسبة هامة من النشاط الاقتصادي الكلي .

3- ويعرفها آخرون على أنها تحول العالم، بفضل الثروة التكنولوجية والمعلوماتية وتحرير التجارة الدولية.

أما الإقتصادي Alonso فيرى بأنها الزيادة في التجارة الدولية و الروابط المالية التي دعمها التحرير الإقتصادي و التغيرات التكنولوجية².

- ويرى البعض أن العولمة هي نتيجة لمجموعة من العوامل وانعكاس لخصائص النظام الاقتصادي العالمي الجديد من أهمها ما يلي :

- انهيار نظام بريتنو وودز (1971-1973) والتوقف عن تحويل الدولار الى ذهب بسبب نقص الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي .

- عولمة النشاط الإنتاجي والنشاط المالي واندماج أسواق المال .

- تغيير مراكز القوى العالمية .

¹شدا جمال الخطيب (2008)، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، ط1 ، دار مجدلوي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص 16
² صالح مفتاح، (2002)، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثاني، ص 205

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

إن عولمة الأنشطة المالي أساس لتبني سياسة الانفتاح المالي و عمليات التحرير المالي وما ترتب عنه من تكامل وارتباط بين الأسواق المالية الدولية من خلال إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال .

فقد كان صندوق النقد الدولي FMI منذ سنة 1945 حريصا على تحرير تحويلات رأس المال في جميع أنحاء العالم، و تعهد البلدان الأعضاء البالغ عددها 184 دولة بعدم تعريض المعاملات المالية للكبح أو الرقابة على الصرف: و هي المادة الثامنة من ميثاق صندوق النقد الدولي ، بالإضافة إلى ذلك فإن المادة الرابعة على كل عضو يلتزم على إحترامها و التي تنص على أن كل الدول تحتفظ فيما بينها و مع صندوق النقد الدولي على إطار للتعاون بشأن أسعار الصرف ، من أجل ترقية و تعزيز حركة السلع ، الخدمات و رؤوس الأموال . و الهدف من ذلك هو حظر التخفيض من قيمة العملات لأغراض تنافسية التي كانت السبب الرئيسي في أطول إنهيار عام 1929 و إنكماش التجارة الدولية¹ .

ثانيا: عوامل تطور العولمة المالية تاريخيا :

كانت حركية تدفقات الأموال في القرن التاسع عشر كثيفة، لكنها زادت خلال القرن العشرين لمواكبة النمو و التطور في التجارة و الإستثمارات ، ولكن في بداية القرن الواحد والعشرون حدث الجمع بين معدل الصرف المتغير والتحرير المالي في عدد متزايد من الدول، وأسواق للمنتوجات المشتقة بالإضافة لتكنولوجيا الحديثة للإعلام و الإتصال و الذي كون مجموعة غير مسبقة لتسريع تحويلات رؤوس الأموال و فصلها عن أساسيات الإقتصاد الكلي : إستقلالية المجال المالي و هو ناتج عن العولمة² .

إن للعولمة الاقتصادية جذور تعود إلى القرن الخامس عشر (ظهور الفكر التجاري) ، أي مع زيادة تبادل السلع و تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود و الآليات و الشروط التي تتحرك بها فيما بين الأسواق المالية المختلفة وما ينتج عن ذلك من أثار فهي ظاهرة ليست حديثة العهد إنما هي ملازمة لنشأة وتطور النظام الرأسمالي مروراً بمرحلة الرأسمالية الإنتاجية التي أدت لتراكم بدائي لرأس المال التي أسست عليه قاعدة الذهب من ثم بداية تكوين نظام نقدي عالمي في عهد الرأسمالية الصناعية .

¹M ichel-henry Bouchet , CERAM Sophia-Antipolis ,op ,cit , p 79

² op,cit , p 78

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

لقد تم تعطيل مسيرة العولمة المالية في بعض الفترات التاريخية بحكم الحروب والأزمات الاقتصادية و الاضطرابات النقدية العالمية، كما أن سرعة انتقال الأموال من سوق لأخر وحجم تلك التدفقات وتتنوع الأدوات المالية ودرجة الحرية التي تتحرك بها هذه الأموال تختلف عما كانت عليه في المراحل المختلفة لتاريخ النظام الرأسمالي¹.

- فحركة رأس المال خلال الفترة الأولى لنظام الذهب (1850-1914) ارتبطت بسيادة قاعدة الذهب وكان دور السلطات النقدية محدود بتطبيق ذلك النظام بمعنى حرية تصدير و استيراد الذهب وارتباط كمية النقود المتداولة بالمعروض من الذهب ، وعرفت الفترة ما قبل 1914 بالعصر الذهبي حيث كان العالم يؤمن بحرية التبادل في أوسع مظاهره .

فزيادة التشابك والترابط بين الأسواق المالية والمراكز المالية المختلفة بسبب انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية بكل حرية وقد وفرت قاعدة الذهب درجة عالية من الثبات النسبي لأسعار الصرف².

تميزت تلك الفترة بعدم وجود قيود وحواجز على تحركات رؤوس الأموال العالمية ، واعتبرت تلك الحركة أوروبية المنشأ مصدرها بريطانيا العظمى ثم تبعتها فرنسا، ألمانيا و هولندا و أشارت الإحصائيات إلى حدوث موجة كبيرة في تلك الفترة من الاستثمارات الخارجية التي بلغت حوالي 2,9 مليار جنيه إسترليني للمدة (1874-1914)، ومثلت 9% من الناتج المحلي البريطاني استثمرت معظمها في أوروبا وأمريكا الشمالية وأستراليا .

_ وتمثلت أغلبية الإستثمارات في تلك الفترة على شكل استثمارات محفظية أي شراء الاسهم وطرح السندات والتي كانت تجرى في أسواق لندن وباريس وحتى سنة 1914 كانت أكثر من 80 % من الإستثمارات البريطانية والفرنسية بالخارج على شكل شراء أسهم و سندات ،ثم الاستثمارات المباشرة التي عملت على تهيئة الظروف لاستغلال الثروات التي تحتاجها أوروبا وكانت للقروض أهميتها من خلال إصدار السندات في أسواق السندات وتمويل بعض المشاريع الكبرى مثل (مشروع قناة السويس، السكك الحديدية، المرافق) بالإضافة لقروض أخرى أتخذت الشكل الرسمي قدمتها بعض الحكومات مثل القرض الذي قدمته الولايات المتحدة الأمريكية لألمانيا فالهدف من تصدير رأس المال خلال تلك الفترة هو تحقيق أرباح عالية أدى إلى خلق تنافس بين الدول على مناطق الاستثمار ما أدى لاندلاع الحرب العالمية الأولى.

¹ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 67-68

² حسن كريم حمزة (2011)، العولمة المالية والنمو الإقتصادي، ط1، دار صفاء للنشر و التوزيع ،عمان ، الأردن، ص 29

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ كما تخلت دول العالم على قاعدة الذهب عندما اندلعت الحرب وقامت الحكومات لفرض الكثير من القيود على تحركات رؤوس الأموال ونظم الصرف .

_ قلبت الحرب الأدوار التي تجري في سوق الرساميل و حركة رؤوس الأموال فتخلت أوروبا عن دورها للولايات المتحدة التي أصبحت هي الممول الأكبر¹. وأصبحت ألمانيا مستوردة لرؤوس الأموال بعد أن كانت مصدرة لها.

وبعد انتهاء الحرب ثم رفع تلك القيود تدريجيا وأعيد العمل بتلك القاعدة (قاعدة الذهب) مما أعاد الروابط و الاتصالات بين أسواق المال الدولية، فقد نما حينها نشاط رأس المال المالي على الصعيد الدولي وهو الأمر الذي تجسد في النشاط الخارجي للمصارف التجارية الأوروبية وقيامها بإنشاء فروع لها في عدد لا بأس به من بلاد العالم لتسهيل عمليات دخول وخروج الأموال عبر هذه الدول .

- فقد تعطلت العولمة المالية خلال الحربين (1914-1944) وبفقدان الكثير من الدول المصدرة لرأس المال لاستثماراتها في الخارج (بريطانيا، فرنسا، ألمانيا) سواء من خلال بيعها لمتطلبات الإنفاق الحربي، أو تدميرها خلال الحرب، وتميزت الفترة ما بين الحربين بفرض قيود على حركة رؤوس الأموال وخروج الدول عن قاعدة الذهب وهذا ما أدى إلى تفكك روابط الاتصال ما بين المراكز المالية، وحدثت اضطرابات نقدية بالإضافة إلى حالة الذعر التي سادت الأسواق المالية والنقدية والتنازل على مجموعة كبيرة من الأوراق المالية وانهيار بورصة نيويورك 1929 ، ثم الأزمة العالمية (1929-1933) وأدى ذلك إلى قلة حركات رؤوس الأموال، وتغيير نظم تمويل المشروعات واعتمادها على التمويل الذاتي والقروض المصرفية بدلا من التمويل الخارجي وهذا ما نجم عنه انخفاض القيمة التراكمية للاستثمار الدولي الذي وصل سنة 1938 الى 1مليار، وظهرت الولايات المتحدة كدولة أساسية في تصدير رؤوس الأموال فقد بلغت التدفقات الرأسمالية ما بين (110 - 170) مليون دولار خلال السنة².

¹ جيل برتان، مرجع سبق ذكره ، ص 20

² حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 31

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- فخلال الحرب العالمية الثانية أرست دعائم نظام بريتون وودز ، ولقد أثر النظام النقدي الدولي الجديد وترتيبات سعر الصرف تأثيرا واضح على عودة الانتعاش لحركات رؤوس الأموال الدولية على العلاقات بين أسواق النقد الدولية كما له أهمية كبيرة في أسعار الصرف .

وخلال الفترة (1945-1959) تسربت لدول أوروبا كميات هائلة من رؤوس الأموال الأجنبية لمساعدتها على إعادة البناء ، فقد إمتصت عملية إعادة إعمار أوروبا قسم كبير من الرساميل الأمريكية ما يعادل 68,3 % من مجموع المساعدة العمومية الأمريكية بين سنة 1946 و سنة 1951 (مساعدة مارشال)¹ .

_ أتاح الزوال التدريجي للعوائق أمام حركة رؤوس الأموال إزدهار إنتقالها دوليا و نهضة وإنتعاش السوق الدولي للرساميل² .

- تعرضت عملات دول غرب أوروبا خلال الفترة (1959-1968) لعدم الاستقرار بسبب المضاربات التي كانت في أسواق الصرف والذهب أدت باضطرابات على مستوى الأسواق المالية، هزت الثقة في مستقبل الدولار بسبب تزايد عجز ميزان المدفوعات الأمريكي وعدم نمو الرصيد الذهبي النقدي في الاقتصاد الأمريكي³ .

وقد أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية في 15 أغسطس 1971 وفق قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وهو الأمر الذي أدى لآنتهاء عصر بريتون وودز والقضاء على مرحلة ثبات أسعار الصرف . وبدخول عصر تعويم أسعار الصرف تبدأ مرحلة جديدة لمسار العولمة المالية ففي السبعينيات ظهرت مشكلة الفاض المالي في تاريخ النظام الرأسمالي الذي لم يجد منافذ لاستعبابه، إضافة للكثير من القيود التي كانت مفروضة آنذاك على تحركات رؤوس الأموال التي ساهمت في تضخم هذه المشكلة وإعاقة حركة الأموال بين الأسواق المالية الدولية .

ففي هذه المرحلة الحاسمة من العولمة المالية ظهرت مفاهيم جديدة ساهمت في تطوير العولمة المالية حيث برزت ظاهرة التدويل على جميع المستويات الإنتاجية منها والتسويقية والتكنولوجية والإعلامية في النشاط الاقتصادي .

¹ جيل برتان ، مرجع سبق ذكره ، ص 25

² المرجع نفسه ، ص 27

³ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 70-71

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

كما ظهر مفهوم التحرير المالي والذي يقصد به إلغاء القيود والضوابط المفروضة على تحركات رؤوس الأموال ، وتوجد العديد من المؤشرات التي تؤكد تطور ظاهرة العولمة كارتفاع نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي في الكثير من الدول الصناعية تجاوز نسبة نمو التجارة العالمية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، فقد حدث تطور هام في حجم التدفقات المالية بين الأسواق المالية ما جعل من أسواق رأس المال أكثر ارتباطا و تكاملا .

منذ عقد السبعينات في القرن الماضي عرف مسار العولمة المالية تطور هام حيث تعاظمت ظاهرة التدويل على كافة الأصعدة ويقصد به البروز المتعاظم لدور العلاقات الدولية الاقتصادية¹، مقارنة بالنشاط الاقتصادي على مستوى المحلي وهو الدور الذي قادتته الشركات العملاقة متعددة الجنسيات التي تمتد فروعها في جميع أنحاء العالم، ومنه أصبحنا نتكلم على مستوى اقتصادي عالمي متميز بآلياته ومشكلاته .

وتوجد مؤشرات تظهر تنامي ظاهرة العولمة المالية منها: نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من الدول الصناعية وارتفاع نسبة نمو التجارة العالمية على نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي وزيادة الأرباح المحققة من قبل الشركات الصناعية في الدول المتقدمة من عملياتها في الخارج ولم يعد الدولار هو العملة الوحيدة بل تعدد عملات الاحتياطي الدولي .

ونافسه في ذلك الين و الاسترلين والمارك الألماني والفرنك الفرنسي وأخيرا اليورو الذي اعتمد منذ 1999 .

- كما ظهرت عوامل ضاغطة على اتجاه عمليات التحرير المالي فعملت معظم البلدان على تحرير قطاعاتها المالية الأمر الذي دفع بقوة عولمة الأسواق المالية المحلية ، ففي السبعينات ألغت الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا وبريطانيا القيود على حركة رأس المال ثم اليابان وباقي دول أوروبا الغربية التي مدت جسورا مع الأسواق المالية الخارجية تحت ضغوط من صندوق النقد الدولي كشرط لاعادة جدولة الديون ومنح قروض جديدة² .

- فقد أصبحت أسواق المال أكثر ارتباطا وتكاملا خلال العقد الأخير من القرن المنصرم، حيث شهدت التدفقات المالية بين الأسواق المالية ارتفاعا كبيرا وذلك من خلال تتبع مؤشرين هما : تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات في البلدان الصناعية المتقدمة والتطور الهائل الذي حدث في تداول النقد الأجنبي على المستوى العالمي.

¹ شدا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 18

² المرجع نفسه ، ص 16

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ بالنسبة للمؤشر الأول فان المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات في البلدان الصناعية كان قد شكل أقل من الناتج المحلي المالي لهذه البلدان سنة 1980 إلا أنها قفزت إلى 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا سنة 1996 وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في العام نفسه أما المؤشر الثاني متوسط حجم التعامل اليومي في للأسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى 102 ترليون دولار أمريكي عام 1995 وهو ما يزيد على 84% من حجم الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم سنة 1995.

ثالثا : مراحل العولمة المالية :

تعتبر العولمة المالية وفق بعض الدراسات التاريخية قديمة تمتد جذورها على نهاية القرن التاسع عشر ، حيث كانت الولايات المتحدة تقرض الكثير من دول العالم حتى سنة 1914 ، و بلغت مداخيل الإستثمار المحفظية نسبة 6% إلى 7% للإستثمار الخام ، أما الإستثمارات الأجنبية للملكة المتحدة خلال الخمسين سنة التي سبقت 1914 فقد قدرت ب 4% من الدخل القومي البريطاني¹ . إلا أن الكثير من الإقتصاديين يعتبرونها حديثة النشأة نسبيا ، ويمكن تلخيص مراحل العولمة المالية فيما يلي :

1_ مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960_ 1979) :

من أهم ما يميز هذه المرحلة مايلي² :

- إنهيار نظام (Bretton Woods) في أوت 1971 ، و حل محله نظام أسعار الصرف المرنة .
 - إدماج البترو دولارات في الإقتصاد العالمي بعد إرتفاع أسعار البترول حيث عرفت دول الخليج فائضا ماليا بلغ 360 مليار دولار خلال الفترة 1974_1981 مما ساهم في زيادة الإدخار العالمي .
 - سيطرة البنوك على تمويل الإقتصاديات الوطنية بمعنى سيطرة التمويل غير المباشر و إعتقاد الأنظمة المالية و النقدية الوطنية المغلقة .
 - بداية المديونية الخارجية للعالم الثالث .
- _ إرتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة .

¹ Philippe Dalvisenement jean et piette petit, (1999),économie internationale la place des banque, dunod,paris, p94

² مصطفى يوسف كافي (2016)، عولمة الأسواق المالية المعاصرة، دار الحامد للنشر و التوزيع ، ط 1، عمان، الاردن ، ص62

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة كالمستقبلات و المبادلات و الخيارات، حيث ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة سنة 1972 ، في بريطانيا سنة 1982 ، و فرنسا 1986 .

- ظهور و توسع أسواق الأورو دولار ابتداء من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية¹.

2_ مرحلة التحرير المالي : (1980_1985)

تميزت هذه المرحلة بمايلي² :

_ التوسع الكبير في أسواق السندات و الذي كان سببه الرئيسي حاجة الدول الصناعية و خاصة الولايات المتحدة لتغطية العجز في ميزان المدفوعات و ذلك عن طريق إصدار و تسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية.

_ توسع صناديق المعاشات و الصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الإدخار و التي تمتاز بفوائضها الكبيرة .

- التطور الكبير في أسواق السندات و الذي كان سببه الرئيسي حاجة الدول الصناعية و خاصة الولايات المتحدة لتغطية العجز في ميزان المدفوعات و ذلك عن طريق إصدار و تسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية .

_ رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال و هو ما يوضحه الجدول الموالي :

¹ francois chesnais (1997) , la mondialisation du capital, nouvelle édition augmentée, syros, paris,France, p69

² مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 63

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

جدول رقم (2-2) : متوسط تدفق رؤوس الأموال خلال الفترة (1996 - 2000)

(مليار دولار)

المنطقة	صافي الاستثمار المباشر	صافي إستثمارات المحافظ المالية	صافي رؤوس الأموال القصيرة الأجل
الولايات المتحدة الأمريكية	82 +	210+	108_
اليابان	31_	6_	6+
أوروبا	9 +	3 +	2+
إمريكا اللاتينية	37 +	12+	1_
البلدان الناشئة	14 +	15_	14_
الصين	36+	0	41_

Source : sami auadi (2001) , la nouvelle economie:ses frontières,caractéristiques et enjeux socio-économiques,Revue tunisienne d'économie,centre de publication universitaire,tunisie, n° 11, p50

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2_2) دخول قوي للأموال في الولايات المتحدة الأمريكية فيما يخص الإستثمارات المباشرة و الأستثمار في المحافظ المالية، مقارنة مع الدول الناشئة التي كان الأستثمار فيها ضعيف، ماعدا الصين التي حققت زيادة في صافي الإستثمارات المباشرة ، كما عرفت اليابان إرتفاع في نسبة خروج رؤوس الأموال، أما عن خروج رؤوس الأموال القصيرة الأجل كانت خاصة في الولايات المتحدة . و نستنتج من هذا أن النمو الجد معتبر للإقتصاد الجديد في الولايات المتحدة له تأثير قوي على جذب رؤوس الأموال، وبذلك تكون نظرية الإلتقاء المدعمة من قبل نموذج النمو النيو كلاسيكي التقليدي تعتبر غير مؤكدة تماما .

3_ مرحلة صعود الأسواق المالية الناشئة : (1986 -)

شهدت هذه المرحلة مجموعة من الإصلاحات تمثلت فيما يلي :

_ صعود الأسواق المالية الناشئة و ربطها بالأسواق المالية العالمية، حيث زاد نصيب هذه الأسواق من

الرأسمال المتداول في الأسواق العالمية من 4 % سنة 1986 إلى 14 % سنة 2000

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ الإنهيارات المالية الكبيرة التي عرفتھا الأسواق المالية الناشئة كأزمة المكسيك و أزمة دول جنوب شرق آسيا إلى أزمة البرازيل سنة 1999 .

- توسع أسواق الأسهم و السندات بعد سلسلة من الإصلاحات بدأت في بريطانيا ثم تبعتها بقية بورصات العالم، حيث زادت قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العالمية من 1400 مليار دولار سنة 1975 إلى 17000 مليار دولار سنة 1995، أي بمتوسط زيادة سنوية قدرها 13,25% ، وفيما يخص سوق السندات فإن حجمها قد قدر سنة 1995 ب 15300 مليار دولار ، وكان نصيب الولايات المتحدة من هذه السوق حوالي 2758 مليار دولار، معظمها سندات حكومية بنسبة 88%¹ .

المطلب الثاني : دوافع تطور العولمة المالية و أسسها :

إن العولمة المالية هي الناتج الاساسي لعمليات التحرير المالي و التحول إلى الاندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل و إرتباط الاسواق المالية المحلية بالأسواق الخارجية من خلال إلغاء القيود على حركة و تدفق رؤوس الأموال من وإلى الدول، فقد تطورت العولمة نتيجة لعدة أسباب منها عجز الاسواق الوطنية عن إستيعاب الفوائض المالية كما أن للعولمة أسس ساهمت في تطوير نشاط الأسواق المالية .

أولا - دوافع تطور العولمة المالية :

1-تنامي الرأسمالية:

شهد الفكر الاقتصادي في السبعينيات نقطة تحول هامة وكذلك مسار العولمة المالية نتيجة لعدة متغيرات اقتصادية (المتتمثلة في تعويم أسعار الصرف، ظهور الفوائض المالية لدى الدول الأوروبية واليابان و الفوائض النفطية الناتجة عن تصحيح أسعار النفط لعامي 1973 و 1978 ،ودخول الاقتصاديات الأوروبية مرحلة التضخم الركودي) كل هذه العوامل وجدت حلولا لها بنهاية عمليات الكبح المالي و ظهور التحرر المالي وفي هذه الفترة ظهر ما يسمى بالاقتصاد الرمزي التي تحركه مؤشرات الأسواق المالية .

- تمثلت حركة رؤوس الأموال الدولية في هذه الفترة في شكل الاقراض التجاري² .

¹ مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 63

² حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 38- 39

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

_ فقد أشارت التقارير إلى أن إجمالي القروض الخارجية للفترة (1970 _ 1980) قدرت ب 1500 مليار دولار وبلغت حصة البلدان النامية 389,3 مليار دولار وارتفعت نسبة الاقتراض الخاص من 45% سنة 1970 الى 65% سنة 1980 ، أما صافي التدفقات لرؤوس الأموال الخاصة نحو البلاد النامية فقد بلغت في المتوسط خلال الفترة (1977 _ 19973) مقدار 10,2 مليار دولار منها استثمار أجنبي مباشر 3,6 مليار واستثمار أجنبي غير مباشر 0,2 مليار دولار ، ومثلت الاستثمارات الخاصة الأخرى 6,4 مليار دولار .

- أما خلال الفترة مابين (1978 _ 1981) فقد قدرت ب 26 مليار دولار شكل الاستثمار الاجنبي المباشر حوالي 9,1 مليار دولار والاستثمار الأجنبي غير المباشر يقدر ب 1,7 مليار دولار والباقي فقد مثل الاستثمارات الخاصة الأخرى¹.

2- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية :

_ أحدث الفوائض المالية الضخمة (التي لم تتمكن الأسواق الوطنية من استيعابها) ، موجة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية بحثا عن فرص استثمار أفضل بمعدلات عائد أعلى .

_ وبالرغم من أن الاستثمار المالي في الأسواق الخارجية بدأ منذ المراحل الأولى لتطور النظام الرأسمالي إلا أن حجم هذه الاستثمارات زاد وبرز تنوع الأدوات المالية وارتباط الأسواق المالية في مختلف دول العالم².

3- ظهور الابتكارات المالية :

ارتبطت العولمة المالية بظهور عدد هائل من الأدوات المالية الجديدة التي استقطبت العديد من المستثمرين إلى جانب الأدوات المالية التقليدية (كالأسهم و السندات) وظهرت المشتقات المالية بأنواعها المختلفة كالخيارات، المستقبلات، المبادلات وغيرها ...، بالإضافة إلى أن الابتكارات في الهندسة المالية تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وقد كانت هذه الأدوات نتيجة للمنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية التي دخلت حديثا إلى السوق فأستخدمت هذه الابتكارات من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة علاوة على كونها استجابة للإضطرابات التي شهدتها أسواق الصرف الأجنبي بعد تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة فأصبحت هذه الابتكارات ضرورية لتأمين الحماية للمستثمرين .

¹ - حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 39

² - شدا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 21

4_تطبيق الإتفاق العام لتحرير تجارة الخدمات المالية GATS :

تم التوقيع على الاتفاقية العامة للتعريفات و التجارة (أجات) GATT بهدف تنشيط الحركة التجارية الدولية و إزالة العقبات و العراقيل التي تحد من حركة إنتقال السلع و الخدمات ورؤوس الأموال و المعلومات و الأشخاص عبر الحدود و تسهيل مهمة حركة الشركات العملاقة متعددة الجنسيات لغرض الإستثمار الدولي و تشجيع التبادل التجاري ، وتعتبر تجارة الخدمات لها أهمية كبيرة في تنمية و تطوير إقتصاديات البلدان بشكل عام و البلدان المتقدمة بشكل خاص ولها دور متميز في تنشيط حركة التبادل التجاري الدولي ، و إزداد حجم تلك الأهمية بعد ظهور الوسائل التكنولوجية المتقدمة ، حيث إختصت غالبية المفاوضات لتحرير تجارة الخدمات والتباحث حول الآليات و القواعد العامة المتعلقة بها تحت الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS، و التيتعتبر أحد النتائج الهامة التي أسفرت عنها جولة أورغواي وهي الجولة الثامنة في منظومة تحرير التجارة الدولية من خلال الإتفاقية العامة للتعريفات الجمركية و التجارة GATT ، و التي كان من نتائجها إنشاء المنظمة التجارة العالمية و و توقيع الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات بموافقة 70 دولة عام 1997 على أن يبدأ العمل بها سنة 1999.

وقد شملت هذه الإتفاقية عدة أنواع من الخدمات و أهمها الخدمات المالية و لم تتمكن الأطراف الرئيسية في المفاوضات من الإتفاق على التحرير الشامل للخدمات المالية و المصرفية إذ تم الإتفاق على حرية البنوك و شركات التأمين من أي دولة عضو في الجات في دخول أسواق الدول الأخرى ،

حيث تم دعم المزيد من التحرير في قطاعي التأمين و البنوك وتعزيز التعهدات بالوجود التجاري لموردي الخدمات الأجانب ، وقد كان تخفيف القيود مركزا على العناصر التالية¹:

_ التعديل التشريعي لملكية الأجانب لمؤسسات مالية محلية .

_ تعديل الشكل القانوني للوجود التجاري .

_ توسيع العمليات القائمة في تجارة الخدمات المالية .

وتأتي الخدمات المالية بما فيها خدمات البنوك و التأمين ليطبق عليها تعهدات تحرير الأسواق حسب الإتفاق الملحق للخدمات المالية و الذي يلزم الدول الموقعة على الإتفاق بما يلي :

¹ مصطفى يوسف كافي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 81_82

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- إزالة الإحتكارات في قطاع الخدمات المالية بشكل تدريجي .
- عدم وضع قيود على نقل المعلومات .
- المعاملة الوطنية للوسطاء الماليين الأجانب المتواجدين داخل الدولة .
- حرية وصول موردي الخدمات المالية الأجانب للمنتجات المالية الجديدة في حال وجودها .
- عدم إمكانية التراجع عن الإلتزام تم تقديمه " التواجد التجاري "
- و يشير ملحق الخدمات المالية الرفق بالاتفاقية إلى إقرار أحقية البلد العضو في وضع التنظيمات المحلية التي تكفل تطبيق المعايير و النظم الكفيلة بضمان الملاءة المصرفية و كفاية رأس المال و آليات العمل المصرفي السليم دون الإخلال بالإلتزاماته في إطار الاتفاقية ، بالإضافة لوضع الضوابط اللازمة لضمان إستقرار تماسك النظام المصرفي ، وتتلخص الخدمات المرتبطة المصرفية و المالية التي تشملها الاتفاقية ما يلي¹:
- قبول الودائع و الأموال بين الأفراد و الجهات ، كذلك الإقراض بكافة أشكاله وعمليات التأجير التمويلي.
- خطابات الضمان و الاعتمادات المستندية .
- التجارة لحساب المؤسسة المالية أو للغير في السوق الأولية أو غيرها وذلك في الأدوات التالية :
- أ- المشتقات المصرفية و المالية بأنواعها، الأوراق المالية القابلة للتحويل، النقد الأجنبي .
- ب- أدوات سعر الفائدة وسعر الصرف ، مثل المبادلة و الإتفاقات الآجلة .
- ج- الأدوات الأخرى القابلة للتفاوض و الأصول المالية الأخرى بما في ذلك السبائك.
- خدمات المقاصة و التسوية للأصول المالية بما فيها الأوراق المالية و المشتقات و الأدوات الأخرى القابلة للتفاوض .
- الإشتراك في الإصدارات لكافة أنواع الأوراق المالية بما في ذلك الترويج و الإصدار الخاص كوكيل و تقديم الخدمات المختلفة بالإصدارات .

¹ أحمد حسن صالح قادر(2013)، ظاهرة العولمة الإقتصادية و تأثيراتها على أسواق المال العالمية، عالم الكتاب الحديث، إربد، الأردن، ص 87

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- تقديم الإستشارات و الوساطة المالية و الخدمات المالية المساعدة الأخرى .

5- عمليات الشراء والاندماج :

انتشرت عمليات الشراء والاندماج بين المؤسسات المالية استجابة لقوة المنافسة بين المؤسسات المالية، حيث بدأت عملية الشراء فيما بينها محليا ثم تحولت لتصبح تلك الاندماجات عبر أنحاء العالم بهدف تقوية قدرتها التنافسية في سوق الخدمات المالية ثم شملت هذه العملية المؤسسات المالية مع شركات غير مالية .

6- التقدم التكنولوجي :

إن التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات عمل على تجاوز عقبة المكان والزمان بين المؤسسات والأسواق المالية العالمية المختلفة ما أدى إلى انخفاض تكلفة المعاملات المالية وانخفاض تكلفة الاتصالات، وكان لذلك أثر بالغ على تنويع العمليات المصرفية من خلال استخدام وحدات الصراف الآلي ونقاط البيع الإلكترونية، إضافة لمساهمته في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية .

7- عمليات الخصخصة :

ساهمت الخصخصة في تسارع العولمة من خلال دمج الاقتصاديات الوطنية مع الاقتصاد العالمي، والتخلص من هيمنة القطاع العام على الحياة الاقتصادية ومنح القطاع الخاص الدور الأكبر،

فهي تضمن فقط تغيير حقوق الملكية بل تشمل إعادة تخصيص الموارد وتغيير المسؤوليات الاقتصادية والاجتماعية بين القطاعين العام والخاص .

- عملت برامج الخصخصة على تحفيز تدفقات رأس المال الأجنبي الى الدول وخاصة الدول النامية منها، حيث ساعدت تلك البرامج على جذب تدفقات ضخمة لرؤوس الأموال بلغت في الدول النامية 342 مليار دولار للفترة مابين 1985-1997¹.

- وهذا السوق له أهمية كبيرة لما يتمتع به من حرية العمل نسبة الفائدة المرتفعة التي تدفع على ودائعه ولا تخضع صفقات التعامل به لأية ضرائب ويمكن تداول أوراقه المالية (السندات) في كل أسواق السندات الأخرى .

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 41

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

ولقد تطور هذا المفهوم هذا السوق بسرعة وأصبح العمل فيه يتسم بالعالمية (وقد أستخدمت أموال اليورو دولار في تقديم القروض قصيرة الأجل ثم الطويلة الأجل) نتيجة لارتفاع حجم ودائعه .

تتمثل مساهمة سوق سندات اليورو دولار في اتساع نطاق حركة رؤوس الأموال عبر الحدود ودعمه لمسار العولمة المالية في نقطتين رئيسيتين أولهما تداول العمل المالي واتساع نطاق الجغرافي والثانية دعم مبدأ إزالة القيود على تصدير واستيراد رأس المال فعمله لا يخضع لقيود السلطات النقدية بذلك أسهم في دفع عملية التبدل المالي ودعم عمليات التحرير المالي من خلال بروز أنواع جديدة من السندات لم تكن معروفة من قبل في مجال الاستثمار المالي¹ .

8- نشوء وتطور سوق العملات الأوروبية :

تطورت النظم المصرفية المحلية إذ لم تعد تقتصر أنشطتها على الخدمات المصرفية التقليدية بل بدأت بإنشاء شبكات لها فروع بالخارج والعمل في الأسواق الأجنبية (أسواق نقد، تبادل عملات أجنبية ، أسواق مالية) وقد أصبح هذا السوق سوقا عالميا تغطي أنشطته غالبية دول العالم، فارتفع عدد البنوك و المؤسسات العاملة فيه حتى وصلت نحو 600 مصرفا من 85 بلدا سنة 1981 تعمل في بلدان خارج مقرها الرئيسي وتسيطر على 400 فرع لها ومارست هذه المصارف دورها في عملية تدويل رؤوس الأموال بين دول العالم، والجدول الموالي يوضح حجم القروض الممنوحة من خلال السوق والتي حققت معدلات نمو مرتفعة .

جدول رقم (2_3): حجم القروض الدولية (1974-1980) (مليار دولار)

البيان	1974	1980	معدل النمو %
سوق العملات الأوروبية	187,4	751,2	195%
المراكز المغتربة *	24	142	495%
إجمالي الإقراض الدولي	289	1012	350%

المصدر: حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 36

*المراكز المغتربة: المناطق التي تتركز فيها فروع المصارف الأجنبية التي تقوم بأعمال مصرفية دولية .

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 36- 37

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

أما مساهمة السوق في دعم مسار العولمة المالية فكونه يعمل بحرية خارج تعليمات السلطة النقدية وبنفس أسلوب عمل الأسواق المالية وخاصة بجذب رؤوس الأموال الدولية وتحديد سعر الفائدة فهو بذلك نواة لعملية التحرير المالي، إضافة لدوره في اتساع الرقعة الجغرافية لحركة رؤوس الأموال دوليا .

ثانيا - أسس العولمة المالية :

إن التطورات و الظروف السابقة أدت في بداية الثمانينات لبروز ظواهر مالية و قانونية ساهمت بشكل كبير في ترسيخ التحولات المالية على مستوى الأسواق المالية عرفت بقاعدة (D3)، و من ثم إحداث تطور كبير في نشاط المؤسسات و الأسواق المالية و يمكن توضيح ذلك من خلال ثلاث أسس رئيسية و هي :

1 _ عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال : (Le Décolonnement)

و يعني رفع و إلغاء الحواجز القانونية و الإدارية داخليا، من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية، أسواق رأس المال)، و أسواق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، و خارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي و كذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة النشاط المالي خارج حدود الدولة الواحدة ، فالعولمة المالية لا تعني فقط إنفتاح

الأسواق القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال و لكن أيضا إنفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض¹، وتطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين :

_ **المستوى الداخلي** : و يعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية و من أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... إلخ ، و تجدر الإشارة أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصيص للأسواق ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل البنوك التجارية و بنوك الأعمال .

¹ نادية العقون (2013)، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية الوقاية و العلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الحاج لخضر، باتنة ، الجزائر، ص ص 50_51

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

المستوى الخارجي : و يعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية .

2_ تقلص دور الوساطة في التمويل : (La Désintermediation)

و هذا بإعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الإقتراض، بمعنى اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم و السندات) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر) ، فالرشادة الإقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، و هذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة .

3_ تغيير القوانين و التنظيمات : (La Déréglementation)

و هي أن تقوم الدول بإلغاء أو تغيير كل القوانين و التنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات و الأسواق المالية، وإدخال أدوات مالية جديدة لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة و معدلات الصرف، و المتمثلة في المشتقات المالية، وقد سجلت هذه التطورات في إطار سلسلة من عمليات تحرير حركية رؤوس الأموال التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية السبعينات ثم توسعت فيما بعد إلى باقي دول العالم¹.

كما إعتمدت على سياسة نظام تعويم أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب الكثير من المخاطر .

¹ Dominique Plihon(1997), Les Enjeux de la Globalisation Financière, Mondialisation au-delà des mythes, edition casbah, Alger, p 71

المطلب الثالث : التحرير المالي :

يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد وأهم ملامح التطورات الاقتصادية خلال العقد الأخير من القرن العشرين وقد ارتبطت بهيمنة السياسات الليبرالية وبموجة الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي شهدتها معظم الدول ومع بداية عقد السبعينات تعالت المطالب بالتحرير المالي سواء من باحثين أو مؤسسات دولية واعتبرت سياسات التحرير المالي من أبرز عمليات إعادة هيكلة القطاع المالي.

أولاً - أسباب ظهور نظرية التحرير المالي :

يهدف التحرير المالي إلى التخلص من القيود المفروضة على النظام المالي و التي عانت منها معظم اقتصاديات الدول و أطلق عليها كل من رونالد ماكينون R.Mckinnon و ادوارد شو E.Show سنة 1973 بالكبح المالي والذي عرفه Roubini و Martin سنة 1992 بأنه مجموعة سياسات قوانين ضوابط وقيود كمية ونوعية ورقابية مفروضة من طرف حكومات والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي تملكها .

وتتمثل أهم الإجراءات والقيود المفروضة على النظام المالي في مايلي :

_ التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع .

_ إتباع سياسة توجيه الائتمان بالرقابة على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة .

_ المبالغة في تحديد متطلبات مرتفعة للاحتياطي الإلزامي .

_ إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية بعائد منخفض .

_ فرض قيود على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلة أو خارجة وذلك بهدف حاجة القطاع المالي المحلي .

_ إن هذه السياسات المتعلقة بكبح القطاع المالي أضرت بالنظم المالية ولم تحقق الأهداف التي خطت لها، حيث أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من الأصول الأجنبية ما أدى إلى تقلص رقعة

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

النظام المالي الرسمي مقابل تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي الذي ينشأ نتيجة تلاقي عدم تلبية رغبات الطلب على الأموال في السوق الرسمية مع رغبات عارضي الأموال بعائد حقيقي أعلى من العائد في السوق الرسمي بسبب التضخم .

- يتميز القطاع المالي بقلّة التنويع وهيمنة القطاع المصرفي وتراجع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية ، وهذا ما دفع العديد من الدول تشريع في إصلاحات باعتماد إستراتيجية التحرير المالي بشكل يهدف إلى تعبئة المدخرات المحلية وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة والغير مباشرة وزيادة حرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة .

ثانيا : عموميات حول التحرير المالي

1- مفهوم التحرير المالي :

ظهر مفهوم التحرير المالي في دراسات ماكينون و ادوارد شو (1973) التحرير المالي وسيلة فعالة لرفع معدل النمو الاقتصادي في الدول النامية .

ويعرف على أنه جعل القطاع المالي أكثر حرية وأكثر مطابقة للحرية الاقتصادية إذ لا يجب للدولة أن تعيق حرية المنافسة وينصب على حرية رأس المال والغاء الضوابط على معاملاته وعلى الحسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات ، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال، كالديون ، الأسهم المحافظ المالية ، الاستثمار المباشر والعقاري و الثروات الشخصية¹.

2_ أهداف التحرير المالي²:

- زيادة مستوى المنافسة فيما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

_ تحقيق فعالية أعلى و كفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية و الأجنبية و الإستفادة منها في تمويل إقتصادياتها و زيادة معدلات الإستثمار فيها .

_ تزامن سياسات التحرير المالي مع النزعة الشديدة نحو التجارة الدولية ، وإِضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية .

¹ أشواق بن قدور ، مرجع سبق ذكره ، ص 24

² عماد محمد علي العاني (2002)، إندماج الأسواق المالية الدولية ، أسباب و انعكاساته على الإقتصاد العالمي، ط 1 ،بيت الحكمة، بغداد، ص 148

3- أساليب التحرير المالي :

التحرير المالي اما أن يكون بطريقة مباشرة أو بشكل تدريجي

أ- الأسلوب المباشر لتحرير المالي :

ويتمثل في تحرير القطاع المالي الداخلي والخارجي في آن واحد ويتم دون مراعاة التسلسل في المراحل ويؤدي هذا لوقوع تلك الدول التي اتبعت هذا الأسلوب إلى مشاكل مالية واقتصادية كدولة الأرجنتين حيث تسبب التحرير المباشر لقطاعها المالي الداخلي والخارجي في البداية إلى تزايد درجة العمق المالي وبعض التأثيرات الايجابية على الاقتصاد الكلي إلا أنه سرعان ما أسهمت تلك السياسات بعد ذلك في ارتفاع المخاطر المنتظمة وأدخلت اقتصاديات تلك الدول في دائرة من الأزمات .

ب- الأسلوب التدريجي في التحرير المالي :

هذا الأسلوب يؤدي تجنب حدوث تأثيرات سلبية وتعتبر الهند أكبر مثال على ذلك حيث قامت بإتباع أسلوب تدريجي التحرير المالي (1991) وذلك بتحرير القطاع المالي الداخلي بشكل تدريجي قبل القطاع المالي الخارجي الأمر الذي مكنها من تجنب العديد من الأزمات المالية والاقتصادية .

4- إجراءات التحرير المالي:

لقد أصبح التحرير المالي من متطلبات الالتحاق بركب التطور الاقتصادي العالمي في ظل العولمة ، لذلك فهو يتطلب القيام بإصلاحات على مستوى النظام المالي وتأخذ تلك الإصلاحات نمطين هما :

أ- التحرير المالي المحلي : وهي مجموعة من الإجراءات منها ما يتعلق بإصلاح المنظومة المصرفية ومنها ما يهتم بتطوير وتعميق السوق المالية .

- إصلاح المنظومة المصرفية : وذلك من خلال مايلي¹ :

- الابتعاد عن أساليب تخصيص الائتمان وتوجيهه إداريا .

_ تحرير أسعار الفائدة تدريجيا وإزالة الضوابط الإدارية المفروضة عليها لكي تتحدد وفقا لآليات السوق وإيقاف العمل بسياسات الكبح المالي .

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 55

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- تحرير شروط ممارسة النشاطات المالية للتشجيع على المنافسة و فتح السوق للمؤسسات المصرفية و الغير المصرفية و التوسع في المجال المالي¹ .
- توفير بنية تشريعية و مالية قوية وإعادة النظر في التشريعات والقوانين المعمول بها بهدف تعديلها لتنتمشى مع التوجيهات الحديثة للعمل المصرفي .
- دعم الانتقال إلى الصيرفة الشاملة والابتعاد عن التخصص.
- اصلاح المؤسسات المصرفية واعادة هيكلتها وفتح المجال للقطاع الخاص في المجال المصرفي مما يجعلها تعمل في محيط تنافسي يعمل على تحسين فعاليتها وتطوير منتجاتها .
- الاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية كعمليات السوق المفتوحة لتأثير على الكتلة النقدية.
- رفع القيود على دخول المصارف الأجنبية بالتواجد على الساحة المحلية من خلال الترخيص لها مما يشجع في القطاع المالي .
- تخفيف القيود المفروضة على السوق المالي و التي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءته و ذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام إنضمام المستثمرين و الشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع شركات المساهمة و إعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية².
- دعم عمليات التجميع والدمج بين بعض المصارف لاسيما الكبرى منها للتوسع في حجم الأعمال والربحية وخفض التكاليف ودخول ميادين عمل جديدة .
- تطوير أساليب الرقابة والإفصاح لدى جميع المؤسسات المالية والغير مالية وتحسين طرق إعداد التقارير واعتماد المعايير الدولية المحاسبية والشفافية في اعداد البيانات بما يتلاءم والقواعد العالمية بتطوراتها المتواصلة³.

¹Aboubekr Asma ,(2016), L'impact de la Politique de la liberalisation financiere sur la croissance economique cas de l'algerie , l'Universite Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, l'algerie , p 30

²حيدر نعمة بخيت، نصر حمود مزن،(2005)، سياسات التحرير المالي في البلدان العربية، مجلة الجندول، العدد 25 ، مدينة الديوانية، العراق، ص3

³ دغالم عبد الله (2014)، العولمة المالية و الأنظمة المصرفية العربية ، ط 1 ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ص 99

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- تشجيع عمليات الاندماج عبر الحدود أو حتى الاندماج فيما بين المؤسسات المالية المحلية وهذا لتحقيق المزيد من التوسع والنمو في ظل بيئة مصرفية ومالية عالمية أكثر تنافسية¹ .

- توفير إطار تنظيمي ورقابي ملائم يضمن تحقيق الشفافية في المعاملات ويخفض المخاطر حتى يمكن تفادي حدوث أزمات مالية خطيرة .

- العمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية كإنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة و الوسطاء في أسواق الأوراق المالية .

ب -التحرير المالي الدولي : تخفيض القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيع الاستثمار الأجنبي بمنحه امتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية .

_ تحرير أسعار صرف العملات وجعلها تتحدث وفق آلية السوق .

_ تحرير تدريجي لحساب رأس المال وذلك بإزالة القيود على التدفقات من الاستثمارات غير المباشرة

خاصة إلى البلدان النامية .

_ إزالة القيود على التدفقات من الاستثمارات غير المباشرة بعد قيامها بتوفير البنية الأساسية التنظيمية والقانونية لسوق الأوراق المالية المحلية .

- تحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال إزالة القيود على حركة السلع والخدمات .

ثالثاً- شروط نجاح التحرير المالي:

إن عدم نجاح التجارب الأولى للتحرير المالي خاصة تجربة شيلي و التي أدت إلى أزمة مالية حادة ، دفعت ماكينون إلى إعادة النظر على بعض النتائج التي توصل إليها سنة 1973 ، و بناء نموذج جديد سنة

1991 ، و الذي يبين فيه أهمية إستقرار الإقتصاد الكلي كشرط أساسي يجب توفره قبل البدء في التحرير المالي، إلى جانب التدرج في تطبيق هذه السياسة مع تقوية نظام الإشراف على النظام المصرفي حتى تكون سياسة التحرير المالي ناجحة .

¹ رمزي صبحي مصطفى الجرم(2013)،اندماج البنوك كإحدى آليات التطور المصرفي ،الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية ، مصر، ص45

1_ إستقرار الإقتصاد الكلي :

لإثبات دور و أهمية الأستقرار الإقتصادي الكلي كعامل مهم انجاح سياسة التحرير المالي فإن ماكينون (1991) قام بتحليله لهذا الشرط على مرحلتين ، مرحلة أولى إفترض فيها وجود إستقرار على مستوى الإقتصاد الكلي و قام بإدماج ظاهرة عدم تناظر المعلومات ، و في المرحلة الثانية أدمج ماكينون في تحليله عنصر عدم إستقرار الإقتصاد الكلي و الذي يتمثل في عدم إستقرار سعر الصرف، تضخم مرتفع و عجز كبير في الميزانية ، كما إفترض ماكينو في البداية عدم وجود مخاطر أخلاقية داخل البنك أي البنك يتصرف كأنه الايحب المخاطرة فتوصل إلى أن إضطراب الأحوال الإقتصادية العامة حتى لو كانت البنوك معادية للمخاطرة فإنه يدفع النظام المصرفي البنوك إلى تحديد معدلات فائدة منخفضة أو أن يصبح أكثر تقيدا للإئتمان تجنباً لمخاطر الإفلاس التي قد يتعرض لها ، ثم أدمج ماكينون في تحليله عدم إستقرار الإقتصاد الكلي مع وجود مخاطر أخلاقية داخل البنك فتوصل إلى أن البنك البنك يصبح يتصرف كما لو أنه محبا للمخاطرة فيدخل في عمليات إقراض ذات مخاطر مرتفعة و بمعدلات فائدة جد مرتفعة ، وفي حالة تعرض المقترضون لخسائر كبيرة فإنها و تنتشر لتشمل كل النظام المالي ¹.

فهذا التحليل يثبت أن الإصلاحات التي تتم في ظل عدم إستقرار الإقتصاد الكلي وضعف الإشراف و الرقابة على النظام المالي يمكن أن يزيد من تفاقم عدم الإستقرار المالي كحالة الشيلي ، و نجد أن البلدان التي عرفت نجاح سياسة التحرير المالي قامت بإزالة إختلالات الإقتصاد الكلي قبل الدخول في مرحلة الإصلاحات المالية فأمكن التحكم في العجز المالي وخفض التضخم إلى مستويات مقبولة نسبياً ، ومثال على ذلك أندونيسيا التي وفرت ظروفًا إقتصادية مواتية للإصلاح فإنعكس التحرير المالي إيجابياً على التطور المالي و إقتصاد ذلك البلد .

¹ شكوري سيدي محمد ، التحرير المالي و أثره على النمو الإقتصادي ، دراسة حالة الجزائر، مقال على الموقع :

<https://elbassair.net> تم الإطلاع بتاريخ : 2016/02/10

2_ التدرج في عمليات التحرير المالي :

يجب أن يتم التخطيط لتحرير الخدمات المالية بعناية و حذر، حيث يعتبر تحديد التدرج المناسب و الأمثل للإصلاح المالي من بين أهم الشروط الضرورية لنجاح التحرير المالي ، فتحديد خطوات و مراحل لتحرير الخدمات المالية تسمح بتكيف النظام المالي مع حاجة الإقتصاد الحقيقي، وهذا بهدف التوجه بالإقتصاديات السائرة في طريق النمو من إقتصاد غير متوازن و مقيد إلى إقتصاد محرر و أكثر إستقرار.

3_ قيام الحكومات بإعداد المؤسسات المالية لبيئة تنافسية :

تحتاج المؤسسات المالية إلى القيام بإعدادها و تنظيمها بشكل يسمح لها بالتأقلم مع ظروف ما بعد التحول من سوق مغلق إلى سوق متحرر ، حيث يمكن أن تقوم الدولة بتشجيع المؤسسات على خفض تكاليف التشغيل مثلا ، و يمكن أن يتم ذلك من خلال تحسين الكفاءة أو الإستثمار في التكنولوجيا الحديثة، كما يمكن للمؤسسات المالية أو المصارف المحملة بالديون أن تلجأ إلى الإندماج، و قد يؤدي ذلك إلى جعلها أقل عرضة للتقلب في المناخ التنافسي، ويمكن أن تساعد أيضا خصخصة المؤسسات المالية التي تمتلكها الحكومة في تحسين البيئة التنافسية¹.

فالحكومات التي ترغب في الإتجاه نحو التحرير المالي الإنتباه إلى بعض السياسات من أجل التأقلم مع سياسات التحرير المالي و العولمة المالية مثل : السياسات المالية و النقدية ، والقيام بإعداد المؤسسات المالية لبيئة أكثر تنافسية، وكذلك تسهيل تعميق السوق المالي .

¹ نعمان عبد الله علي غلاب (2006)، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية ، الأردن ، ص55

المبحث الثالث : عولمة أسواق الأوراق المالية

برزت العولمة المالية نتيجة للانفتاح المالي مما أدى لتكامل و إرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي بإلغاء القيود على حركات رؤوس الأموال، من خلال هذا المبحث سنتناول مؤشرات و مظاهر العولمة المالية ثم نستعرض أثر العولمة على أداء الأسواق المالية ثم المنافع و المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية .

المطلب الأول : مؤشرات و مظاهر العولمة المالية :

توجد العديد من المؤشرات التي ساهمت في تحرير النشاط المالي منها المضاربات الآجلة و تغيير حجم و هيكل الموجودات المالية في العالم ، أما عن مظاهر العولمة فتتمثل في النمو الكبير لتدفقات الإستثمارات الأجنبية في العديد من دول العالم بالإضافة إلى النمو السريع للتعاملات في أسواق العملات العالمية.

أولاً- مؤشرات تنامي العولمة المالية :

توجد عوامل دعمت تحرير المؤسسات المالية والأسواق ومنها¹ :

1_ تطور حجم المعاملات المالية عبر الحدود في الأوراق المالية :

إذا زاد في الدول الصناعية حجم المعاملات المالية عبر الحدود وخاصة تلك المتعلقة بالأسهم السندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول سنة 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس السنة².

2_ تغيير حجم وبنية الموجودات المالية في العالم :

شهد القطاع المالي تطور هائلا مما استدعى ضرورة مراجعة الأنظمة الرقابية فقد ارتفع حجم الموجودات المالية في العالم من 55 ترليون دولار سنة 1980 إلى 150 ترليون دولار سنة 2001 ومثل ما يزيد عن 100% ومن الناتج المحلي الإجمالي العالمي سنة 1980 وأكثر من 400% خلال السنتي 2001 و 2007 فقد تجاوزت الموجودات المالية حدود تحمل الاقتصاد الحقيقي وقد يكون ويعتبر عدم التناسب من احد أسباب

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره، ص 46

² صالح مفتاح ، مرجع سبق ذكره ، ص 206

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

الأزمة المالية ، كما تراجع الدور المهم للمصارف في النظام المالي العالمي الذي تحول إلى أسواق الأوراق المالية بالاعتماد على أنواع جديدة من المؤسسات و الابتكارات المالية حيث انخفضت الموجودات المصرفية من 53% سنة 2001 إلى 40 % سنة 2007 من إجمالي الموجودات المالية العالمية .

3 - بروز دور الصناديق السيادية وصناديق التحوط :

تستخدم الصناديق السيادية الأموال العامة في استثمارات طويلة الأجل خارج بلدانها ، تعتبر الصناديق السيادية مؤسسات تابعة للدولة ولها دورا هاما على مستوى الاقتصاد العالمي، زاد عددها وموجوداتها وتوسعت استثماراتها خاصة في منتصف التسعينات فلم تكن موجودة سابقا سوى ثلاثة صناديق سنة 1969 ثم ارتفع عددها ليصبح 44 صندوق سنة 2007 .

بلغت موجوداتها المالية وفق لبيانات أوردتها مؤسسة (مورغان ستانلي) العالمية سنة 2007 حوالي 216 ترليون دولار¹.

وتمتلك الصناديق الخليجية (الإمارات، السعودية، الكويت) نصف أصول الصناديق الحكومية في العالم وتتسم هذه الصناديق العربية بالغموض و تقتقر للحد الأدنى من الشفافية وأهدافها غير واضحة ولا يصدر عنها أي تقارير ولا تتوفر على بيانات دقيقة عن موجوداتها ويتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاع موجوداتها إلى 10 ترليون دولار ستسبب 2015 ويعتقد بأن هذه الصناديق ستسبب مشاكل للاقتصاد العالمي لضخامة حجمها وبالتالي مما سيكون لها تأثير على الأسواق المالية .

أما صناديق التحوط فبعد أن كان عددها 610 صندوق سنة 1990 أصبح عددها 9575 صندوق سنة 2007 وأصول تقارب 1,6 ترليون دولار، فقد توسع نشاطها بصورة سريعة، مما أصبح يشكل خطرا نتيجة لأن عملها يعتمد بدرجة كبيرة على المضاربة في السوق من خلال شراء الأسهم والاستحواذ على الشركات ثم بيعها بعد فترة قصيرة، و تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بتنويع استثماراتها يتميز نشاطها بشيء من السرية وغياب الرقابة من قبل السلطات، إن تلك المؤشرات تبين لنا تطور ظاهرة العولمة المالية في الاقتصاد العالمي.

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 48

4_ظهور أقطاب جديدة :

ونقصد بذلك صعود أقطاب دولية قد تعمل على تغيير الموازين الإقتصادية كالصين، الهند، المكسيك ، البرازيل، كوريا الجنوبية وغيرها من الدول وأصبحت تنافس أمريكا ودول أوروبا التي قد تخسر نفوذها المهيمن تدريجيا في إطار إدارة الإقتصاد العالمي، فالصين أصبحت سادس إقتصاد في العالم و البعض يصنفها الثاني، ويتوقع لها المراقبون على مدى العقود القادمة أن تصبح الأولى عالميا، فحجم إقتصادها هو 2,6 ترليون دولار، وتملك أكبر احتياطي من العملات الأجنبية و الذهب في العالم ما يقدر ب 1,2 ترليون دولار، وكذلك البرازيل عاشر الإقتصاديات العالمية و بحجم 1,1 ترليون دولار وكذلك بالنسبة الهند و كوريا، الأمر الذي سوف يكون له تأثير على الخريطة الإقتصادية العالمية . أما على مستوى الخدمات المالية فقد دخلت مؤسسات مالية غير مصرفية في ميادين الوساطة المالية و التي أصبحت تمارس نشاطها في مجال الخدمات المالية و أضحت منافسا قويا للمؤسسات هي (صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الإستثمار، المصارف المتخصصة،...إلخ) ، فخلال الفترة 1985_1995 أنخفض نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية العائلية 50% إلى 18% و يقابل ذلك إرتفاع نصيب تلك المؤسسات إلى نحو 42%¹.

5_ المضاربة الآجلة :

لقد أدت الأزميتين البترولييتين سنة 1973 و 1979 _ 1980 في أغلبية البلدان المصنعة إلى خلق إنخفاض محسوس في معدل إدخار العائلات و إرتفاع إحتياجات التمويل الخاصة بالإدارات العمومية ، ما أدى بمعظم المؤسسات إلى إعادة توظيف أموالها في الأسواق المالية التي توفر أرباحا مغرية مقارنة بالمغامرة و الإستثمار في مجال الإنتاج الذي يتصف بعنصرين أساسيين يثيران مخاوف المستثمرين في مواجهة المستقبل و خطر عدم التأكد و هما²:

- إنخفاض و تيرة الطلب و إرتفاع تسديد معدلات الفائدة أو الفوائد لديونها .
- ضعف أرباح الأموال الموظفة في عملية الإنتاج مقارنة مع توظيفها في الأسواق المالية التي تدر أرباحا أكبر في وقت أقصر .

¹ حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 52

² مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره ، ص 72

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

فقد إتسعت عمليات المضاربات الآجلة في العديد من البورصات و أسواق المال العالمية ، وما ساعد على ذلك تطور التقنيات الحديثة و إمكانية إجراء التحليلات الإقتصادية ، كما ظهرت مجموعة من المنتجات المالية المعقدة غير التقليدية كمشتقات الخيارات الآجلة و كذلك المقايضة .

فوفقا للوكالة الدولية لصكوك المقايضة فقد كانت التعاملات الآجلة في المقايضة و مبادلة العملات و أسعار الفائدة في التسعينيات لا تتعدى 3,45 ترليون دولار فيما أصبحت في نهاية عام 2006 تبلغ حوالي 286 ترليون دولار أي 6 أضعاف الناتج العالمي.

ثانيا _ مظاهر العولمة المالية :

تتجلى مظاهر عولمة الأسواق المالية فيما يلي :

1_ النمو الكبير لتدفقات الإستثمار المحفظي :

يوجد نوعين من الإستثمارات يتعلق الأول الإستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، أما الثاني يتعلق بالإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية (FPI)، و الإستثمار الأجنبي المباشر له مزايا و له عيوب، إلا أنه في نهاية الأمر عادة ما ينطوي على إقامة طاقات إنتاجية جديدة على أرض البلد المضيف، و بناء عليه فهو يوفر وسيلة أكثر أمانا و إستقرارا لتمويل التنمية .

أما الإستثمار المحفظي أو إستثمارات الحافظة فهو يختلف تماما عن الإستثمارات المباشرة، و ذلك لأنها عبارة عن نقود سائلة تتحرك لأجل قصير بسرعة و بفجائية شديدة، و هو الأمر الذي غالبا ما يؤدي إلى وقوع أزمات مالية، خاصة و أنه غالبا ما تتحرك تلك النقود وفقا لإعتبارات المضاربة .

و جدير بالذكر أن تدفقات رأس المال عبر الحدود قد أصبحت تأخذ بشكل متزايد صورة إستثمارات الحافظة بدلا عن الإستثمار الأجنبي المباشر، و تلك الزيادة في التدفقات وتحركات إستثمارات الحافظة مرتبط بالنمو في المؤسسات المالية العملاقة، بالإضافة إلى التحرير المالي في إطار سياسات الإصلاح الإقتصادي و التكيف الهيكلي طبقا لوصفة صندوق النقد الدولي .

_ إن المبتكرات التكنولوجية و التدفقات الأسرع للمعلومات، بمساعدة من الزيادة الحادة في إجمالي المدخرات التي يجرى توجيهها نحو الأدوات المالية عبر الحدود ، العولمة المثيرة لتدفقات رأس المال، المعرفة بأنها

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

تدفق رأس المال عبر الحدود، و قد تجاوزت هذه التدفقات بما في ذلك الديون و أسهم رأس مال المحافظ ،و التمويل المستند للإستثمار المباشر 6 تريليونات دولار عام 2005¹ .

2- الزيادة السريعة في معاملات الأوراق المالية عبر الحدود :

في ظل نمو و تطور ظاهرة العولمة المالية تزايدت التعاملات بالأوراق المالية عبر حدود الدول و تشير تلك الزيادة السريعة في معاملات الأوراق المالية إلى أنه قد أصبحت هناك قنوات إتصال متطورة بين الأسواق المالية في بلدان مختلفة، حيث يتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها: الربط الحاسوبي للبورصات، الربط بالوسطاء الماليين، الربط بين الشركات المالية العالمية، الربط بمحفظة الإستثمار الدولية، الربط بالسياسات المالية².

3_ نمو التعامل في أسواق العملات العالمية بوتيرة أسرع من نمو التجارة العالمية :

إن التعامل في أسواق العملات العالمية قد أصبح ينمو بمعدل أسرع من غيره من الأصول المالية، إذ تشير إحصائيات بنك التسويات الدولية أن معدل التبادل اليومي في أسواق الصرف العالمية إرتفع من 880 دولار سنة 1992 إلى 1150 مليار دولار سنة 1995 وصولاً إلى 2110 مليار دولار سنة 2004، بينما بلغ التعامل في النقد الأجنبي سنة 2007 ما يقدر ب 3475 مليار دولار أي بنسبة زيادة تقدر ب 64% .

كما أن المعاملات المنفذة في سوق الصرف الاجنبي هي غالباً معاملات آجلة حيث بلغت نسبة المعاملات الآجلة لسنة 2007 ما نسبته 71% بينما المعاملات العاجلة 27 % فقط في نفس السنة .

و نتيجة لذلك فإن نمو التعامل في أسواق العملات أسرع من ذلك التعامل المتعلق بنمو التجارة العالمية، حيث أصبح حجم التعامل في النقد الأجنبي على مستوى العالم يمثل ضعف التجارة الدولية .

وقد أصبح حجم التجارة الدولية حالياً في السلع و الخدمات يصل إلى حوالي 7 تريليون دولار سنوياً، بينما

¹ صندوق النقد الدولي، (2007)، تدفقات رأس المال العالمي، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 44، العدد 1، ص14 على الموقع :

www.imf.org 2017 /6/10 تم الإطلاع بتاريخ : 2017 /6/10

² يحي سعاد (2017)، مخاطر عولمة الأسواق المالية، دراسة حالة سوق المال الكويتي (1997_2016)، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية العدد الثاني و العشرون، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 27

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

يبلغ حجم التعامل في النقد الأجنبي على مستوى العالم من 500 إلى 700 تريليون دولار، و ترجع أسباب تلك الظاهرة المتعلقة بنمو حجم التعامل في النقد الأجنبي إلى زيادة التعاملات في الإستثمارات المحفزية إلى جانب الزيادة السريعة في تعاملات الأوراق المالية ¹.

4_ تنامي التعاملات في المشتقات :

تعتبر المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية المستحدثة و تستخدم للعديد من الأغراض من بينها إدارة المخاطر و التحوط منها، و زيادة تنويع إيرادات المؤسسات المالية المتعاملة بها، بالإضافة إلى المضاربة.

و حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية إلى حجم التداول بالمشتقات على إختلاف أنواعها قد شهد نموا مضطربا خلال السنوات الأخيرة، بحيث أصبحت تشكل نفس حجم التجارة العالمية بالسلع و الأدوات المالية على حد سواء، و تعد المشتقات أحد ملامح التطور في الأسواق المالية فقد بدأ التعامل بها منذ 1973 ² . و يبين الجدول الموالي حجم التعامل بالأدوات المالية المشتقة خلال الفتر مابين 2001 إلى 2010 .

الجدول رقم (2_4): حجم التعامل بالأدوات المشتقة (المتوسط اليومي في أفريل بملايير الدولارات)

الأدوات المالية	2001	2004	2007	2010
*أسواق مشتقة للنسب بالتراضي	129	233	258	601
مبادلات	331	621	1210	1275
خيارات و منتوجات أخرى	29	171	217	208
المجموع(الأسواق بالتراضي)	489	1025	1686	2083
*الأسواق المشتقة للنسب المنتظمة	2188	4524	6099	8142

Source : Mathilde lemoine (2012), les grandes questions d'économie et finance internationales, 2 éme édition , édition de Boeck ,Belgique ,Bruxelles, p 452

بشكل *أسواق مشتقة للنسب بالتراضي : في هذه الأسواق العمليات ليست نمطية (معيارية) بل يتخذ قرارها مشترك بالإتفاق بين الطرفين المعنية .

¹ طارق محمد خليل الأعرج، (2012)، العولمة المالية ، كلية الإدارة و الإقتصاد ، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ، ص 11
² آسيا قاسمي ، (2015)، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية و تحسين القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة بومرداس ، الجزائر، ص 50

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

*أسواق منتظمة : تتميز بتوحيد التعامل في أدوات المشتقات و المتعلقة بالتسليم و التسوية و الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة ، التي يمكن أن يحوزها العميل الواحد بالنسبة للأصل و تتضمن غرفة مقاصة تسمح بتنظيم العمليات على المشتقات وتضمن تغطية مخاطر الطرفين .

من خلال الجدول رقم (2_4) نلاحظ أن حجم التبادلات بالمشتقات المالية قد إرتفع خلال الفترة (2001-2010) ، حيث إرتفعت عقود المبادلات من 331 مليار دولار سنة 2001 إلى 1275 مليار دولار سنة 2010 ، كما عرفت التعاملات في الأسواق المنتظمة زيادة من 2188 مليار دولار سنة 2001 إلى 8142 مليار دولار سنة 2010 ، وهذه الزيادة تدل على إرتفاع التعاملات بالأدوات المالية المشتقة في الأسواق المالية العالمية و لأن الهدف الأساسي للمتعاملين بهذه الأدوات هو تحقيق أكبر ربح بأفضل تغطية ضد المخاطر .

المطلب الثاني : أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية

عكست عولمة الأسواق المالية ثروة مالية حقيقية سواء من حيث حجم الأسواق و تأثيرها وأدواتها فقد أدت إلى نمو كبير في حجم المعاملات المالية التي إختزقت كل الحواجز الجغرافية و القيود التنظيمية، و إنعكس ذلك على أداء أسواق الأوراق المالية لمعظم البلدان في العالم .

أولاً: أثر العولمة على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة

1- مفهوم الأسواق المالية الناشئة :

تعود كلمة "ناشئة" إلى بنوك الإستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الإستفادة من العوائد المرتفعة فيها، و المؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة ، فكل سوق مالية قد مرت بمرحلة نشوء في بداية تطورها، و يوجد حالياً عدة تعريفات للأسواق المالية الناشئة من أهمها التعريف الذي صدر عن مؤسسة التمويل الدولية، حيث تعرفها على أنها سوق أسهم و قروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10000 دولار¹.

تتميز الأسواق الناشئة بصغر حجمها و إرتفاع درجة تركيزها و تطورها السريع ، ولكنها تعاني بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم إستقرارها و زيادة تعرضها للآزمات، و

¹ مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 104 .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

هذا التذبذب المرتبط أساسا بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بإزدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق .

2 _ مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التوزيع الدولي :

شهدت الإقتصاديات الناشئة معدلات نمو مرتفعة، ولقد ساهم في ذلك عمليات الإنفتاح الاقتصادي و المالي للأسواق الناشئة، وساعد هذا على تدفق رأس المال الأجنبي الخاص إليها بشكل كبير، مع بداية التسعينيات، في شكل إستثمارات أجنبية مباشرة أو إستثمارات الحافظة المالية، حيث تمكنت هذه البلدان من التحكم في أزمة المديونية بتقليص لجوئها إلى الإقتراض الحكومي الرسمي و الخاص قبل فترات الأزمات . و يبين الجدول الموالي تزايد تدفقات الصافية لرأس المال الخاص خلال 1990_1994 و تناقص الإقتراض الحكومي الرسمي، مع عودتها إليه في سنوات الإضطراب 1995 و 1997 .

جدول رقم (2_5): تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق الناشئة (1990 _ 1997)

(مليار دولار)

التدفقات	السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
تدفقات صافية لرأس المال الخاص		31	126,9	190,9	164,7	160,5	192	240,8	173,7
قروض من الجهات الرسمية		22,2	25,7	17,6	18,7	2,5-	34,9	9,7-	29
التدفقات الكلية لرؤوس الأموال		53,2	152,7	138,5	183,4	158	226,9	231,1	02,7

Source : Bourquinat Henri,(1999) Finance internationale,PUF,France ,p575 .

إن تدفقات رؤوس الأموال إتجهت بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا بنسبة 47 % ، وأمريكا اللاتينية ب 38 % ، فيما تقاسمت باقي مناطق العالم النسبة المتبقية ، و يرجع هذا الإرتفاع الكبير لدور الأسواق الناشئة إلى فعاليتها الإقتصادية و المالية، و التوقعات المستقبلية بشأن معدلات النمو المرتفعة من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى معدلات العائد المرتفع التي يحققها المستثمرين في هذه الأسواق و التي تتزامن مع تراجع هذه المعدلات في الأسواق المالية الكبرى و تمنحها مكانة جيدة من بين التوظيفات المالية للمستثمرين

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

الدوليين، ففي 1996 و وفق توقعات البنك العالمي فإن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2,7 % خلال الفترة من 1994 إلى 2009، مقابل 4,8 % في البلدان الناشئة.

3_ مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة :

و سوف نتطرق إلى المؤشرات التي تهتم بأسواق الأوراق المالية و التي تقيس مستوى أدائها كما يلي ¹:

3-1- المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق :

أ_ **حجم السوق** : ويعكسه مؤشران هما :

_ **رسملة السوق** : إرتفعت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، و قدرت سنة 1997 بحوالي 2229,5 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9,47 % من الرسملة السوقية العالمية في نفس السنة .

_ **عدد الشركات المسجلة** : إن إرتفاع هذا المؤشر يدل على الإعتماد على التمويل المباشر بشكل كبير، فلقد إرتفع عدد الشركات المسجلة في الأسواق المالية الناشئة خلال الفترة 1880_ 1995 ب 137% ، و يعود ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق .

3_2_ السيولة : و يوجد مؤشران لقياسها :

- **معدل التداول** : و يعكس السيولة بالنسبة للإقتصاد ككل و في الأسواق الناشئة ككل، لقد زاد معدل التداول بحوالي 200,1% من 1990 إلى 1997 .

_ **معدل الدوران** : و هذا المؤشر يكمل مقياس رسملة السوق ، من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها و لكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط مثل البرازيل، و قد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة و أعلى معدلات التداول و لكن معدل الدوران فيها ضعيفا مثل ماليزيا .

¹ مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 107 - 108

3_3_ التركيز :

من خلال هذا المؤشر يمكن ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق ، و بالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات، فباستثناء الهند و الباكستان و البرازيل، فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان و الولايات المتحدة 20% يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% و يتجاوز هذه النسبة في الأرجنتين و كولومبيا و فنزويلا .

ثانيا- تأثير سياسات التحرير المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة :

ان التغيرات التي تحصل على مستوى الساحة الدولية تؤثر على اداء السوق المالية، و قد تكون هذه المتغيرات غير مالية، و المؤكد أن للعولمة المالية تأثير على المؤشرات السابقة من خلال تسهيل تدفق رؤوس الاموال الى الاسواق الناشئة دون قيود، و قد يساهم ذلك في تطورها و زيادة نشاطها، كما قد يعرضها إلى إضطرابات شديدة ، كما سبق و أن حدث الأزمات المالية خلال منتصف و أواخر التسعينات، من خلال السماح بخروج رؤوس الأموال دون قيود، بالإضافة إلى آثار العدوى التي تتسارع بفعل العولمة المالية.

1-الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة :

يعتبر الكثير أن العولمة المالية هي السبب وراء حدوث الإضطرابات و حالة عدم الإستقرار في الأسواق الناشئة ، إلا أن أنصار العولمة يعتبرون أن الإختلالات الإقتصادية القاعدية في هذه الأسواق هي السبب الرئيسي في حدوث الأزمات .

و يبين الجدول الموالي مدى الأهمية النسبية للعوائد التي يحققها المستثمرون في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا خلال سنة 1994 .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

جدول رقم (2_6) : نسبة الأرباح المحققة في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا سنة 1994

البلد	مجموع رسملة السوق (بليون دولار)	مجموع الشركات المدرجة في السوق	السعر/ربح السهم الواحد	نمو نسبة الأرباح للسهم الواحد
هونغ كونغ	450	583	11,7%	14%
سنغافورة	218	267	19,8%	10%
كوريا الجنوبية	143	760	10,8%	39%
تايبوان	312	378	25,4%	14%
أندونيسيا	96	254	15,0%	19%
ماليزيا	343	617	18,6%	17%
الفلبين	89	-	18,8%	23%
تايلندا	84	454	14,6%	10%

المصدر : عمار آيت بشير، (2001)، الأزمات المالية و إصلاح النظام النقدي الدولي، دراسة الأزميتين المكسيكية و الآسيوية ،رسالة ماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 187

إلا أن الإضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال لكل من أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات و لجنوب شرق آسيا و الأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينات و التي كانت نتيجة لغياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير عمليات حساب رأس المال، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها و عدم إستقرار توازناتها الإقتصادية الكلية، الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات، بالإضافة إلى أن أنظمتها المالية تبدو ضعيفة جدا لإستعاب تلك التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال، كما فسحت العولمة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات و الأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في إنهاؤها، و الأكثر من ذلك، قد تتوسع آثار الإضطراب لتنتقل إلى الأسواق الأخرى نتيجة لما يعرف بآثار العدوى و السلوكيات القطيعية للمستثمرين، لتؤدي بذلك لإضطرابات على مستوى النظام المالي العالمي ككل¹.

¹ مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 110

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

و أكبر مثال على ذلك الأزمة المالية التي مر بها المكسيك و التي كانت نتيجة للإختلالات الهيكلية للإقتصاد المكسيكي قبل 1995 وعمليات التخفيض المتتالية للبيزو و تزايد العجز في العمليات الجارية، الأمر الذي أدى إلى تراجع ثقة المستثمرين في العملة المكسيكية و السوق المالي المكسيكي بشكل عام، و بدأت إثر ذلك عمليات المضاربة على العملة و خروج رؤوس الأموال من المكسيك، و إنهارت بذلك سوق الصرف و من بعدها سوق الأوراق المالية في الأشهر الأولى من سنة 1995 .

إعتبر الكثير من المحللين أن الأزمة التي حدثت في المكسيك كانت بمثابة إنذار مسبق لباقي الدول الآسيوية، و لكن تطورها و معدلات نموها السريعة و جاذبيتها الكبيرة للإستثمارات الأجنبية، جعلها تتجاهل بعض الإختلالات القاعدية المشابهة لتلك المتسببة في أزمة المكسيك، هذا التشابه كان سببا في إنتقال العدوى إليها، و انعكس ذلك على الإقتصاديات الآسيوية التي تراجعت ثقة المستثمرين فيها، و قام المتعاملون في سوق الأوراق المالية سنة 1997 بالتنازل عن كميات هائلة من الأوراق المالية في البورصات الآسيوية، ثم قاموا بشراء كميات ضخمة من الدولارات من الأسواق المحلية و تحويلها إلى بلدانهم دون أي قيد مما تسبب في إنهيار سوق الصرف و سوق الأوراق المالية¹ .

و قد إنتقلت الأزمة بنفس الأسلوب إلى كل من روسيا و البرازيل سنة 1998 ، و مما سبق نستنتج أن الاندماج المالي و الإقتصادي و الترابط فيما بين الأسواق في إطار العولمة المالية يعمل على زيادة إمكانية حدوث الأزمات و سرعة إنتقال آثار العدوى .

2_ تأثير الأزمات المالية على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة :

لقد بدأت تظهر عوارض الأزمة في تايلندا منذ سنة 1996 التي إنتشر منها الذعر إلى بقية دول المنطقة، حيث أن إرتباط عملتها بالدولار قد أدى مع إرتفاع الدولار في ذلك العام إلى فقدان قدراتها التنافسية وبدأت صادراتها بناء على ذلك في التراجع لأول مرة منذ 1983 في الوقت الذي إستمرت وارداتها في التزايد ، هذا كما أن تخفيض العملة الصينية سنة 1994 قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلندا و كذلك الدول المجاورة الأخرى، حيث أن تخفيض الصين لعملتها سنة 1994 قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلندا و كذلك صادرات الدول المجاورة الأخرى حيث أن تخفيض الصين لسعر صرف عملتها بحوالي 50% أدى إلى تزايد حصيلتها من الصادرات بمقدار ضعف معدل

¹ مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره ، ص 111

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

نمو الصادرات التايلاندية، و أخذت الأوضاع تتوالى في شكل حلقة مفرغة حيث أن تقلص الصادرات مع إستمرار تزايد الواردات قد أدى إلى تزايد نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلاند من 5,5 % إلى حوالي 8 %، و مع إرتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة لأسباب داخلية و خارجية أدى ذلك إلى إرتفاع التضخم الذي إضطر البنك المركزي لرفع سعر الفائدة مما إنعكس في إنكماش النشاط الإقتصادي و بدأ المسلسل في شكل إنخفاض أرباح الكثير من الشركات مما أثر على سوق الأسهم التي إنخفضت أسعارها بأكثر من 40% و الذي يعتبر في سنة 1996 أسوأ أداء للأسواق الآسيوية¹.

و قد تأثرت مؤشرات الأداء بفعل الأزمات المالية و خاصة على مستوى تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة ، حيث تأثرت كل من معدلات العوائد و كذا نشاط السوق كما يوضحه الجدول الموالي²:

جدول رقم (2_7) : تطور مؤشرات البورصة المركبة للأسواق الناشئة خلال الفترة (1992_1998)

المؤشرات المرتبة بالعوائد	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
مؤشر مؤسسة التمويل الدولية	100	180	160	140	150	120	80
مؤشر مورغان ستانلي	100	185	170	145	157	115	65

Source : Dufour jean francois (1999), Les marchés émergents , Armand colin , paris,p 27

فوفق ما قدمه كل من مؤسسة التمويل الدولية (IFC)³، و بنك الإستثمار الأمريكي مورغان ستانلي⁴

فإن مؤشرات الأداء شهدت إرتفاع خلال أوائل التسعينات ثم إنخفضت خلال فترة الأزمة في سنوات 1995، 1997، 1998 وهذا يدل على تراجع العوائد المنتظرة خلال هذه الفترات .

كما إنخفضت أيضا بفعل الأزمة الآسيوية لسنة 1997 بعض مؤشرات أداء الأسواق كما يوضحه الجدول الموالي :

¹ جاسم المناعي، الأزمة الإقتصادية الآسيوية ، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية 8 ماي 1998، بيروت، لبنان، ص ص 2-3

² مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره، ص 112

³ مؤشر الإستثمار لمؤسسة التمويل الدولية تم إستخدامه في سنة 1988 و هو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، و يعتمد هذا المؤشر على حساب رسمة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية .

⁴ مؤشر مورغان ستانلي يحسبه بنك الإستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، و هو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق و لكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم و لا نفس العدد من الأسواق .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

جدول رقم (2_8): القيمة السوقية و قيمة الأسهم و معدل دوران الاسهم في دول مختارة للفترة

(1994-1999) (مليون دولار أمريكي)

الدول	المؤشرات	1994	1995	1996	1997	1998	1999
المكسيك	القيمة السوقية	13,2	106,5	156,5	91,7	154	154
	قيمة الأسهم	82,9	43	52,6	33,8	36	36
	معدل دوران الأسهم	63,6	40,3	33,5	36,6	23,3	23,3
ماليزيا	القيمة السوقية	199,3	307,2	93,6	93,6	145,2	145,2
	قيمة الأسهم	126,5	173,6	14,7	14,7	48,4	48,4
	معدل الدوران الأسهم	63,6	56,5	157,5	157,5	33,3	33,3
البرازيل	القيمة السوقية	189,3	216,9	255,5	160,9	227,9	227,9
	قيمة الأسهم	109,5	112,1	203,2	146,6	87,2	87,2
	معدل دوران الأسهم	57,8	51,6	79,5	91,1	38,2	38,2

المصدر: مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح عوز (2010)، الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الإدارية، المجلد 3، العدد 15، العراق، ص 31

يتبين من خلال الجدول أعلاه أن المؤشرات الأساسية لقياس أداء الاسواق الناشئة خلال الفترة ما قبل الأزمة الآسيوية كانت في تزايد مستمر حيث إنتقلت القيمة السوقية في المكسيك من 13,2 مليون دولار سنة 1994 إلى 156,5 مليون دولار سنة 1996 لتتخفض خلال سنة 1997 إلى 91,7 مليون دولار .

أما في ماليزيا فقد إنتقلت القيمة السوقية من 199,3 مليون دولار سنة 1994 لتصل إلى 307,2 مليون دولار سنة 1995 ثم شهدت إنخفاض سنة 1997 إلى 93,6 مليون دولار، أما عن البرازيل فقد إنتقلت القيمة السوقية من 189,3 مليون دولار سنة 1994 ليصل إلى 255,5 مليون دولار لتتخفض بعد ذلك إلى 160,9 مليون دولار خلال سنة 1997.

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

هذا الإرتفاع في القيمة السوقية في البلدان الثلاث خلال الفترة ما قبل الأزمة 1994-1996 يدل على زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية في تلك الفترة، إلا أن هذا التوسع في النشاط سرعان ما إنخفض نتيجة للأزمة التي انعكست على أداء هذه الأسواق فعانت من اضطرابات خلال سنة 1997 ، حيث نجد إنخفاض في القيم السوقية لهذه الأسواق و تدني قيم الأسهم المتداولة، وهذا عند ملاحظة التغير الذي طرأ على معدل دوران الأسهم خلال الفترة مابين سنة 1997 و سنة 1998 ، حيث نجد أن معدل دوران الأسهم قد إنخفض في البلدان الثلاث ، في المكسيك إنخفض من (36,6 إلى 23,3) مليون دولار ، أما في ماليزيا فقد تغير من (157,5 إلى 33,3) مليون دولار، كما إنخفض في البرازيل من (91,1 إلى 38,2) مليون دولار و يدل إنخفاض معدل الدوران على إنخفاض مستوى النشاط في السوق ، ويتضح من خلال تراجع مؤشرات الأداء في الأسواق الناشئة أن ها قد تأثرت بالخروج المفاجئ و العنيف لرؤوس الأموال الأجنبية.

أما خلال السنوات 2000 و 2001 فقد شهدت تحسن في مؤشرات نشاط السوق، و هذا راجع إلى إتباع الأسواق الناشئة لجملة من الإصلاحات الهيكلية بعد الأزمة أدت لإسترجاع الثقة في كفاءتها و أدائها .

مما سبق يتبين أن العولمة المالية أثرت على أداء الأسواق المالية الناشئة، على الرغم من الاضطرابات التي سببتها سلوكيات المستثمرين، و يبقى من الضروري جدا للأسواق الناشئة أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية بالاندماج الفعلي في الأسواق العالمية مع المراقبة المستمرة لإستقرار التوازنات القاعدية ¹.

¹ مطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 114

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

المطلب الثالث : المكاسب و المخاطر التي تواجه الدول النامية نتيجة عولمة الأسواق المالية :

نتج عن العولمة الكثير من التحديات للدول النامية فهي سلاحا ذو حدين، فمن بين محاسنها أنها عملت على تحرير حركة رؤوس الأموال و التي ساهمت في توفير السيولة لبعض البلدان و ساعدت على تسارع نمو التدفقات المالية العالمية، و من جانب آخر أدت إلى ظهور جملة من المخاطر كونها أفقدت الحكومات السيطرة على الظواهر المالية المختلفة .

أولا _ مزايا العولمة المالية :

يعود التحرير المالي و عولمة الأسواق المالية للبلاد النامية بعدد من المنافع والمزايا منها :

_ ساهم تحرير حركة رؤوس الأموال في بعض البلدان بالتخفيف من حدة نقص السيولة المالية ولو بشكل مؤقت و الحد من المنافسة غير الشرعية المطبقة من طرف الدول على المقترضين في القطاع الخاص و التحكم في الطلب عبر الزمن .

- يساعد تطور أسواق المال في الدول النامية على تعبئة المدخرات عن طريق زيادة مجموعة الإستثمارات المالية المتاحة للمدخرين لتوسيع محافظهم المالية ، و تعود هذه المساهمة إلى أن تكلفة تعبئة المدخرات تصبح منخفضة بسبب توافر أجهزة الوساطة المالية وخدماتها المتطورة التي تتيح لأصحاب الإدخارات فرص إستثمارية كبيرة ¹ .

- أدت العولمة المالية إلى التنوع في الأصول المالية الدولية مما نتج عنه محاولة تحديث النظم المالية و ظهور منافسة قوية من أجل توظيف الأموال في مجالات مختلفة بين الدول و ممثلي الانظمة المالية و ما يتعلق بتنمية القدرات التنافسية لها .

_ عولمة النظام المالي يساعد على تحسين كفاءة و فاعلية النظام المالي المحلي و آلية عمل المؤسسات المالية المحلية، و ذلك يساعد على زيادة قدرة القطاع المالي المحلي ليعمل بشكل أفضل و يكون أكثر تنافسية مع المؤسسات المالية الوافدة ، كما يرى بعض الإقتصادييين أن تدفق رؤوس الأموال للبلدان النامية

¹ صالح مفتاح ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 211_212

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

يساعد على مواجهة التقلبات الإقتصادية الكلية و على نقل التكنولوجيا الحديثة إليها و على تطوير نظامها المالي¹ .

- ساعدت العولمة المالية على تحرير الأسواق المالية الدولية و ضمان بذلك موارد مالية أكبر و توسيع مجال توظيف الأموال الدولية و توفير سيولة مالية دائمة كما ساهمت في تسارع نمو التدفقات المالية العالمية عن طريق نقل المعلومات الخاصة بأسعار الأصول و تخفيض تكاليف التمويل من خلال المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية و بروز أهمية التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية² .

_ تركز العولمة المالية على آليات السوق و التي سوف تؤدي إلى أسعار فائدة حقيقية دون مغالاة ، و في و هذا يعمل على جذب المدخرات للبنوك التي كانت تتجه بعيدا عن القطاع المالي الرسمي ، وتحفز المقترضين ليستثمروا في أنشطة إنتاجية و بذلك تتحسن إنتاجية الإقتصاد ككل .

_ إن إجراءات التحرير المالي التي تصاحبها برنامج واسع للخصخصة و يخلق بيئة ملائمة لنشاط القطاع الخاص، و ستؤدي إلى جذب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال .

_ إن العولمة المالية سوف تمكن الدول النامية من الوصول إلى أسواق المال الدولية بما يسمح له بالحصول على ما يحتاجه من موارد مالية تسد فجوة موارده المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة معدلات الإستثمار و بالتالي النمو الإقتصادي³ .

- يساهم نمو التدفقات المالية الخاصة نتيجة العولمة المالية و المتمثلة في إنسياب الإستثمارات الأجنبية المباشرة و إستثمار المحافظ المالية في الإبتعاد عن القروض المصرفية و القروض الحكومية من جانب الدول النامية ، الأمر الذي سيعمل على الحد من نمو الديون الخارجية .

- إن زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل سوف يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل بالنسبة للقطاعات المختلفة، فالحكومات تميل لسد عجزها من خلال طرح سندات في الأسواق الدولية نظرا لإنخفاض سعر الفائدة الخارجي، كما أن القطاع الخاص يفضل اللجوء إلى التمويل الأجنبي بإعتباره التمويل الأرخص، وهذا بدوره سيؤدي لإنخفاض أسعار الفائدة المحلية .

¹ أكرم محمود حرواني ، (2011)، انعكاسات العولمة على البلدان النامية (حالة سورية)، مجلة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الإقتصادية و القانونية ، المجلد 33، العدد 1 ، ص 19

² مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 82

³ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص 114

_ زيادة تدفق العملات الأجنبية إلى الداخل و زيادة قدرة السلطة النقدية على تكوين مستويات عالية من الإحتياطيات الدولية ، نظرا لكون وصول هذه الإحتياطيات عند مستويات ملائمة و آمنة تعد أحد أهم عناصر الجدارة الائتمانية للبلد في الأسواق الدولية .

ثانيا: المخاطر التي تواجه الدول النامية في ظل عولمة الأسواق المالية

من أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة الأسواق المالية بالنسبة للبلدان النامية مايلي¹ :

1_ التقلبات الفجائية لرأس المال :

إن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي إتجهت إلى البلدان النامية في السبعينيات يغلب عليها تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة و التي تتطور بشكل كبير، و خلال الفترة مابين 1990 لى 1997

بلغت حصة تدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية الشاط لايزيد عن 10% من إجمالي

تدفقات رؤوس الأموال الخاصة التي دخلت للبلدان النامية ، أما الإستثمار في أسواق الأوراق المالية

كان نصيبه حوالي ثلث مجموع هذا التدفق في حين وصل نصيب الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى حوالي نصف هذه التدفقات .

قد إتسم الإستثمار في الأوراق المالية بسرعة النمو و بضخامة الحجم ، بالإضافة للتقل من سوق لآخر بصورة فجائية وسريعة خلال فترة زمنية قصيرة ، كما أن درجة تقلب التي تتصف بها حركة الإستثمار في المحفظة تكون أعلى بكثير من درجة التقلبات التي يتصف بها الإستثمار الأجنبي المباشر، و هذا راجع لكون الإستثمار في المحفظة المالية تحكمه عوامل قصيرة الأجل و السعي نحو تحقيق الأرباح السريعة

كما أن التخلص منه يكون بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية أضف إلى ذلك أنه يتأثر كثيرا

بالمعلومات المتوفرة لدى المتعاملين و بحالاتهم النفسية و هذا مختلف عن الإستثمار الأجنبي المباشرالذي يأخذ شكل فروع لشركات متعددة الجنسيات عادة ما تهتم بالأرباح على المدى الطويل ،و تكمه عوامل متعلقة بالدخل الوطني و بحالة الإقتصادية للبلد المستضيف، أضف إلى ذلك أن الإستثمار الأجنبي المباشر عادة

¹ رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ، ص 118 .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

ما يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة أو متجددة ، وفي هذه الحالة يكون من الصعب تصفية تلك الطاقات في فترة زمنية قصيرة .

أما المستثمرون في المحافظ المالية فهم يميلون لتصفية إستثماراتهم و الخروج من بلد محل وجود توظيفاتهم المالية كلما حدثت أزمة و يعودون بأرقام ضخمة من التوظيفات حينما تسترد الأسواق الثقة فيها .

إن الحركة الواسعة و الفجائية لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا ، تتسبب في حدوث كثير من الآثار و الإنعكاسات السلبية للإقتصاد الوطني كالاتي :

1_ الرفع من عدم إستقرار الإقتصاد الكلي من خلال تدفق الإستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة و بشكل مفاجئ و ينجر على ذلك مايلي :

_ زيادة معدل التضخم و إرتفاع الأستهلاك المحلي .

_ إرتفاع أسعار الأصول المالية و في أسعار العقارات .

_ إرتفاع سعر صرف العملة الوطنية الأمر الذي ينعكس سلبا على الصادرات و يزيد من الواردات فيرتفع العجز في الميزان التجاري .

2_ يؤدي خروج الإستثمارات بشكل مفاجئ و بحجم كبير إلى :

_ إنخفاض سعر صرف العملة الوطنية .

_ إنخفاض أسعار الأصول المالية و العقارية .

_ تزايد العجز في ميزان المدفوعات .

_ فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي .

2_ مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج :

يعتبر تدويل المدخرات الوطنية من أخطر ما نتج عن عولمة الأسواق المالية بالنسبة للبلدان النامية،

و يفضل الكثير من المستثمرين الإستثمار خارج بلدانهم و هذا في الدول التي تعاني من إتساع الفجوة بين معدل الإستثمار ومعدل الإدخار بالإضافة للعجز الكبير في ميزان مدفوعاتها، كما أن الكثير من الدول النامية تتسارع لفتح أبوابها لدخول رؤوس الأموال الأجنبية من خلال التسابق على منح الكثير من الإمتيازات والإعفاءات و الحوافز، إلا أنها بالمقابل سمحت في ظل العولمة المالية بخروج المدخرات المحلية بغية الإستثمار في أي بلد من بلدان العالم .

إن ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج تعتبر قديمة بالنسبة للبلدان النامية ، لكن إجراءات

التحرير المالي المحلي و الدولي التي نفذتها البلدان النامية في السبعينات أعطت نوعا من الشرعية على حرية خروج رؤوس الأموال ، و بالتالي ساهم في إستفحال هذه الظاهرة و ما نتج عنها من آثار سلبية على ميزان المدفوعات و على قدرة البلد على التراكم و الإستثمار و على خدمة ديونه الخارجية .

3_ مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال) :

عملية تعرض بلد ما لموجات من دخول الأموال القذرة عبر آليات التحرير المالي المحلي و الدولي، تعتبر من أحد أكبر المخاطر الناتجة عن عولمة الأسواق المالية ، فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف

و حرية دخول و خروج الأموال عبر الحدود الوطنية ، و إنفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب، إنفتحت قنوات إضافية لغسيل الأموال القذرة و الذي يقصد بها ، محاولة إخفاء المصدر الغير شرعي أو غير القانوني الذي تحققت في إطاره عمليات بناء و تراكم الثروات ، مثل أرباح الإتجار في المخدرات ، وتهريب السلاح و الأسلحة المواد المحضورة ، والجريمة المنظمة ، و كل الأنشطة المجرمة قانونا ، عن طريق هذه الأعمال تتكون الثروات و يحاول أصحابها غسلها لإخفاء مصدرها الإجرامي، وذلك بإدخالها النظام المصرفي و السوق المالي من خلال توظيفها في بعض الأدوات المالية ، كالأسهم والسندات و المشتقات ...و غيرها ، كما ظهرت شركات إستثمارية تعمل على غسيل الأموال مقابل عمولات معينة .

و مع سرعة إندماج الأسواق المالية للدول النامية في الأسواق العالمية ، أصبحت هذه البلدان ملاذا لكميات كبيرة من الأموال القذرة ، وقد سهلت إجراءات إلغاء الرقابة على الصرف، وقوانين تشجيع

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

جذب رؤوس الأموال الأجنبية من دخول تلك الأموال لبعض البلدان ، بالإضافة إلى ضغوطات الحاجة إلى النقد الأجنبي لزيادة حجم الإحتياطيات الدولية و لرفع تكاليف الديون الخارجية و تمويل إحتياجات التجارة الخارجية ، فإن الكثير من الدول أصبحت تغض النظر عن مصدر الأموال القذرة .

ويعد اندماج هذه الأموال في السوق المالي المحلي أمرا خطرا كونه يؤثر سلبا على الإقتصاد كما يلي¹:

- إضعاف هيبة الدولة و تشجيع التهرب من الخضوع للقوانين .

- إنتشار الفساد الإداري و في النظام المصرفي .

_ إضعاف الثقة في السوق المالي المحلي .

- تشجع على إنحراف المستثمرين إلى الأنشطة غير القانونية ذات الأرباح العالية و تأثير ذلك سلبا على الإقتصاد الوطني .

_ عدم دفع ضرائب عن تلك الأموال و بالتالي خسارة مالية بالنسبة للدولة .

4_ إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية و المالية :

في ظل العولمة المالية و حرية إنتقال رؤوس الأموال عبر الحدود تتدفق كميات كبيرة من الأموال و بأسلوب مفاجئ ، يدفعها في ذلك إنخفاض أسعار الفائدة و تدهور النمو في البلدان الصناعية ، وسعيها للإستفادة من إرتفاع سعر الفائدة المحلي، إذا كان سعر الصرف ثابتا ، كما تفقد السلطة النقدية سيطرتها على الكتلة النقدية، مما قد يؤدي إلى حدوث التضخم، وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية .

ومع إرتفاع درجة العولمة المالية تخرج مسألة تحديد سعر الفائدة عن البنك المركزي ، و تصبح أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل مرتبطة بشكل متزايد مع أسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل و بتوقعات حركة سعر الصرف القصيرة الأجل .

أما بالنسبة لتأثير العولمة المالية على السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية ، فإنها تؤثر سلبا على هذه السيادة كلما تزايدت درجة الإنفتاح المالي ، حيث يتبع المستثمرين المحليين الدولة التي يكون فيها معدل العائد المتوقع مرتفع ، و يتأثر الإستثمار بالإعتبارات الضريبية، فيقوم المستثمرين في البلدان الصناعية

¹ أحمد منير النجار(2005)، عولمة الأسواق المالية و أثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي ، المؤتمر العلمي الرابع الريادة و الإبداع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة الكويت ، 15- 16 مارس 2005، ص 29

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

بالخروج إلى المناطق التي يكون فيها معدلات الضرائب على الدخل و الأرباح منخفض ، وتعمل الدول على تخفيض الضرائب كسياسة لجذب الإستثمارات الأجنبية ، الأمر الذي يؤثر على موارد الدولة و على إضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها . بالإضافة لزيادة معدلات البطالة نتيجة للخروج تلك الإستثمارات .

5_ حدوث الأزمات المالية :

إن وجود خلل في المؤشرات الإقتصادية للدول يؤدي لحدوث أزمات مالية كما يساهم في ذلك إنخفاض أداء الجهاز المصرفي و ضعف رقابة البنك المركزي و وجود عجز في الميزان التجاري و إنخفاض كبير في الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية، إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الإقتصادي ، و هذا ما حدث لدول جنوب شرق آسيا، فقد كانت العملات المحلية لهذه الدول لا تعبر عن حقيقة أوضاعها الإقتصادية وقت حدوث الأزمة أي أنها لا تعكس العجز الكبير في الميزان التجاري، و الإنخفاض الكبير في الإنتاجية نتيجة إفراط البنوك في منح القروض لتمويل أنشطة غير منتجة كالمضاربة على الأوراق المالية ، بالإضافة إلى الإسراف في تمويل أنشطة إنتاجية هذا ما أدى بالمضاربين إلى عرض كميات كبيرة من هذه العملات الوطنية للبيع، و قد ساعد على إحداث هذه المضاربة الشديدة ضعف رقابة البنوك المركزية على أسواق العملات الأجنبية، إذ لم تكن هناك أية قيود على البنوك و غيرها من المؤسسات المالية في تعاملاتها مع سوق الصرف الأجنبي، و مع إنخفاض حجم الإحتياطي من النقد الأجنبي قد تجبر الدولة على صاحبة العملة على رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالعملة المحلية، و ذلك لتشجيع أصحاب الودائع بالعملات الأجنبية على تحويل و دائعهم بالعملة الوطنية، و ذلك من أجل التخفيض من حدة المضاربة¹.

¹ مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ، ص 99

6_ مخاطر التعرض لموجات المضاربة المدمرة :

عمل نظام تعويم أسعار الصرف منذ السبعينيات على خلق بيئة ملائمة للمضاربات على العملة على نطاق واسع و إلى حد إحتراف عدد كبير من المستثمرين المؤسسيين لهذه المضاربات كنشاط أساسي لهم، حيث أصبحت أسعار الصرف لكثير من البلدان تتحدد بناء على مساومات هؤلاء المضاربين، و ساهمت عمليات التحرير المالي المحلي و الدولي في تسهيل نشاط المضاربات عبر إلغائها الكثير من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، فقد كان تداول العملات الأجنبية في غالبية بلاد العالم يخضع إلى الرقابة الحكومية ، لكن بعد تنفيذ التحرير المالي أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطير بسرعة و بحرية مطلقة، من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الإلكتروني ، بحثا عن فرص للمضاربات و إقتناص الأرباح الضخمة منها و التي قد يتراوح معدلها ما بين 50 % إلى 200 %¹.

بالإضافة للمضاربات على العملات انفجر أيضا تداول الأوراق المالية (الأسهم و السندات) و عدد لا يحصى من المشتقات، وهي أوراق يتم التعامل عليها على مدار الساعة ، فعندما تغلق بورصة طوكيو أبوابها تنتقل الحركة لبورصة لندن، و عندما تغلق بورصة لندن أبوابها تنتقل الحركة إلى نيويورك، لتعود من جديد إلى طوكيو في غضون ساعات ...و هكذا إرتفعت مؤشرات البورصات العالمية بشكل غير مسبوق ، وأصبحت البورصات أكثر إرتباطا بحيث أصبح إنخفاض سعر الفائدة في الإقتصاد الأمريكي يمكن أن يؤدي إلى إرتفاع أسعار الأسهم في طوكيو أو باريس .

و من جهة أخرى و نظرا لضخامة الأرباح المتحققة في هذا المجال و سرعة تحققها ، فكثير من الشركات الكبرى و الشركات المتعددة الجنسيات دخلت هذا المجال و أصبحت أرباحها المتحققة من عمليات المضاربة و الحافطة المالية أكبر بكثير من حجم ما تحققه من أرباح من إنتاجها الحقيقي .

فقد عانت البلدان الصناعية من هجمات المضاربين ومن الإضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم المضاربي ، ومثال على ذلك ما حدث في عامي 1992 و 1993 حين تسبب المضاربون في إنهيار نظام النقد الأوروبي (أزمة الإسترليني و الليرة الإيطالية) و حققوا أرباحا ليس في إمكان قطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها ، ورغم الخسائر الهائلة التي سببتها المضاربات على العملة ، و رغم الإنتقادات التي يوجهها السياسيون غلى المضاربة ، بإعتبارها نشاطا مدمرا ، إلا أن أنصار العولمة المالية يرونها بأنها حرية

¹ رمزي زكي، مرجع سبق ذكره ، ص ص 127- 130

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

إنسياب رؤوس الأموال و المنافسة بين العملات هي أركان راسخة في إقتصاد السوق الحرة، و أنها تساعد على إجراء التصحيحات الضرورية .

أما البلدان النامية فمنها من أصبح نشاطا للمضاربين في ظل العولمة المالية، حيث تتعرض عملاتها الوطنية و الأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين الذين يحققون منها أرباحا خيالية، و من خلال الأسواق التي نمت بسرعة في المنتجات الهيكلية (أدوات القروض أو الأسهم و التي يرتبط عائدها بسعر الصرف)، و بذلك تكون إجراءات العولمة المالية قد هيئت الظروف الملائمة لهجمات المضاربين و أكبر مثال على ذلك ماحدث في المكسيك سنة 1994 ، و دول جنوب شرق آسيا في سنة 1997 .

7_ مخاطر تعرض البنوك للأزمات :

من أهم مخاطر العولمة المالية الأزمات المالية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي، سواء خلال إجراء عملية التحرير المالي المحلي و الدولي أو بعد إتمام هذه العملية و قد أشارت الدراسات إلى أنه خلال الفترة 1980- 1996 ، وهي الفترة التي تعاظمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي فيما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي .

و قد نبه كارلوس دياز الجاندرو منذ سنة 1985، في مقاله الشهير تحت عنوان: « وداعا للكبح المالي..أهلا بالإنهيار المالي » إلى المخاطر الشديدة التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي، و الحقيقة أنه منذ ذلك التاريخ و إستنادا على العديد من الأزمات التي حدثت للبنوك بالولايات المتحدة الأمريكية و كندا و شمال أوروبا و الدول النامية في آسيا و أمريكا اللاتينية فضلا عن الأزمات التي واجهتها بنوك روسيا و دول شرق ووسط أوروبا، و هي تتحول إلى النظام الرأسمالي، ظهر كم هائل من الدراسات و البحوث حول هذه القضية، و بالتالي فإن الأزمات التي واجهتها البنوك في عصر العولمة قد لفتت الإنتباه لهذا الخطر لعدة أسباب منها :

- إن لتلك الأزمات تأثير كبير على كافة الإقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها، نظرا لما تسببته من خسائر كبيرة في الثروة و اضطرابات إقتصادية .

الفصل الثاني : العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

- الآثار التي نجمت عن تلك الأزمات في الأسواق المالية العالمية بعد أن زادت درجة إندماجها و تكاملها و الإعتماد المتبادل بينها ، و أصبح بالإمكان أن تمتد المخاطر التي يعاني منها جهاز مصرفي في بلد ما إلى القطاعات المصرفية في دول أخرى .

- إن وجود مثل تلك الأزمات طرح بقوة ضرورة التحوط منها وإعطاء أهمية لوضع نظام للإنذار المبكر يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة قبل وقوعها .

كما أن أغلبية الأزمات المعاصرة للبنوك أكدت العلاقة الوثيقة بينها و بين العولمة المالية، فالإلغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي خلال فترة الكبح المالي أدت بالبنوك إلى إتخاذ قرارات غير سليمة بالنسبة للإقراض، وخاصة في ضوء غياب الخبرة و قواعد التحوط الكافية، و هذا ما حدث بشكل واضح في حالة بنوك الشيلي و الإتحاد السوفياتي السابق و بولندا بعد خصخصتها .

بالإضافة إلى ذلك تستخدم البنوك الحريات المالية التي خلقتها عمليات التحرير المالي ، لكي تسرف في الإقتراض الخارجي، وخاصة إذا كان سعر الفائدة الخارجي أقل بكثير من سعر الفائدة المحلي و تستخدم ذلك في تمويل قروضها المحلية ، وسوف تعاني البنوك من مشاكل مالية شديدة حينما يحدث تخفيض في العملة الوطنية ، وأكبر مثال على ذلك أزمة البنوك في المكسيك سنة 1994 حيث إرتفعت قيمة الدولار الأمريكي داخل سوق الصرف بالمكسيك من 3,1 دولار إلى 5,3 بيزو ، ما أدى إلى زيادة قيمة إلتزامات البنوك المكسيكية بالعملات الأجنبية من 79 مليار بيزو إلى 174 مليار بيزو، كما أن مخاطر الإئتمان على القروض إرتفعت نتيجة لتدهور النشاط الإقتصادي .

كما أن البنوك و من خلال عمليات التحرير المالي كثيرا ما تفرط في منح الإئتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية، و خاصة لقطاع العقارات و على الأخص في فترات الرواج الإقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج ، و كثيرا ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل ما يجعلها تتعرض لمخاطر الإئتمان و الإعسار و السيولة¹ .

¹ رمزي زكي، مرجع سبق ذكره ، ص ص 124-127

ثالثا - التحديات التي تواجه الأسواق المالية في الدول النامية :

تواجه الدول النامية العديد من الصعوبات و خاصة في ظل العولمة و ما يترتب عنها من زيادة الإعتماد المتبادل على بين الدول و من بين هذه المشاكل مايلي:

_ إنخفاض رأس المال البشري و اليد العاملة الفنية و عدم توافر البنية الأساسية بالإضافة إلى عدم الاستقرار السياسي .

- إرتفاع مستويات الديون الخارجية و ما نتج عنه عدم قدرة هذه الدول بالإستفادة من العولمة ، بالإضافة إلى إرتفاع أسعار الفائدة عالميا و حدوث تقلبات في أسعار الصرف .

_ ضعف جانب العرض و الطلب وإعتماد هذه الدول على سلعة أو سلعتين في التصدير و تقلب أسعار صادراتها الذي يؤثر على عدم إستقرار البيئة الإقتصادية الكلية .

كل هذه العوامل قد تعرقل عمليات جذب الإستثمار الأجنبي و على البلدان النامية و هذا يتطلب من الدول النامية جملة من التحديات لمواجهة تحديات العولمة أهمها ما يلي :

- تحقيق الإستقرار في السياسات الإقتصادية الكلية مما يعزز الثقة التي تشجع الإستثمار المحلي و تزيد من تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل .

_ ضرورة تبني السياسات ذات التوجه الخارجي و ذلك يساهم في القضاء على تشوهات الأسعار .

_ تطوير و تحسين النظام التعليمي و البنية الأساسية خاصة في قطاع الإتصالات .

خلاصة الفصل :

تتمثل العولمة في تعميق الإعتماد المتبادل بين الفاعلين في الإقتصاد العالمي في العديد من المجالات منها السلع و الخدمات و عناصر الإنتاج مما يترتب عليه إرتفاع في التبادل التجاري الدولي ، وتعد عولمة الأنشطة المالية أهم أشكال العولمة من خلال تبني سياسات الإنفتاح المالي و ما نتج عنه من تكامل و إرتباط بين الأسواق المالية الدولية من خلال إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، و تعتبر سنة 1971 بإتهاء عصر بريتون وودز و القضاء على مرحلة ثبات أسعار الصرف و دخول عصر الإعتماد على تعويم أسعار الصرف بداية لمسار العولمة المالية، حيث برزت ظاهرة التدويل على جميع الأصعدة كما ظهر مفهوم التحرير المالي و ما تترتب عنه من إزالة القيود و الضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال في الكثير من الدول، الأمر الذي دفع إلى عولمة الأسواق المالية المحلية لضمان فرص الحصول على موارد مالية أكبر و توسيع مجال توظيف الأموال دولياً، و بالرغم من المنافع التي إكتسبتها الدول النامية من خلال تحريرها لأنظمتها المالية إلا أن ذلك حمل معه العديد من المخاطر .

الفصل الثالث

الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في
خلق الأزمات

تمهيد :

إزدادت أهمية وجود المشتقات المالية بإعتبارها أدوات مالية حديثة تساهم في تحقيق عوائد مهمة للمستثمرين فقد شهدت العقود القريبة الماضية تطورا هائلا في إستخدام المشتقات المالية، كما تعددت الدراسات في الأسواق الأجنبية و كذلك العربية التي تناولت دوافع إستخدام المشتقات المالية بالإضافة للأهداف الأساسية من وراء هذا الإستخدام و المنافع المكتسبة منها و المخاطر الناتجة عنها، و ستناول من من خلال هذا الفصل العناصر الآتية :

- الابتكارات المالية في أسواق الأوراق المالية (أدوات التحوط من المخاطر المالية)

- الأزمة المالية "2008".

- الحوكمة و دورها في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المبحث الأول : الابتكارات المالية في أسواق الأوراق المالية

شهد القرن الحادي والعشرين العديد من التطورات أثرت على الصناعة المالية و انعكس ذلك على الأسواق المالية في شكل مبتكرات إنتشرت على نطاق واسع و قد إندرجت هذه المنتجات المالية تحت مسمى الهندسة المالية التي كان التوريق من أهم أدواتها المالية إضافة للمشتقات المالية .

المطلب الأول : المشتقات المالية بين المزايا و المخاطر

تستعمل المشتقات المالية كأدوات لإدارة المخاطر إلا أنه وبحكم إرتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها و سوف نبين أهمية إستخدامها في التغطية ضد المخاطر و كذا التعرف على مخاطرها و تطور التعامل بها¹:

لقد عرف بنك التسويات الدولية المشتقات على أنها: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثمار الأصل المالي لهذه الأصول ، كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري " .

فالمشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر وتتعدد إستخدامات المشتقات المالية و تشمل إدارة المخاطر و التحوط من المخاطر، المراجعة بين الأسواق و المضاربة و يمكن إستخلاص الخصائص الأساسية للمشتقات المالية كمايلي² :

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بأحد الأصول المالية .
- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي .
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (أسعار الفائدة ، أسعار الصرف أو سعر السلعة ...إلخ)
- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الاصول .

¹ فؤاد علوان (2012)، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ و الوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية، دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية، ط1 ، دار الفكر و القانون ،مصر ، ص 83
² المرجع نفسه ، ص 84

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- تسمح المشتقات المالية بتحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها في وقت لاحق .

أولاً: أسباب ظهور ونشأة المشتقات المالية :

من الأسباب الرئيسية التي دفعت المهندسين الماليين إلى تطوير هذه الأدوات المالية وانتشار استعمالها في مجال الاستثمار الدولي هو الآتي :

-ارتفاع الطلب على الأدوات المالية الجديدة من الزبائن وخاصة على المنتجات التي تحقق إيرادات مرتفعة وتساهم في إدارة المخاطر .

-التغيرات السريعة في البيئة المالية والتغيرات المستمرة في أسعار الفائدة والعملات وغيرها من السلع

-العولمة وما نتج عنها من إزالة للقيود المالية والاستثمارية الأمر الذي ساهم في زيادة تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية والرفع من نوعية الخدمات المالية المقدمة للمستثمرين .

- الأنظمة والتشريعات المالية الجديدة التي عملت على إلغاء القيود المفروضة على استخدام المشتقات المالية في بعض البلدان، مما ساهم على انتشار التعامل بتلك الأدوات .

- الثروة المعلوماتية و الالكترونية : ساهمت في تسهيل عمليات الاتصال من المتعاملين في مختلف أرجاء العالم والتوسع في التجارة الالكترونية ووضع البرمجيات الجاهزة للحاسوب، حيث يتم استعمالها في العديد من المجالات المالية ومن بينها أدوات الهندسة المالية .

-المنافسة بين المؤسسات المالية الأمر الذي يتطلب تطويرها ونشاطها وتقديم منتجات مالية جديدة لزبائنهم.

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ثانيا : الأهمية الاقتصادية للمشتقات المالية : تتمثل أهمية المشتقات المالية فيما يلي :

1-أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

تعتبر أسواق المشتقات و خاصة أسواق العقود الآجلة و المستقبلية وسيلة هامة للحصول على معلومات عن توقعات الأسعار المستقبلية، حيث أن الأسعار الآجلة و المستقبلية تنطوي على بيانات قيمة عن التوقعات المستقبلية للسعر الحاضر¹.

فهي تزود المتعاملين بما سيكون عليه سعر الأصل الذي تم التعاقد عليه في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، بمعنى تعمل على استكشاف مستوى الذي سيكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم .

2- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

يهدف المضارب في طرفا العقد لتحقيق الربح وليس لتملك الأصل ويسعى إلى تغطية مركز سيحصل عليه من السوق الحاضر مستقبلا وهي تغطية ارتفاع الأسعار .

3- تنشيط لتعامل على الأصول محل التعاقد :

تكون تكلفة المعاملات على مستوى الأسواق الحاضرة التي تتعامل بالمشتقات المالية منخفضة حيث معدل تكلفة الصفقة لعقد مستقبلي 0,01 % من قيمة العقد كما يساعد التعامل بالعقود زيادة نشاط سوق الأصل المتعاقد عليه بارتفاع حجم التداول فيه، وذلك بسبب أن القيمة التي سيدفعها المستثمر عند إبرام العقد تمثل نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة² .

4- تغطية المخاطر :

في ظل الاستثمار في الأوراق المالية في السوق الحاضرة وإذا كان من المتوقع انخفاض أسعار ورقة مالية في المستقبل فإن خسارة المستثمر في هذه الورقة تتمثل في الفرق بين السعر السوقي الذي يتم البيع به في المستقبل وسعر شراؤها أما إذا استثمر في المشتقات المالية كعقود الخيار مثلا فهذه الحالة إذا تكون خسارته هي قيمة المكافأة التي قدمها للمحرر فقط وهي قيمة ضئيلة جدا مقارنة مع الخسائر المتوقعة في الحالة الأولى .

5- تحقيق سمة الكمال للسوق :

¹ فاطمة سيد عبد القادر (2017)، المشتقات المالية و الأزمات المالية ، ط1، دار حميثرا للنشر، جمهورية مصر العربية ، ص24

² حاكم محسن الربيعي ، مرجع سبق ذكره ، ص 338

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ان سمة الكمال في السوق من الصعب تحقيقها لأنها تتطلب توفير كافة الأدوات المالية التي تتلاءم مع أهداف المستثمرين سواء من ناحية العائد أو المخاطر، لكن بفضل المشتقات المالية أصبح من الممكن تكوين محافظ من عقود المشتقات والأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضرة، حيث تمكن المستثمر من تحقيق أهدافه . كما تساهم المشتقات المالية في زيادة كفاءة أسواق المال وتحسين أدائها وبالتالي تحسين الاقتصاد بشكل عام .

ثالثاً_ مزايا التعامل بالمشتقات المالية :

شهدت التعاملات بهذه الأدوات المالية المستحدثة تعارض فهناك من يؤكد على الحد من التعامل بها و ذلك بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، في حين نجد منهم أكثر تفاؤلاً بشأن التعامل بهذه الأدوات المالية كونهم يجدون فيها الحل المناسب للعديد من المشاكل و التي تواجه المتعاملين في الاسواق المالية و تكمل مزايا التعامل بالمشتقات فيما يلي¹ :

_ إمكانية إستخدامها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظراً للمرونة العالية و التنوع الكبير فيها .

- تمكن المؤسسات المالية و المصرفية و المستثمرين من التحوط ضد المخاطر المحتملة و ذلك بإستخدام أموال أقل مما لو إقتنت موجودات تظهر في الميزانية ، فهي أقل تكلفة من التعامل بالأدوات المالية التقليدية كالأسهم و السندات .

- تعمل على تقليل التكاليف للمصدرين و المستثمرين و تزيد من العوائد و تمنح مجموعة من بدائل التمويل و الإستثمار و تقلل من مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها .

- تساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً، و تدعم الخدمات التي تقدمها للمؤسسات المالية و المصرفية لزيائنها .

¹ فؤاد علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 85

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

رابعاً: تطور المعاملات في أدوات المشتقات المالية :

لقد انتشرت المشتقات المالية في السنوات الأخيرة بشكل كبير حيث بدأت أسواق المشتقات في الولايات المتحدة وبريطانيا وأوروبا في السبعينات من القرن الماضي، تأسست أول سوق للمشتقات سنة 1973 في شيكاغو، ثم انتشرت في البورصات الأمريكية الأخرى و السنوات الأخيرة شهدت نمواً كبيراً في حجم التجارة بالمشتقات وعدد استعمالات هذه العقود بلغ (774) مليون عقد خلال 1993، كما زاد حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها لتصل إلى (45) تريليون دولار مع نهاية عام 1994¹.

كما تضاعفت قيمة التعاملات بالمشتقات المالية في كل من الأسواق المالية المتقدمة و الأسواق المالية الناشئة على حد سواء، و يمكن تبين ذلك من خلال الجدول التالي الذي يوضح تطور المعاملات في أدوات إدارة المخاطر كما يلي :

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ، ص59

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الجدول رقم (3_1) : تطور المعاملات في المشتقات المالية في سنة 1998 وفي الربع الأول و الثالث من سنة 2008 .

الربع الثالث 2008		الربع الأول 2008		1998		المشتقات المالية
معدل الدوران	القيمة	معدل الدوران	القيمة	معدل الدوران	القيمة	
22,98	30,27	820,9	33,36	57,17	53,0	مستقبلات
5	58,52	198,6	56,51	9,75	33,0	خيارات
4,71	0,18	102,1	0,2	4,09	0,22	مستقبلات العملة %
22,68	1,86	608,6	1,44	13,39	2,08	مستقبلات الأوراق
44,06	8,91	852,5	8,23	14,66	6,77	خيارات الأوراق
2790,4	76985	2600	80315	1329,3	139	التوزيع 100%
68,17	49,22	33,88	47,01	53	53,0	شمال أمريكا %
67,34	43,50	31,38	45,68	31,52	31,5	أوروبا %
39,24	5,61	28,91	5,95	13,49	13,4	آسيا و المحيط
5,23	1,2	5,8	1,33	2,15	2,15	باقي العالم %

المصدر : فؤاد علوان(2012) ، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ و الوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية ، دراسة تطبيقية على أسواق المال العربية، دار الفكر و القانون، المنصورة ، مصر، ص 87

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة التغير في تطور المعاملات بالمشتقات المالية في الأسواق المتقدمة أكبر من نسبة التغير في تطور المعاملات لها في الأسواق الصاعدة، ذلك نظرا لوجود العديد من القيود بالأسواق الصاعدة تؤول دون تنمية وتطور هذه الاسواق، بالإضافة لضعف وعدم كفاية النظام التشريعي و الرقابي بها . كما أن المضاربات التي لاتحكمها أي قواعد و الغير منضبطة في بورصات الإقتصاديات التي وقعت بها أزمات مالية كانت سببا مباشرا في حدوث تلك الأزمات .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

و يستخدم المضاربين أدوات إدارة المخاطر فيمايلي¹ :

- أداة تتطلب تقلب الأسعار بإستمرار و بسرعة حتى يتمكن المضاربون من جني فرص الربح ، فقد يلجأون إلى ممارسات غير أخلاقية للتأثير على الأسعار .

_ وسيلة تمكن المضاربين الذين يبحثون عن فرص الكسب من عقد الصفقات دون أن يمتلكون السلعة أو أن تكون لهم حاجة فيها .

- كما أنها تنطوي على مخاطر مرتفعة، فكلتا الطرفين فيها يضارب على ما يتحقق له من مصلحة عند تغير السعر صعودا و هبوطا .

خامسا_ مخاطر المشتقات المالية :

على الرغم من أن وجود المشتقات المالية سببه إستخدامها للتحوط و لإدارة المخاطر المالية، إلا أنه ينتج عن الإستخدام الكبير و السيئ لهذه الأدوات العديد من المخاطر و السبب في ذلك يرجع إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر و إنما مع المستقبل، بالإضافة إلى أن التطبيق الخاطئ عند التعامل بالأدوات المالية المشتقة ينجم عنه مخاطر كبيرة و يؤدي لإفلاس الشركات و تدهور أسواق المال ، ومن أبرز العمليات الخطرة في عمليات الاستثمار في المشتقات المالية و عدم وضع حدود للمضاربات في هذه الأسواق مايلي² :

_ تسرع الحكومات في إستخدام المشتقات المالية كعامل لجذب العملات الأجنبية دون القيام بدراسات تحليلية مسبقة .

- عدم توفر المعلومات الكافية عن البورصات العالمية عند المدير المالي بشأن المستحدثات المالية و المصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية و التي تعتمد قيمتها عن قيم أدوات مالية أخرى .

- الإستثمار في السندات الوهمية كالتي قامت به بعض البنوك في أوروبا و نتج عنه إفلاس بعض البنوك مثل بنك الإعتماد و التجارة وبنك هيراشتار الألماني .

¹ فؤاد علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص 88

² هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 113

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- المقامرة في أسواق إعادة الشراء و المنتجات المالية المركبة و التي تعتمد هذه الأخيرة على أدوات مالية مثقلة بالديون .

_ تظهر المخاطر في المشتقات المالية نتيجة أن قيمة الإستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدما و لكن تدفع هوامش فقط و عند المطالبة بها فهي تستحق بالكامل .

و ترجع تلك المخاطر أيضا نتيجة زيادة حجم الإستثمار في المشتقات المالية في العالم

- زيادة طلب البنوك على المشتقات المالية بإعتبارها مصدرا للأرباح لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية .

_ المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم و تخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود التي لا يتم تداولها داخل مقصورات البورصة و لكن يتم التعامل بها خارج البورصة .

_ المخاطر الناتجة عن التعامل بالخيارات المالية و هي تنتج عن الخطأ في التقديرات، كما يؤدي غياب الحيلة و الحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر فادحة .

إن أهم الهيئات الدولية حذرت من التوسع في إسمعال المشتقات المالية و ما يمكن أن ينجر عنه من مخاطر للمتعاملين و خاصة من لايمتلكون الخبرة الكافية في إستخدام هذه الادوات ، فقد أكد القائمون على لجنة بازل على أهمية دراسة مخاطر هذه الأدوات و الرقابة عليها و أوضحت أه من الضروري قيام المصارف بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال، كما أصدرت تقريرا تضمن إرشادات للمشرفين حول العناصر الأساسية للإدارة السليمة بالنسبة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات، و من أهمها الإشراف المناسب من قبل الإدارة العليا و الإدارة الكفوة للمخاطر التي تجمع بين الحذر من المخاطر و القياس السليم و المراقبة المستمرة لها و إستخدام نظم المعلومات ، بالإضافة للإعداد الدوري لتقارير الإدارة و ضرورة إجراء عمليات التدقيق الشاملة و زيادة الإعتماد على النماذج الكمية و الأحصائية عند قياس المخاطرة .

كما حذر بنك التسويات الدولية من المخاطر التي يمكن أن يسببها التعامل بالأدوات المشتقة و خاصة إذا تم إستخدامها بأسلوب غير صحيح وبشكل واسع ، و يرى العديد من المتعاملين في الأسواق المالية أن هذه الأدوات لا تشكل سوى أدوات للمقامرة يجب الإبتعاد عنها، إلا أن هذه الأدوات تمثل العامل الأكثر تأثيرا في الأسواق المالية خلال السنوات الماضية و التي مكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية و دفعت بتزايد القلق

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

بشأن إستخدامها و المخاطر الناجمة عن ذلك الإستخدام ، كما يرى بعض المتعاملين بأسواق المستقبلات أنها قد أدت إلى حدوث الأزمة المالية سنة 1987 ، كما أنها تساهم في حدوث الإرتباك و عدم الاستقرار في الأسواق الحاضرة .

إن التخوف من إستخدام المشتقات المالية ناتج عن عدم تفهم أغلب المتعاملين لطبيعتها و كيفية إستعمالها و كذلك بسبب النمو الهائل الذي شهده إستعمالها و بسبب ما يميزها عن غيرها من أدوات كونها معقدة بطبيعتها و تكون قيمتها أكثر تقلبا من قيمة الموجود الضمني محل التعاقد، و لذلك تؤكد جهات متعددة على أهمية إكتساب الخبرة و مهارات التعامل بها أو الإعتماد على الخبراء المتخصصين في مجال إستخدامها .

و من أهم المخاطر التي يتعرض إليها مستخدموا المشتقات المالية ما يلي :

1_ المخاطر السوقية :

وهي حجم التغير الذي يحدث في متغيرات السوق كأسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية، و التي تنعكس سلبا على أرباح و عوائد الشركات، و المتغير الرئيسي لمخاطر السوق هي مخاطر أسعار الفائدة ، و تنشأ مخاطر أسعار الفائدة من إختلافات بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول المالية و توقيت التدفقات النقدية أي الإختلافات الزمنية في فترة الإستحقاق للأسعار الثابتة و أسعار أصول العائمة للبنك (مخاطر إعادة التسعير)، كما و تنشأ علاقة غير صحيحة في الأسعار المكتسبة و المدفوعة، أما مخاطر الأسعار ترتبط إرتباطا وثيقا بمخاطر أسعار الفائدة، و هو الخطر الذي ينتج عن الأرباح الناجمة عن التغيرات في قيمة الأدوات المالية¹ .

وتظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق المالية، فهذه الأدوات تكون حساسة بشكل كبير لظروف السوق، و بالتالي فإن أي تغيير و لو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة الأدوات المالية المشتقة ، وتعتبر المخاطر السوقية من أهم المخاطر التي يستوجب على المتعاملين بالأدوات المالية المشتقة مراقبتها و قياسها، كما يترتب على المتعاملين عند إدارة المخاطر السوقية أن يحدد بشكل دقيق المركز الصافي للمحفظة، و ينظر المتعاملون عادة إلى المخاطرة

¹ عيساوي سهام (2017)، الأدوات المالية المشتقة ، أهميتها، أنواعها و إستراتيجياتها، بورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، ص315

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الأساسية التي تتعرض لها محفظة أدوات المشتقة ككل، و ليس إلى العقود المنفردة التي تتألف منها المحفظة، إذ يتم تبويب تلك المخاطر إلى العناصر المسببة بهدف تقديرها كمياً و إدارتها¹.

و لأن هذه المخاطر تتأثر بالعديد من العوامل بشكل مباشر أو غير مباشرة من خلال تأثيرها على قيمة الأداة المالية المشتقة و تكون هذه التغيرات في القيمة في السوق نتيجة لما يلي² :

أ_ عدم تناسب بين حجم إرتفاع و الإنخفاض في قيمة عقود المشتقات المالية، وبين مقدار الإنخفاض أو الإرتفاع في قيمة الأصول التي تحميها تلك العقود .

ب_ تغير مستوى الأسعار كنتيجة لتغيرات في معدلات الفائدة أو أسعار الصرف الأجنبي أو أسعار الأصول المرتبطة بالأداة المالية المشتقة ، الأمر الذي ينعكس على قيمة عقود المشتقات المالية .

ج_ عدم القدرة على تحويل الأدوات المالية المشتقة إلى سيولة بسهولة ،من خلال التخلص منها عند الحاجة و ذلك بسبب و جود خلل في معدلات الطلب على تلك الأدوات .

و للحد من مخاطر السوق يجب القيام بتقييم موضوعي شامل لظروف السوق .

2 _ المخاطر الائتمانية :

و تتمثل في مخاطر الطرف المقابل في العقد المشتق نتيجة لعدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالتزاماته المالية في الأوقات المحددة طبقاً لشرط العقد.

ويوجد العديد من التعريفات لمخاطر الائتمان و التي تعتمد على المصادر المحتملة للخطر، و التي قد تكون من العميل أو من الأصل الذي يستخدمه ، فالبنوك تعطي إهتمام كبير بإدارة مخاطر الائتمان حيث هناك مصدرين أساسيين لمخاطر الائتمان هما : تقصير من جانب أي طرف في العقد المالي، و التغير في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.³

¹ عبد الكريم أحمد قندوز (2014)، المشتقات المالية ، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن ، ص 96

² عيساوي سهام ، مرجع سبق ذكره ، ص 315

³ المرجع نفسه ، ص 314

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

وهذا النوع من المخاطر المصاحبة للمشتقات المالية أصبح يأخذ إهتماما كبيرا من قبل المتعاملين خاصة تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية حيث تكون هذه المخاطر أكثر إنتشارا إذ يستوجب على المتعاملين فيها الإهتمام بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي تتم التعامل معها، حيث لا توجد غرفة للمقاصة و لا هوامش أولية في التعاقد، أما في البورصة فيتم حصر كمي لمخاطر الخسارة بتسوية تغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطر الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة .

و مازالت هذه المخاطر من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المنشآت المالية و المصرفية و يمكن مواجهتها من خلال التوثيق الدقيق للمعاملات بما يخفض من هذه المخاطر و يوفر الأثر القانوني لتنفيذ العقود، فضلا عن إمكانية طلب الضمانات اللازمة للتنفيذ قبل التعاقد .

3_ مخاطر التسوية :

وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها و يتمثل أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية تتم تسويتها في نفس اليوم و أنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، حيث تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام مما ينتج عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد لخسائر نظرا لإمكانية تغيير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة ، و خاصة في يوم التنفيذ ذاته ¹.

ويمكن التقليل من مخاطر التسوية في المشتقات المالية بإستخدام شروط تصفية التسويات في الإتفاقيات الشاملة، و هذا يعمل على تقليل من مخاطر التسوية التي تتم بنفس العملة، كما أن الكثير من معاملات المشتقات كمبادلات أسعار الفائدة لا يتم فيه تبادل أصل المبلغ بتاريخ الإستحقاق، غير أن مقاصة التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة سواء كان التسديد أنيا أو آجلا ².

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره ، ص 97

² عيساوي سهام ، مرجع سبق ذكره ، ص 319

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

4_ المخاطر التشغيلية و الإدارية :

وهي المخاطر المتعلقة بأخطاء الأفراد المتعاملين في مجال المشتقات و فشل المديرين و ضعف كفاءة الأنظمة الإدارية و الرقابية و المتابعة غير الجيدة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات و التعامل بها، فقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة، ويتطلب ذلك التأكيد على مجموعة من الإجراءات التي يجب توفرها في هذه الأنظمة و التي منها مايلي :¹

_ ضرورة توافر الكفاءات المتخصصة في مجال المشتقات المالية، و تفهم الإدارة العليا المتعمق بمعاملات الهندسة المالية .

_ أن تكون عملية إدارة المخاطر مستقلة و تقدم للإدارة النتائج المتحققة من نشاط المشتقات المالية، بالإضافة إلى متابعة جميع مراحل التعامل من بدء المعاملة حتى التسديد النهائي للقيمة .

_ توثيق السياسات و الإجراءات مع إدراج النشاطات المسموح بها ووضع الحدود و الإستثناءات الخاصة بالمعاملات ، و الرقابة على الإئتمان و التقارير الإدارية الدورية .

_ التدقيق الداخلي المستقل حول مدى إلتزام بسياسات و إجراءات المؤسسة المتعاملة بعقود المشتقات المالية.

5_ مخاطر السيولة :

وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الإلتزامات في تاريخ إستحقاقها من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة .

وعلى الرغم من كثرة المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، و رغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة ، و ذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض و الطلب و غيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر لأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة².

¹ هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 122

² عبد الكريم أحمد قندوز ، مرجع سبق ذكره ، 99

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

و أغلب المؤسسات المتعاملة في مجال المشتقات تواجه نوعين من مخاطر السيولة وهما مخاطر سيولة التمويل و مخاطر سيولة السوق:

أ_ مخاطر سيولة التمويل :

وهي عدم القدرة على إدارة التغيرات الغير مخطط لها في مصادر التمويل، وإحتمال عدم قدرة المتعاملين على تلبية متطلبات التمويل بتكلفة معقولة، و غالبا ما تنشأ عن عدم تطابق التدفق للمشتقات خاصة عقود المبادلة، و ممارسة الخيارات، و ركز النمو السريع للمشتقات المالية في السنوات الأخيرة على إهتماما متزايدا على تأثير تدفق النقد لهذه الصكوك، كما قد تنتج أيضا نتيجة لإحتياج السيولة نقدية إضافية التي يتطلبها الهامش للإهاء المبكر للعقد¹.

ب_ مخاطر سيولة السوق :

وهي عدم القدرة على التعامل مع التغيرات في ظروف السوق التي تؤثر على تسهيل الأصول بسرعة و بأقل الخسائر، كما وتعتبر مخاطر عدم قدرة المتعامل على الخروج من العقد أو تبادل المراكز بسرعة، وبكميات كافية و بسعر معقول، و هذا يرجع إلى عدم عمق السوق و إختلاله، أو عدم قدرة المتعامل للوصول إلى السوق، فأسواق المنتجات الجديدة تفتقر إلى العمق بسبب قلة المشاركين فيها و عادة يمكن للأسواق السائلة أن تصبح غير سائلة خلال فترات اضطراب السوق².

إضافة لما سبق فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في حال ترابط الأسواق المالية بدرجة عالية، مما يؤدي لسهولة إنتقال المخاطر التي قد يتعرض لها سوق مالي ما للأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونو بحاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر و فهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض.

¹ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره ، ص 318

² عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره ، ص 318

6_ المخاطر القانونية :

وهي المخاطر الناجمة عن عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم إمتلاك بعض المتعاملين لصلاحيات الدخول في التعاقدات، و بذلك لن يكون هناك إلتزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر و الإفلاس و بالتالي يجب التأكيد على ضمان إمتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخولهم للتعاقد بإسم المصرف أو الشركة، وضرورة إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.¹

كما أن التغييرات في البيئة القانونية كإدخال تغييرات عكسية في قوانين الضرائب أو وجود قوانين تمنع على المنشآت الإستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية أو غيرها من التعديلات التي تؤدي إلى بعض المخاطر ومن الضروري تحديد و معالجة القضايا التي تؤثر في القدرة على تنفيذ العقود، إضافة لغموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي لصعوبة تنفيذ العقود .

المطلب الثاني: دراسة حالة التوريق

تقوم شركات المساهمة بطرح الأسهم للإكتتاب للجمهور من أجل الحصول على التمويل المناسب، كما قد تحتاج إلى تمويل إضافي من غير المساهمين فتلجأ للإقتراض من الجمهور بواسطة إصدار سندات و هذا لمواجهة ديكتاتورية التمويل بالإقتراض من البنوك، كما يوجد أسلوب آخر للحصول على التمويل لشركة أو مؤسسة قائمة و هي بيع أحد أصولها الذي يدر تدفقا ماليا في صورة دخل منفصل عن باقي الأصول و هذا البيع للجمهور حيث يملك كل منهم حصة في هذا الأصل بموجب ورقة مالية فهو توريق .

أولاً_ مفهوم التوريق :

1_ تعريف : التوريق هو تركيب مالي يمكن شركة ما من تحسين سيولة ميزانيتها المحاسبية تقنيا، أصول مختارة حسب نوعية ضماناتها يتم تجميعها في شركة (ad-hoc) مخصصة التي تقوم بإقتنائها بتمويل بطرح سندات مكتتبة من طرف مستثمرين، هذا الكيان الذي تم انشاءه وخلقته لتتوصل على الفوائد و التسديد الديون التي قامت بشرائها من البنوك و بإعادة دفعها للمستثمرين عن طريق الدفع للفوائد وتسديد سنداتهم .

في أول الأمر هذه التقنية تم إعتماها من طرف مؤسسات القرض بهدف إعادة تمويل جزء من مديونيتها أي تحويل إلى أوراق (سندات) قابلة للتداول، ويقترح المختصون على المجموعات الصناعية الكبرى بتوريق

¹ هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سبق ذكره ، ص 122

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

مديونيتهم التجارية على زبائنهم بطريقة ممنهجة بتوريق عقارات الاستغلال، المخزونات الخ، بإختصار جعل تقريبا كل الميزانية سيولة¹.

كما يعرف أنه أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة و المضمون كأصول و وضعها في صورة دين واحد معزز إئتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للإكتتاب في شكل أوراق مالية قابلة للتداول تقليلا للمخاطر و ضمانا للتدفق المالي المستمر للسيولة النقدية للبنك².

2_ نشأة التوريق :

تاريخيا نشأ التوريق من القروض الرهنية ومن تم توسع إلى قروض أخرى ، أول عملية توريق تم القيام بها من طرف إدارة الإسكان الأمريكية سنة 1970 عندما أرادت إعادة بعث القروض العقارية في أمريكا الأمر الذي أدى إلى خلق الأوراق المالية التجارية المدعومة MBSC، التي تم شراؤها من طرف جمعية الرهن العقاري الوطنية³.

التوريق يسمح بتحويل المخاطر و تجنب البنك مواجهة تقلبات المعدلات السعرية على قروضه طويلة الأجل، و يقيس معدل حساسية هامش الفائدة للبنك ما لتقلبات أسعار السوق، فهي أداة تدخل ضمن أدوات تسيير أصول/خصوم للوسطاء الماليين، و تسمى أصول/خصوم لإدارة السيولة و التحكم في الإيرادات المالية لبنك ما : و هي تقييم دائم و مستمر لخطر المعدل و خطر السيولة، هذه الأخطار يجب إذا أن تنخفض لأدنى مستوى لتتماشى مع القوانين الدولية بالاعتماد على تقنية الدعم أو أدوات التغطية .

و بذلك من خلال إستعانة البنوك بمصادر خارجية لإدارة المخاطر تكون قد تحولت بعيدا عن أعمالها الأساسية لإدارة المخاطر موضحا التجاوزات التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية العالمية⁴.

و لقد لخص Aglietta (2008) هذا التغيير في نموذج تسيير القروض كالآتي :

¹ Abdelilah el attar, la titrisation origine des crises ou opportunité de financement ?, dossiers de recherches en economie et gestion, deuxième numéro : juin 2013 , p 14

² محمود إبراهيم نور، شقيري نوري موسى، وسيم محمد الحداد،(2012)، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، ط1، عمان ،الأردن، ص255

³ Ghassen Bouslama, Christophe Bouteiller (2009), La crise financière en 40 concepts clés,Revue Banque edition , Paris, France,p 19

⁴ Ghassen Bouslama, Christophe Bouteiller,op, cit, p17

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الجدول رقم (3_2) : التغير في نموذج إدارة المخاطر من خلال عملية التوريق .

حالة القروض	حالة عملية التوريق
خلق القروض و تحمل الاخطار	خلق القروض و بيعها (أو الاحتفاظ بها و لكن مع بيع الخطر)
ربح المقرض (البنك) هو إرتباط متزايد بالخطر	ربح المقرض هو إرتباط متزايد لحجم القروض المباعة .
التحفيز عن تقييم القدرة التسديدية للمقرض	حافز لمنح قروض مقابل ضمانات: الإرتفاع المتوقع في قيمة العقار .
زيادة عدم تماثل المعلومات بسبب الحافز المنخفض بالنظر لمخاطر المدين .	إنخفاض عدم تماثل المعلومات لقرب المقرض من المقرض و زيادة الرقابة طول مدة القرض .
الرقابة الإحترازية ضرورة توفير رأس المال لمواجهة الإئتمان .	لا يوجد تحكم إحترازي و لا مؤونات لرأس المال.
توفير الإئتمان من قبل البنوك مع القدرة على تقييم الإئتمانات .	عرض إئتماني من طرف البنوك و مجموعة متنوعة من الفروع غير المصرفية.

Source : Ghassen Bouslama, Christophe Bouteiller,op, cit, p 18

ثانيا _ الفاعلون في عملية التوريق :

يتدخل في عملية التوريق مجموعة من الفاعلين و التي تكون أدوارهم و أهدافهم مختلفة، و بشكل عام فان النصوص التشريعية لكل دولة هي التي تحدد الأدوار وفيما يلي أهم المتدخلون في عملية التوريق¹.

- **المتنازل:** المسمى أيضا المبادر و هي المؤسسة لتي تريد التنازل على مجموعة من أصولها، والنصوص التشريعية تحدد قائمة المؤسسات التي يسمح لها بالقيام بعملية التوريق.

- **الوسيط:** في معظم الاحيان بنك اعمال أو إستثمار أو مؤسسة أوراق مختصة أو مختص في التوريق و تكون مهمته الرئيسية هي خلق شركة (ad-hoc) مختصة أو (Special Purpose Vehicle) من بينهم التنازل على ديون رهنية في معظم الاحيان، الوسيط يكون مكلف بالتوظيف لدى مستثمرين أوراق مالية الناتجة عن عملية توريق .

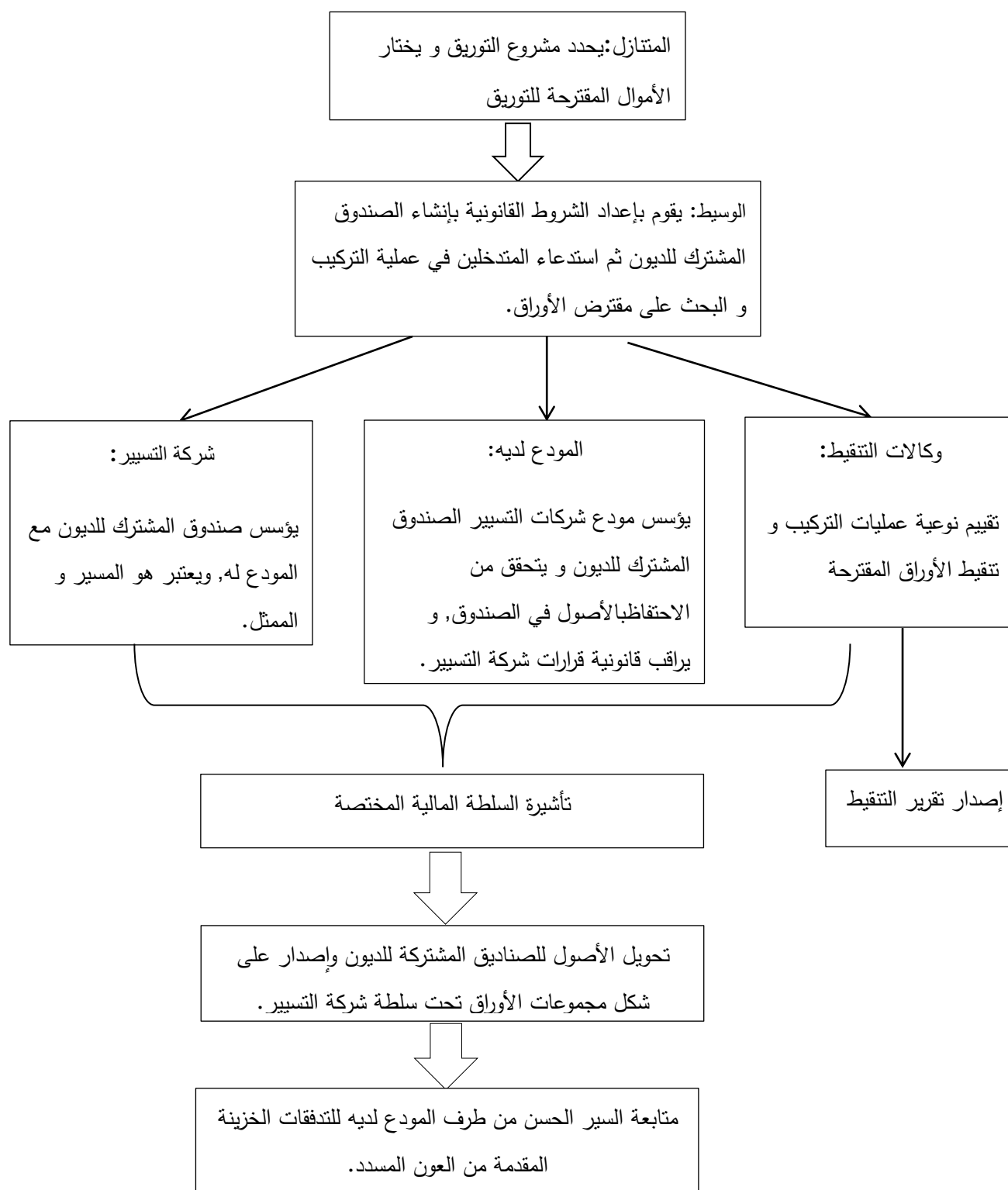
¹Abdelilah el attar,op ,cit,p 15

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- الصندوق المشترك للديون FCC: ملكية مشتركة التي لا تكون لها شخصية معنوية و يكون هدفها الحصري اقتناء ديون لدى مؤسسة او عدة مؤسسات مبادرة، عملية هذا الاقتناء يتم تمويلها عن طريق إصدار أوراق مالية للصندوق المشترك للديون تطرح للبيع.
 - المؤسسة المسيرة: شخص معنوي مكلف بتسيير الصندوق المشترك لديون الشركة المسيرة له دور الوكيل و المسير، تقوم بتسيير الأموال و تمثيل مصالح المستثمرين.
 - المؤسسة المودع لها: و هي مكلفة بالحفاظ على أصول صناديق التوريق و وصل التنازل و كل مستند يضمن الأصول .
 - هيئة التنقيط (وكالة التنقيط) : مهمتها الرئيسية هي تقييم الأخطار المرتبطة بإعداد صناديق الديون و الأوراق المالية الصادرة او المباعة و التنقيط يتم عند إصدار الأسهم من طرف الصندوق المشترك للديون .
أما عند عملية التوريق فالتنقيط يخص الصندوق و ليس المتنازل للعلم فإن تقييم الصندوق يؤدي إلى تحديد مستوى الخطر النهائي للأوراق الصادرة من طرف هذا الصندوق.
 - المستثمر: ويمكن أن يكون مؤسسة مالية أو صناديق استثمار، شركات تأمين، مؤسسات عمومية، شركات خاصة.....الخ
 - سلطة الضبط:
- دورها مختلف من دولة إلى أخرى و لكنها موجودة لمراقبة و تسريح هذا النوع من المعاملات، والشكل الموالي يبين أدوار كل المتدخلين في عملية التوريق .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الشكل رقم (3-1) : دور المتدخلون في عملية التوريق



Source: Christophe LEJARD, «La Titrisation : Enjeux En termes De Communication Comptable Et Financière », Thèse de Doctorat Université Montpellier 1, Soutenue publiquement le 12 décembre 2011.

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ثالثاً_ أهداف عملية التوريق :

يعمل توريق الدين على توفير السيولة لمالكي الأصول التي لا يوجد لها سوق نشطة و تتأخر مواعيد إستحقاقها، و إيجاد وسيلة جديدة ذات جاذبية للمدخرين لإستثمار أموالهم، وتتمثل أهداف عملية التوريق في الآتي¹ :

- تقليل مخاطر الإئتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- _ توفر للمقترضين بديلاً عن الإقتراض يكون خارج الميزانية الختامية، إذ تسمح لهم بتحويل الموجودات غير السائلة إلى السيولة النقدية، ثم إعادة توجيه هذه النقدية للإستثمار في الذمم المدينة و توسيع حجم الأعمال، دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية .
- المساهمة في تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة و تنويع المعروض فيها من منتجات مالية، و تنشيط سوق تداول السندات .
- يوفر للبلدان مصادر تمويل جديدة لمشاريعها التنموية، من خلال السماح بتوريق ديون المؤسسات العامة التي تعاني من العجز المالي .
- _ الرفع من كفاءة الدورة المالية و الإنتاجية و معدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على زيادة حجم الإستثمار دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
- تقليص دور الوساطة المالية التقليدية، وذلك بعد إنتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور و حسابه، مثل: صناديق الإستثمار المشترك، و توجيه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق ، أي أنها تحقق منافع إقتصادية من خلال مزج السوق النقدي(سوق الإقراض) بسوق رأس المال.

و يساهم القيام بعملية الإقراض في تشجيع المصارف على التوسع في منح القروض ذات معدلات الفائدة الثابتة و هو النوع الذي يفضله المدينون، إذ أن منح القروض ذات معدلات الفائدة المتغيرة تعرضهم لخطر معدل الفائدة مما يعمل على تنشيط السوق الثانوي .

¹ منى خالد فرحات، (2013): توريق الدين التقليدي و الإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية و القانونية ، المجلد 29 ، العدد الأول ، 2013 ، ص 230 .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

رابعاً - أنواع التوريق :

عمليات التوريق هي عمليات معقدة و متنوعة، فمن حيث المنظور التنظيمي للعملية يمكن تبيين نوعان من التوريق الأولى المسماة خارج الميزانية المحاسبية و الثانية توريق إصطناعي أو داخل الميزانية المحاسبية¹.

1_ التوريق خارج الميزانية :

وهو الأكثر تداولاً و يمثل تنازل مؤسسة عن جزء من أصولها لكيان معين صندوق مشترك للديون (ص م د). بطرح في الأسواق المالية سندات مرهونة عن هذه الأصول .

2_ التوريق الاصطناعي:

يسمى أيضاً داخل الميزانية لأن الأصول لا تغادر ميزانية المؤسسة المبادرة، و تمكن المؤسسة من طرح سندات مرهونة على هذه الأصول التي تبقى مسجلة في ميزانيتها كضمان.

_ توريق يمر من خلال عملية Pass-through:

وهي أبسط طريقة لهيكل التوريق حيث المستثمرون يقتنون مساهمة مباشرة في محفظة مالية وهم بذلك لهم دخل مستمر و مباشر من خلال التدفقات الناتجة من المحفظة أما المبادر له دور بسيط كوسيط فقط .

_ دين مضمون:

وتشبه بصفة كبيرة لقرض مسند على أصول أو مرهون بأصول حيث المالك لأصول مالية (المبادر) يجمع أموال عن طريق طرح و إصدار سندات التي ستكون مضمونة بمحفظة أصول في ميزانية محاسبية، هذه الأصول تقيم حسب قيمتها السوقية أو حسب التدفقات المستقبلية التي يمكن أن تخلقها، هذا السند المضمون يشبه بصفة كبيرة السند الكلاسيكي مع فرق جوهري وهو اللجوء إلى الأصول التي تغطي أداة الدين في حالة إستحالة التسديد من طرف المبادر.

_ توريق دفع من خلال (Pay-through):

في هذه الحالة الأخيرة المستثمر لا يقتني مساهمة و لكن أداة دين، و مثل (Pass-through) المستثمرون يؤجرون عن طريق التدفقات الناتجة من أصول و لكن لا يعتبرون ملاك لهذه الأصول و ليست لهم المساهمة

¹ Abdelilah el attar,op, cit ,p 17

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المباشرة في المحفظة المالية، بل قاموا إلا بالاستثمار في أداءة دين مضمون بجزء من أصول التدفقات الناتجة عن الأصول الأساسية في عملية التوريق التي تملكها و توزعها على المكتتبين .

المطلب الثالث: دور آلية التوريق في خلق الأزمة المالية

ساهمت المشتقات المالية في خلق المزيد من فرص منح الائتمان، و توسعت البنوك في نظام التوريق و تحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في الأسواق المالية، تعمل في ظل المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية، كل هذه الأمور دفعت إلى إندلاع الأزمة المالية في سنة 2008 في صورة إنهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى ، فشملت تداعياتها أسواق المال و البورصات العالمية على شكل إنخفاضات متتالية للمؤشرات بها، كما إمتدت تأثيراتها إلى جميع جوانب الإقتصاد في صورة ركود بدأ يخيم على حركة الأسواق .

على الرغم من أن التوريق يعتبر من أهم الابتكارات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية في السبعينات من القرن الماضي، و التي أتاحت للمؤسسات الإقتصادية و المالية على غرار البنوك إمكانات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى تحويل جزء من المخاطر التي كانت تنقل كاهلها إلى أطراف أخرى، إلا أنها و مع الإستعمال المفرط لهذا النوع من الأوراق المالية من قبل البنوك من خلال توريق قروض الرهن العقاري، وفي ظل بيئة تتميز بعدم التماثل في المعلومات، وإلزامية نظرية الوكالة، خوفا من الوقوع في دائرة ما يسمى بالإختيار الخاطئ أدى إلى وقوع أزمة مالية حادة أثرت سلبا على إقتصاديات الدول¹ .

¹ فاطمة سيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص 158

أولا _ تأثيرات آلية التوريق :

1_ الأثر الكلي لتوريق القروض :

إن إستخدام الأدوات المالية المبتكرة لتسيير مخاطر القروض يعتبر تحولا كبيرا للهيكل البنكي التقليدي، فهو ليس عملية إصدار أوراق مالية تتداول في السوق المالي فقط، وإنما يعد إعادة تنظيم شامل للنظام التقليدي للقروض وذلك لأنه يساهم في مايلي¹:

- زيادة فاعلية السياسة النقدية :

إن إستعمال التوريق يؤثر على السياسة النقدية من خلال تأثيره على الكتلة النقدية ، فهذه الأدوات تعتبر وسائل لإعادة التمويل لأسواق رأس المال أو لأسواق النقد، كما تؤثر على أسعار الفائدة حيث أنها توفر وسائل جديدة للتمويل و بالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة .

_ التخصص في الخدمات البنكية :

ساهم توريق القروض في فتح مجالات أخرى للوساطة مما أدى إلى تعدد مهام البنوك الأمر الذي صعب عليها الإلمام بجميع هذه المهام، حيث عجل هذا التشعب إلى نهاية البنوك الشاملة، أو بإمكانها العمل في هذه المهام و لكن بفتح فروع جديدة وظيفتها التخصص في مجموعة من المهام .

2_ الأثر الجزئي لتورق القروض² :

- يعمل التوريق على تحويل جزء من الأخطار إلى السوق المالي، وهذا يؤدي إلى تخفيف العبء على الأموال الخاصة، و يجنب المؤسسات البنكية عملية الرفع من رأس المال بإصدار أسهم عادية بإعتبارها عملية مكلفة جدا، إلى جانب الصعوبات المرتبطة بقبول المساهمين القدامى دخول مساهمين جدد في رأس مال البنك.

_ يعتبر التوريق موردا بديلا لإعادة التمويل و بأقل تكلفة .

- يقلل من إحتتمالات الوقوع في حالات الإفلاس، حيث يساهم في تحسين الهيكل المالي للبنك مما يؤثر على مختلف النسب الإحترازية التي تضعها الهيئات الرقابية .

¹ فاطمة سيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 164

² المرجع نفسه ، ص 164

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ثانيا _ دور التوريق في إحداث الأزمة:

التوريق من أحد أسباب الكبرى التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث قامت البنوك و شركات التمويل بتجميع القروض و بيع دين القروض على العملاء الذين قاموا بشراء العقارات إلى شركات التوريق، على أن يكون البيع بمقابل أقل من قيمة الدين، و معجلا بعد ذلك قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون طرحت للإكتتاب بقيم أكبر من قيمتها الإسمية للأفراد و المؤسسات مقابل حصول حاملها على فوائد القروض التي يتولى تحصيلها مع أقساط شركة التوريق و التمويل ليحصلان على الفرق بين قيمة القروض و ما دفعته لشرائها، و يتم تداول هذه السندات بين العديد من المستثمرين داخل و خارج البلاد في الأسواق المالية، و بإنخفاض قيمة السندات فإن حملتها يسارعون إلى بيعها فيزيد العرض و ينخفض سعرها و تزداد الضغوط على شركة التوريق و المؤسسات المالية و هذا بالضبط ما حصل في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن إعتدال البنوك على التوريق و ظهور شركات التوريق و إنتشار عمليات بيع الديون و ما نتج عنه من تضخم لقيمة الديون، و إنتشار حملة السندات و ترتيب مديونياتهم على عقار واحد قد ساهم إلى حد كبير في حدوث الأزمة المالية¹.

أدت آلية التوريق إلى تحول البنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض أي الاحتفاظ بالقرض في ميزانياتها حتى تاريخ إستحقاق القرض إلى النموذج الجديد حيث يتم منح القرض ثم التنازل عنه لجهة أخرى و إخراجها من ميزانياتها عن طريق التوريق لتجعلها أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، و هذا يساهم في توزيع المخاطر المرتبطة بهذه القروض، فهذا الأمر دفع البنوك الأمريكية إلى المبالغة في عمليات منح القروض العقارية و بدون ضمانات مقبولة لأنها تقوم بتوريقها و تقليل مخاطرها فارتفعت أسعار العقارات و عجز المقترضين من الوفاء بديونهم و تقدم المقترضين بطلبات سحب ودائعهم فأفلست البنوك و المؤسسات المالية الأخرى حينئذ وقعت الأزمة، و قد أكد العديد من الإقتصاديين أن التوريق يعتبر على أنه السبب الرئيسي للأزمة المالية العالمية ، إضافة إلى ذلك أن جذور الأزمة ترجع أساسا إلى تعطيل عمل الأجهزة المسؤولة عن الإشراف و المراقبة على المؤسسات المالية من تأدية دورها بشكل صحيح خاصة البنوك المركزية الفاعلة و هيئات الأوراق المالية المؤثرة على مستوى العالم و إدارات المخاطر في المصارف التجارية و الإستثمارية و مبدأ الرقابة الذاتية، إضافة إلى المؤسسات الدولية الغائبة عن أداء دورها ، كما أن جميع المؤسسات المسؤولة على النظام المالي المحلي و الدولي لم تحرك ساكنا

¹ فاطمة سيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص 166

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

طوال السنوات الماضية فيما يتعلق بالممارسات الخاطئة و التمادي في تقنية التوريق و القروض العقارية و الهندسة المالية التي أنتجت تعاملات بالبنوك و غيرها من الأمور التي تتعارض مع النظم و المعايير المحلية و الدولية¹.

و التي إعتبرها العديد من المحللين الإقتصاديين السبب الرئيسي للأزمة المالية التي تمر بها الأسواق المالية ، إلا أن جذور الأزمة الراهنة تعود إلى التوسع الكبير و المنفلت الذي شهدته أنشطة القطاعات المصرفية و المالية في مختلف دول العالم خلال السنوات القليلة الماضية، خاصة في بعض الإقتصاديات المتقدمة، و قد أسهم في ذلك التوسع غياب الضوابط التي تحكم بعض المعاملات المالية في العديد من الأسواق و لا سيما المرتبطة بمعاملات بنوك الإستثمار و صناديق الإستثمار و التحوط مؤسسات الرهن العقاري و شركات التأمين، و ما ترتب عن ذلك من تنوع مذهب في الأدوات المالية المتداولة و الإفراط الكبير في الإقراض و تنوع المعاملات المالية غير الخاضعة للرقابة و تقلص تأثير ما تتخذه السلطات النقدية من إجراءات و تدابير في مجال تحقيق الإستقرار المالي، كما أكد البعض أن السبب ليس في آلية التوريق، إنما في طريقة إستعماله من قبل البنوك و جشعهم كما يلي² :

1- عدم تماثل المعلومات المالية و الأزمات المالية :

إن مشكلة عدم تماثل المعلومات من بين أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الإستقرار المالي و حدوث أزمات مالية و مصرفية و تكون في حالة توفر معلومات لدى أحد المتعاملين في المجال المالي أكثر من الأطراف الأخرى مما ينتج عنه إتخاذ قرارات غير صحيحة، فالبنوك عند منحها القروض العقارية لم تكن على دراية كافية بجميع المعلومات عن عملائها و قدرتهم على السداد، كما يترتب عن مشكلة عدم تماثل المعلومات تزايد المخاطر المعنوية و تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني، حيث لا يستطيع من تتوفر لديه المعلومات منع الآخرين من الإستفادة منها، و هذا قد يعيق العمل الكفاء للنظام المالي و المصرفي و إنتشار ما يسمى بسلوك القطيع و إنتشار العدوى أو تفشيها أي سريان الإشاعات، مما يؤدي إلى وقوع في الإختيار الخاطئ ، فالأزمة المالية هي إضطراب في أسواق المال حيث يكون فيه سوء الإختيار و سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة .

¹ فاطمة سيد عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص 167

² المرجع نفسه، ص 168

2_ نظرية الوكالة و الأزمات المالية :

إن نظرية الوكالة آثارت مسألة مهمة تتعلق بالفصل بين ملكية رأسمال التي تعود للمساهمين و مهمة إتخاذ القرار و التسيير الموكلة للمديرين الذين تربطهم بالشركة عقود تفرض عليهم العمل لصالح المساهمين من أجل زيادة ثروتهم و خلق القيمة مقابل أجور يتقاضونها، غير ان إختلاف الطبيعة السلوكية بين المديرين و المساهمين تؤدي غلى خلق صراع المنفعة بينهما، حيث أن المشكلة لا تكمل في التوريق و إنما تكمل في جشع مديري البنوك الذين يفضلون مصالحهم الخاصة عن مصلحة الملاك، ففي البنوك و رغبة في الحصول على أكبر نتيجة ممكنة و هذا للحصول على أكبر مكافأة يتمادى المدراء في منح القروض حتى إلى أشخاص لا يملكون ملاءة مالية جيدة، ثم تحويل هذه القروض و مخاطرها إلى الأسواق المالية عن طريق إصدار أوراق مالية رديئة و هذا أدى إلى حدوث فارق كبير بين الإقتصاد العيني أو الحقيقي و الإقتصاد المالي و منه و عند تعثر و عدم قدرة المقترضين عن سداد إلتزاماتهم تحدث الأزمة .

ثالثا- التوريق و الازمة المالية الأخيرة :

لقد ضخم التوريق الأزمة المالية من خلال المساهمة في إطالة سلسلة الوساطة التي تؤدي عدم التوافق ما بين إهتمامات الفاعلين في سلسلة عملية التوريق و مصالح الجهات الفاعلة في سلسلة عملية التوريق من خلال الاعتماد على النماذج الرياضية و التقييمات الخارجية للمخاطر، وأخيرا زيادة المخاطر الخاصة و النظامية للبنوك كما يلي¹ :

1- توسيع سلسلة الوساطة :

بالنظر إلى العديد من الأطراف المتدخلة ، ساهم التوريق في إطالة سلسلة الوساطة ، التي جعلت النظام أكثر تعقيدا مع إمكانية عدم إستقراره ، وقد قدم كل من tobias adrian et hyun song shin مثال لتسليط الضوء على هذا التباين في النموذج التقليدي حيث يقوم البنك بتجميع الودائع من المدخرين الصغار ويقوم بعدها بإقراض عائدات هذه الودائع للمقترضين مثل شركات أو أسر أخرى .

¹ Agelos Delivorias (2015) , comprendre la titrisation, historique-avantages-risques, service de recherche du parlement européen, Sur le site : www.europarl.europa.eu ,consulté le : 08/05/2017

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

مع التوريق فإن سلسلة بين الوسيطاء تكون أطول : تقدم البنوك قروض الرهن العقاري للأسر ثم إعادة بيعها إلى مؤسسات خاصة لغرض التوريق SSPes التي تحول هذه القروض إلى سندات مضمونة بالرهن العقاري S MBS و التي بدورها قد تكون مملوكة من قبل جهات إصدار الأوراق المالية المضمونة بالأصول ABS ، التي تقوم بتجميعها و تحويلها إلى مستوى آخر من الديون مثل التزامات الديون المضمونة CDOS ،

أو من طرف بنوك إستثمارية التي تقوم بتمويل هذه الأصول في إطار إتفاقيات مع بنوك تجارية كبرى، و بدورها هذه الأخيرة يمكنها تمويل قروض لبنوك الإستثمار عن طريق إصدار سندات قصيرة الأجل و إعادة بيعها لصاناديق الإستثمار في السوق النقد و التي يمكن للأفراد إمتلاك حصص منها .

2 - الحوافز المغرضة التي أدت إلى ضعف العناية الواجبة :

وفق تقرير سنة 2011 لبنك التسويات الدولية يفيد بأنه قبل الأزمة كانت أسواق التوريق خاضعة لحوافز مغرضة ، أي الحالات التي تم فيها تدخل بعض الفاعلي

ن في سلسلة التوريق لتشجيع على تبني السلوك الذي يخدم مصلحتهم الخاصة و قد يكون ضارا لجهات فاعلة أخرى في سلسلة التوريق أو في السوق ككل ، و في نفس التقرير فإن الزيادة في سلسلة الوساطة ، هي جزء من التطورات الحاصلة خلال العقد الذي سبق الأزمة و التي خلقت الظروف لإحداث فجوة ما بين الحوافز و المصالح، هذه الفجوة كانت لها تأثير أولي يتمثل في إضعاف العناية الواجبة و الدقة على مدى سلسلة التوريق ، مما أدى إلى توريق أصول ذات ضمانات ضعيفة من قبل العديد من المستثمرين الذين لم يحسنوا تقييم مدى الأخطار التي يتعرضون لها المبادرين/ الرعاة على وجه خاص أضعفوا نظام الرقابة و فرز الأصول .

3- التركيبات المعقدة التي سمحت بالمضاربة و لم تغذي الإقتصاد الحقيقي :

لقد أدت أشكال التوريق المختلفة مثل التوريق الإصطناعي أو إعادة التوريق إلى زيادة تعقيد المعاملات، وكان لها أثر بإخفاء جودة الأصول الأصلية مما قلل من قدرة المستثمرين على تقييم المخاطر بأنفسهم ، بالإضافة إلى ذلك و فيما يخص التوريق الإصطناعي ، عدد الرهون العقارية أو القروض الأخرى غير محدود إذ يمكن خلق عدد غير محدد من CDO (إلتزامات الدين المضمونة الإصطناعية) المبنية على سلة مستحقات واحدة ، و التي من شأنها زيادة التعرض للخسائر التخلف عن سداد الديون بشكل كبير، و سمحت عملية التوريق الاصطناعية للمضاربين بالمزيد من الرهان على سوق العقارات .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

4_ الإعتداد المفرط على النماذج الرياضية و التقييمات الخارجية للمخاطر :

وفقا ل Steven L Schwarcz النماذج التي هي ضرورية للتوريق و التي يمكن أن توفر التوجيه و الإيضاح إذا كانت واقعية و بياناتها موثوق بها و مع ذلك إذا لم يتم إستيفاء هذين الشرطين يمكن أن يكون مضللين، إستندت نماذج التوريق للقروض العقارية عالية المخاطر على إفتراضات و بيانات تاريخية و نتج عنها تقييمات خاطئة، بالإضافة إلى ذلك كلما كانت النماذج أكثر تعقيدا إعتد المستثمرون بطريقة أوتوماتكية بشكل كبير على تقييم الخارجي للمخاطر التي تقدمها وكالات التصنيف الإئتماني .

و قد ثبت أن هذا الموقف يعتبر إشكال حيث التحول من نموذج أعمال مستثمر مسدد إلى نموذج مصدر مسدد ، الذي كان متأصلا بالتوريق نظرا لأن المنشئ (المبادر) يدفع لوكالة التصنيف الإئتماني لتجزئة المنتج و إضعاف قيمة التقييمات المقدمة، حيث تعرض وكالات التصنيف الإئتماني لمخاطر منخفضة من خلال تقييمات خاطئة .

5- زيادة المخاطر النظامية أو غير النظامية في البنوك :

في سنة 2004 ، أظهرت التقارير أن البنوك أصبحت أكثر إحتفاضا في الغالب بالأصناف الأكثر خطورة CDO الإصطناعية (إلتزامات الديون المضمونة) ، و التي تتحمل أول الخسائر ، بالإضافة إلى ذلك كانت البنوك ترغب في تعزيز نفوذها لتضخيم أرباحها على المدى القصير نتيجة لذلك ، بدلا من توزيع الأخطار بطريقة متجانسة على جميع الإقتصاد، إشترت البنوك بشكل متبادل الأوراق المالية بالأموال المقترضة ، و بالتالي إبقاء على المخاطر مركزة على نفسها ومنه تتعرض لإمكانية تحمل الخسائر ما تسبب في دوامة هبوط الأسعار .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 و تداعياتها

شهد العالم في التسعينات عددا من الأزمات الإقتصادية و المالية و التي انفجرت في الكثير من الدول النامية، فبعد الأزمة الإقتصادية العالمية لسنة 1929 ، تعرض النظام المالي العالمي للعديد من الأزمات و التي أثرت على الدول محل الأزمة ثم سرعان ما إنتشرت تداعياتها للدول الأخرى متسببة في ذلك للكثير من الخسائر و الإنهيارات و من بين تلك الأزمات الأزمة المالية لسنة 2008 .

المطلب الأول : الخلفية النظرية للأزمة المالية

أولا _ مفهوم الأزمة المالية :

لايوجد مفهوم محدد للأزمة المالية لكن من المفاهيم المبسطة للأزمة المالية هو أن " الأزمة المالية هي إضطراب حاد و مفاجئ في بعض التوازنات الإقتصادية يتبعه إنهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى " ¹.

كما ويمكن تعريف الأزمة المالية بأنها إنخفاض مفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول .

وقد تكون هذه الأصول رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية ، كما قد يكون أصول مالية أي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو حقوق ملكية للأصول المالية التي يطلق عليها إسم المشتقات المالية، فإذا إنهارت قيمة أصول ما فجأة فإن ذلك قد يعني إفلاس المؤسسات التي تملكها أو إنهيار قيمتها، ويكون هذا الإنهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة إنفجار " فقاعة سعرية " أو كما تسمى فقاعة مضاربة و تتمثل في بيع و شراء كميات كبيرة من نوع أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقة .

و تأخذ الأزمة المالية عدة أشكال كإنهيار مفاجئ في سوق الأسهم ، أو في عملة دولة ما ، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الإقتصاد .

¹ علي شحادة قندح (2009)، الأزمة المالية العالمية (الجذور، الأسباب ، الآثار، و خطط الإنقاذ)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية ، عمان ، الأردن ، ص 9

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ثانيا- أنواع الأزمات المالية :

يتم التمييز بين ثلاثة أنواع للأزمات المالية كما يلي :

أ- الأزمات المصرفية :

و تكون هذه الأزمات عندما يواجه بنك ما إرتفاع كبير و مفاجئ في طلب سحب الودائع ، فالبنوك في

حال قيامها بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه و يحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب المودعين فلن يستطيع في هذه الحالة مواجهة طلبات المودعين غذا ما تعدت تلك النسبة ، وبالتالي يحدث مايسمى بأزمة سيولة لدى البنك، و إمتدت هذه المشكلة لبنوك أخرى فتسمى في هذه الحالة أزمة مصرفية ، أما في حال ما حدث العكس أي عندما تتوفر لدى البنوك الودائع لكن ترفض منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض تسمى بأزمة الإئتمان .

ب _ أزمة العملة و أسعار الصرف :

وتكون عند حدوث تتغير سريع في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة لذلك تسمى أيضا بأزمة ميزان المدفوعات حيث تحدث هذه الأزمات في حالة إتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة بسبب عمليات المضاربة ، وينتج عن ذلك حدوث أزمة قد تؤدي إلى لإنهيار سعر تلك العملة، وهو شبيه بالأزمة التي حدثت في تايلاندا وكان السبب المباشر في للأزمة المالية في شرق آسيا 1997 . كما أن قرار السلطات النقدية بخفض سعر العملة الوطنية يتخذ في حالة وجود إنخفاض كبير في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية¹.

ج- أزمات أسواق المال ، حالة الفقاعات :

تحدث الأزمات في أسواق المال عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، و يكون هذا الإرتفاع غير مبرر، وهو نتيجة لما يعرف إقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" ، وتحدث هذه الأزمات عندما يكون الهدف من شراء الأصل (أسهم مثلا) هو الربح الناتج عن إرتفاع سعره في السوق المالي و ليس لقدرة هذا الأصل على توليد الدخل ، و هكذا يصبح إنهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هنالك إتجاها قويا لبيع ذلك

¹ عدلي شحادة قندح ، مرجع سبق ذكره ، ص 10

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتأرجح الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى المتداولة في السوق المالي¹.

ثالثاً_ أسباب الأزمات المالية و الإقتصادية :

بذلت المنظمات الدولية و الباحثون جهودهم لمعرفة الأسباب و العوامل التي تؤدي لحدوث الأزمات المالية وذلك حتى يتسنى لهم وضع نموذج للتنبؤ بحدوث الأزمات مسبقاً ، و على الرغم أن لكل أزمة خصائصها و أسبابها إلا أنه توجد عوامل مشتركة تتسبب في هذه الأزمات و من أهمها مايلي :

- التقلبات الإقتصادية الكلية العنيفة .

_ ضعف النظم المحاسبية و الإفصاح و الأطر القانونية .

_ عدم تماثل المعلومات

- إنهيار أسعار الأصول و التوسع الكبير في الإقراض .

وحدوث هذه الأزمات يترتب عنه تدهور في الأسعار و زيادة في الخسائر، و فقدان الثقة في بعض الأوراق المالية ما يؤدي إلى انخفاض التداول في البورصة، لهذا يكون الإفصاح المالي مهما في الكشف عن حقيقة التغيرات في البورصات .

1- العولمة الإقتصادية :

وهي نظاما تجاريا عالميا مفتوحا تزول فيه العوائق أمام حركة البضائع و السلع و الخدمات و عوامل الإنتاج خاصة رأس المال عبر الحدود الدولية ، و هذا يؤدي إلى تكامل إقتصادي عالمي متزايد في أسواق السلع و الخدمات ورأس المال، ففي عالم معولم ستندمج الحدود و يزول التمييز بين الأسواق الوطنية و الأسواق الأجنبية العالمية و يزداد الاندماج بين المشاريع المتنافسة بحجة تقليص التكاليف و زيادة الكفاءة الإنتاجية و التسويقية لكل منها ، ويعترف دعاة العولمة أنها ستؤدي إلى الحد بدرجة كبيرة من قدرة الحكومات على رسم سياسات إقتصادية مستقلة و على إضعاف سيطرة الحكومات على إقتصادياتها .

¹ عدلي شحادة قندح ، مرجع سبق ذكره ، ص 10

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

2- المضاربات المالية :

إنعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال منذ أن فرضت ظاهرة العولمة المالية، إنتشرت المضاربات المالية و تتابعت الأزمات، حيث إنهارت البورصات سنة 1987 ، ثم تبعتها أزمة العملات الأوروبية في سنة 1992 ، و الأزمة المكسيكية سنة 1994، فأزمات النمر الآسيوية سنة 1997 ، و غيرها من أزمات .

فمن خلال العولمة أصبح بالإمكان الدخول إلى مرحلة جديدة و هي التمويل الدولي لإقتصاد المضاربات و قد بلغت الوسائل المالية التي طرحت في كافة الأسواق المالية للمضاربات أكثر من 40000 مليار دولار أي ما يعادل عشر أضعاف الدخل القومي للولايات المتحدة الأمريكية .

3- الإنتقال من الإقتصاد الحقيقي إلى إقتصاد الفقاعة :

إن مصطلح إقتصاد الفقاعة أو البالون هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في رفع سعرها بطريقة تؤدي لزيادة المضاربة عليها إلى أن يصل سعر هذه السلعة لمستويات مبالغ فيها، تشبه إنتفاخ البالون ، حتى يبلغ مرحلة ما تسمى بإنفجار الفقاعة أو البالون عند حدوث هبوط حاد و مفاجئ في سعر هذه السلعة ، وينظر إلى الفقاعات الإقتصادية على أنها ذات تأثير سلبي على حالة الإقتصاد ، لأنها تسبب حالة التوزيع الغير عادل للموارد ، في إتجاه إستخدامات غير مثلى ، بالإضافة للإنهيار الذي يلي الفقاعة الإقتصادية و الذي ينعكس أثره على الوضع الإقتصادي كالذي حدث في الكساد العظيم سنة 1929 في الولايات المتحدة الأمريكية ، كما لها تأثير سلبي على معدلات إنفاق المستهلكين حيث ينفقون المزيد من الأموال لشراء سلع مغال فيها ، بالإضافة إلى أن المبالغة في أسعار بعض الأصول نتيجة المضاربات يؤدي بدوره إلى حدوث طفرات متوالية في أسعار الأسهم و الأراضي و العقارات و غير ها من أصول دون الإستناد إلى أداء إقتصادي حقيقي .

4- تحرير الأسواق المالية :

توصلت العديد من الدراسات إلى أن البلدان عرضة للأزمات هي تلك التي شهدت تحريرا واسعا في أسواقها المالية و مؤسساتها المصرفية بسبب عدم التحضير الكافي للتحرير المالي و هذه الأزمات أدت إلى أزمة

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

العملات نظرا للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية و أزمة العملة مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات¹.

رابعاً - أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية :

شهد العالم و بصورة أساسية الإقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات التي عصفت بأسواق الأوراق المالية العالمية و أهمها مايلي:

1- إنهيار البورصات العالمية سنة 1929 :

وتعد هذه الأزمة و التي تعرف بأزمة الكساد الكبير، من أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الإقتصاد العالمي و أكثرها تأثيراً، فبعد حالة الإستقرار في العلاقات النقدية و المالية الدولية التي إنعكست على زيادة في المستوى المعيشي للأفراد و على تحسن الوضع الإقتصادي من خلال بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك ، هذا الرخاء أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الإقتراض ، و سادت في تلك الفترة الآراء الإقتصادية المؤيدة للفكر الكلاسيكي و التي تدعم فكرة أن قوى العرض و الطلب سوف تؤدي تلقائياً إلى إعادة التوازن و القضاء على الكساد القائم، خاصة عند إتخاذ البنك الفيدرالي الأمريكي قرار التوسع النقدي، الذي أدى إلى إرتفاع إنتاج السلع الإستهلاكية و إنخفاض البطالة مؤقتاً.

و أدت تلك الظروف السائدة إلى زيادة عمليات المضاربة في سوق الأوراق المالية، وإرتفاع أسعار الأوراق المالية المتداولة ، و إتجهت البنوك للمضاربة بأموال زبائنها ، كما قامت الحكومة بتقديم قروض أجنبية قصد زيادة ربط الاقتصاديات الأوروبية برأس المال الأمريكي، وهكذا إرتفعت الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية للقيام بالإستثمارات الإضافية في مختلف القطاعات .

عرفت بورصة وول ستريت مزيداً من الإرتفاع في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها خلال شهر سبتمبر 1929 ، و مع نهاية هذا الشهر بدأت أسعار الأسهم بالإنخفاض إلى أن تسارعت حداثها في 19 أكتوبر سنة 1929، حيث إنخفضت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكي بنسبة 13%²، ثم بدأ هجوم كثيف لطلبات

¹ زكرياء سلامة عيسى شنطاوي (2009)، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي ، ط1، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن ، ص 203

² عدلي شحادة قندح ، مرجع سبق ذكره ، ص 10

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

البيع و الرغبة في تسهيل محافظ الأوراق المالية ليصل التداول إلى 12,9 مليون سهم نجم عنها خسارة قدرها 6 مليار دولار¹.

إمتدت الأزمة لبورصات العالم ، حيث بعد إنهيار البورصة الأمريكية قامت البنوك الأمريكية بإسترداد رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية من خلال بيع الأوراق المالية التي بحوزتها، رغبة منها في حل مشاكل السيولة مما أدى لإنتشار الأزمة دولياً .

1_1 - مظاهر إنهيار البورصات :

إمتدت أثار إنهيار أسواق المال لتؤثر على الجانب الحقيقي للإقتصاد الأمريكي تمثلت مظهره في إنخفاض الطلب على السلع و الخدمات نتج عنه إنخفاض شديد في الإستهلاك الكلي ، كما فشل المدينون على الوفاء بالتزاماتهم فتوقف المقرضون عن تقديم الإئتمان الأمر الذي أدى لإنخفاض الإستثمارات في القطاع الإنتاجي و أفلس العديد من الشركات و إرتفعت معدلات البطالة لتصل إلى حوالي ثلث قوة العمل في سنة 1932. كما واجهت البنوك صعوبة في تحصيل مستحققاتها ، وعجزت عن مواجهة طلبات السحب لعملائها فأعلن الكثير من البنوك إفلاسه ففي الولايات المتحدة وحدها تم إفلاس 5000 بنك ، وخسر المودعون ما يعادل 3 مليارات دولار².

1-2_ أسباب إنهيار البورصات العالمية إثر أزمة الكساد سنة 1929 :

من أهم الأسباب التي أدت إلى إنهيار البورصة الأمريكية ما يلي :

_ الإرتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل غير عادي و سببه التصريحات المتفائلة و وفرة الإذخار وسهولة الإقتراض لشراء الأسهم و عدم تحرك السلطات النقدية الأمريكية للحد من إرتفاع الواضح و الغير مألوف الأسعار .

_ المضاربة الوهمية حيث إرتفعت الأسهم نتيجة الآمال و ليس لإرتفاع توزيعات أرباح الشركات .

_ إتساع تدهور الأسعار نتيجة لفشل محاولات تنظيم السوق و قيام المضاربون و المستثمرون بعمليات البيع مما أسهم في زيادة تدهور الأسعار .

¹ زكرياء سلامة عيسى شنتاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 165

² المرجع نفسه ، ص 167

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- الممارسات غير الأخلاقية التي تمثلت في الغش و التضليل من قبل فئة من التعاملين في أسواق المال ، ومن أهم أبرز الإنحرافات التي شملت التعامل بالأوراق المالية خلال هذه الفترة البيع الصوري و الشراء لغرض الإحتكار ، وإستغلال السماسرة لثقة العملاء ، كل هذه الممارسات أسهمت بشكل فعال في تعميق الأزمة و بالتالي تأير إنهيار أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال على الاقتصاد العالمي .

2_ إنهيار البورصات العالمية بأزمة الاثنين 19 أكتوبر 1987 :

نشأت الأزمة في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية ثم إنتقلت العدوى إلى أسواق رأس المال في باقي دول العالم ، و هناك من يرى أن حدث العكس ، فقد حدثت هذه الأزمة في يوم الاثنين الموافق 19 أكتوبر 1987 وأطلق على هذا اليوم (الاثنين الأسود) بهذا اليوم تدفق سيل من أوامر البيع لم يسبق له مثيل و هذا لبيع أعدادا كبيرة من الأوراق المالية التي بحوزتهم ونتج عن ذلك الاندفاع إنخفاض سريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم وانتشر الذعر لدى جمهور المتعاملين فزادت عمليات البيع ، و مع نهاية يوم الاثنين كان مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة قد خسر 508,32 أي حوالي 6,22% من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم.¹

2_1- أسباب أزمة البورصات العالمية سنة 1987 :

من أهم الأسباب التي تفسر حدوث أزمة إنهيار البورصات العالمية سنة 1987 مايلي :

- كشفت بعض الدراسات على أن هذه الأزمة لا تخرج عن كونها تصحيح للأوضاع، حيث كانت أسعار الأسهم في الأسواق الأمريكية أعلى بكثير من الأسعار التي ينبغي أن تكون عليها .
- تتابع عمليات المضاربة و الشراء المبالغ فيه بين المتعاملين في البورصة و إنتقال المدخرين من الإستثمارات الحقيقية إلى الإستثمارات المالية ما أدى في نهاية الأمر لإنخفاض حاد و سريع في الأسعار، فكانت الأزمة إنعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين .

¹ زكريا سلامة عيسى شنتاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 168

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- الأساليب الحديثة للمتاجرة في السوق الأمريكية في منتصف السبعينيات و أوائل الثمانينات ، كون سوق العقود المستقبلية بدأ النشاط به سنة 1982 وهي التي تسببت في إحداث أزمة على مستوى العالم، ومن أهم الأساليب المستحدثة للمتاجرة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية هي المتاجرة بالحزمة و مراجعة مؤشر الأسهم.

_ إعتقاد الأسواق الأمريكية على أنظمة عمل تقليدية كإنخفاض تكلفة المعاملات ، و آليات إزالة الخلل بين العرض و الطلب كإيقاف أو تأجيل التعامل لفترة من الزمن و هامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي ، و المزاد المستمر إلا أنه لا يوجد دليل يؤكد مسؤولية تلك الأنظمة في إحداث الأزمة .

- إستمرار العجز في الموازنة الأمريكية أدى بالبنك الفدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات الطويلة الأجل من أجل بيع الإصدارات الجديدة من سندات الخزينة، و تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية .

2-2- الإجراءات المتخذة للخروج من الأزمة :

عملت الحكومات و البنوك المركزية في الكثير من الدول على خفض معدلات الفائدة و توفير السيولة اللازمة من أجل دعم البورصات إضافة تعدد الإجراءات المتخذة في العديد من الدول والتي من بينها مايلي:

_ في الولايات المتحدة الأمريكية و بدأ من اليوم التالي لحدوث الأزمة أوقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك و في اسواق الإختيار و العقود المستقبلية، و للخروج من الأزمة فقد تدخلت الشركات الكبير لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل البنك المركزي و طالب البنوك بمنح المزيد من القروض لتجار الأوراق المالية .

_ في الصين، وإثر إنخفاض أسعار الأوراق المالية ببورصة هونج كونج تم غلقها لمدة أسبوع لتجنب المزيد من الهبوط في الأسعار، ولكن بمجرد فتحها من جديد عاودت الأسعار في الإنخفاض بشكل كبير ، و قد ساهمت البنوك بمبلغ 4 مليارات دولار لخروج البورصة من أزمتها وهذا بمساعدة كل من الحكومة و بنك الصين .

_ أما اليابان فقد طلبت الحكومة اليابانية من المستثمرين اليابانيين دعم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو، و حتى يمولوا مشترياتهم عمد المستثمرون إلى بيع أوراق مالية بحوزتهم في دول أخرى لزيادة السيولة و تدعيم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو لتخلص من الأزمة .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

3_ أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

يرى المحللين أن إنهيار أكثر من ثماني دول كانت تتجه بسرعة نحو الصدارة الإقتصادية في فترة زمنية قصيرة لم يكن لأسباب إقتصادية و إنما كان لعوامل سياسية ويمكن توضيح كيفية حدوث هذه الأزمة من خلال عاملين أساسيين :

- بنية إقتصاديات دول جنوب شرق آسيا (تايلاند، الفلبين ، ماليزيا، تاوان، إندونيسيا، كوريا الجنوبية) ، حيث إعتد نظامها المالي و الإقتصادي على التوسع في القروض من بنوك داخلية و أجنبية و بمعدلات فائدة مرتفعة و لأجل قصير دون النظر إلى دراسات الجدوى للمنتجات التي تستثمر فيها تلك القروض، و عندما تواجه تلك الشركات كساد في أسواقها الخارجية فإنها تعجز على سداد ديونه فتلجأ للمزيد من الإقتراض .

_ قيام المضاربون الرأسماليون بشراء كميات هائلة من العملات و الأسهم من أسواق تلك الدول، ممهدين لذلك بعمليات الإصلاح الاقتصادي و المالي، التي قامت به حكومات تلك الدول الآسيوية تحت ضغوط خارجية خاصة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية و البنك الدولي، و صندوق النقد الدولي، و لقد أدى تحرير التجارة من قيود الإستيراد و من الرسوم و الجمارك و كذلك إزالة كل القيود على حركة رؤوس الأموال الأجنبية و تحرير سعر الصرف للعملات المحلية إلى تحرير كامل للإقتصاد، إضافة لذلك أخذ تلك الدول بمبدأ الشفافية في نشر كل المعلومات المتعلقة بحركة أسعار الأسهم و العملات ما أتاح الفرصة أمام المضاربين في نيويورك لدخول تلك الأسواق شراء وبيعاً و المضاربة في العملات و الأسهم مما حقق لهم الكثير من الأرباح على حساب المضاربين المحليين ، فخسرت تلك الدول على مدى أسابيع قليلة مئات المليارات من الدولارات .

3-1-أسباب الأزمة :

تتمثل أهم أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا في ما يلي :

_ إختلال التوازن بين وفرة المدخرات وإنخفاض فرص الإستثمار المنتج ، بسبب إتباع دول جنوب شرق آسيا سياسات إقتصادية تشجع على الإدخار مع الإنخفاض في الطلب المحلي و الإعتماد بشكل كبير على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الإقتصادي .

_ عدم قدرة المؤسسات المالية و الإقتصادية لتلك الدول على التحكم في رؤوس الأموال المتدفقة و على إستثمارها بما يتلائم و صالح إقتصادياتها ، كما أدى تدفق الأموال إلى هذه الدول إلى إرتفاع معدلات الإستثمار

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

حيث بلغ حوالي 40 % من الناتج المحلي الإجمالي في البعض منها. الأمر الذي نتج عنه التساهل في منح الائتمان دون أي ضوابط .

_ ضعف نظام سعر الصرف ، إتمدت دول جنوب شرق آسيا لفترة زمنية طويلة على نظام سعر صرف ثابت، يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي لإعتقادهم أنه سيحافظ لهم على تنافسية صادراتهم كما سهل مهمة المضاربين وعملية إقتراض المؤسسات المحلية من الخارج دون الأخذبعين الإعتبار مخاطر سعر الصرف، ونجم عن ذلك عجز في ميزان المدفوعات بسبب إرتفاع سعر صرف الدولار، ما أدى إلى إنخفاض الصادرات .

_ تراجع حجم الإستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية ، وذلك إثر سحب المستثمرون الأجانب أموالهم من دول جنوب شرق آسيا فإنخفضت معدلات التدفقات المالية إليها فحدث إنخفاض شديد و مفاجئ في التدفقات المالية القصيرة الأجل أو ما يعرف بالأموال الساخنة .

_ المضاربة و فرع و خوف المستثمرين ، مآدى إلى إرتفاع الضغوط على أسعار كل من العملات و الأوراق المالية المتداولة في البورصات .

3_2_ آثار الأزمة الآسيوية :

شملت الأزمة العديد من الأسواق المالية و إقتصاديات الكثير من الدول على المستويين الإقليمي و الدولي و قد إختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى ، إلا أن دول جنوب شرق آسيا الخمس (تايلاندا، ماليزيا، كوريا، الفلبين) أكثر تأثرا بالأزمة من غيرهم، وفيما يلي أهم النتائج و الآثار المترتبة عنها¹ :

_ إفلاس و إنهيار الكثير من المصارف و الشركات مما نتج عنه إرتفاع في نسبة البطالة و التضخم .

_ حدوث إنسحاب مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية و التي كانت قد ساهمت في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال فترة ما قبل الأزمة .

_ خسرت أسواق المال للدول الخمس ما لا يقل عن 600 مليار دولار ، كما نتج عن الأزمة إنخفاض شديد في القيم حيث خسرت أسواق الأسهم حوالي 60 % من قيمتها في المتوسط خلال الفترة 1997_1998 .

¹ زكرياء سلامة عيسى شنطاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 176

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

_ إسراع الكثير من المستثمرين لبيع عدد كبير من الأوراق المالية التي بحوزتهم لتفادي المزيد من الخسائر، خوفا من تدهور إقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، ما أدى إلى زيادة تدني قيمة الأسهم في أسواق المال .

- إنخفضت العملة الماليزية (الرينجت) إلى أقل سعر له منذ 24 عاما بعد الإنخفاض و الإضطراب الذي أصاب أسعار الأسهم في البورصة الماليزية، إنخفض معدل النمو في صادرات السلع التايلندية بصورة حادة من 2,22 % سنة 1994 إلى 0,1 % سنة 1996¹ .

_ تدني قيمة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية و الأسواق الناشئة، الأمر الذي أعاق تطوير الأسواق المالية و القطاعات المصرفية التي من المفروض أن تؤدي دورا مهما في الوساطة لتوفير الموارد المالية اللازمة للقيام بمزيد من الإصلاحات و إعادة الهيكلة و جذب إستثمارات جديدة .

- تباطؤ في معدلات النمو الإقتصادي وتدهور الناتج المحلي الإجمالي، وتفاقم المديونية للخارج بدول الأزمة مع زيادة في عجز الحسابات الجارية و موازين المدفوعات، حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180 % من حجم إجمالي الناتج المحلي لها².

وقد تدخلت المؤسسات الدولية و بصفة خاصة صندوق النقد الدولين فتم طرح مجموعة من السياسات لإنقاذ الوضع، شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الإقتصادي و الهيكلي ، كما حدث في أندونيسيا و كوريا الجنوبية و دول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت تلك الإجراءات و إعتمدت للخروج من الأزمة على برنامج علاج وطني 100 % دون أية مساعدة من المؤسسات الدولية .

4_ أزمة فقاعة الأنترنت سنة 2000 :

مع بداية القرن الحادي و العشرين شهدت أسواق المال الأمريكية ثلاث أزمات كما يلي : أبريل سنة 2000 و مارس سنة 2001 ، و 11 سبتمبر سنة 2011 .

حيث سجلت سنة 2000 بداية إنفجار فقاعة الأنترنت أدت إلى إنهيار أسعار الأسهم الأمريكية حيث تركز الهبوط الحاد في أسهم ما يسمى بالإقتصاد الجديد ، أو أسهم شركات التكنولوجيا المتطورة و من العوامل التي ساهمت في حدوث الازمة مايلي :

¹ ضياء مجيد الموسوي (2013)، عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، ص ص 58-59 .
² يوسف عبد الله القصير (2011)، الأزمة المالية بين الماضي و الحاضر ، ط1 ، الناشر المؤلف ، الإمارات العربية المتحدة ، ص 48

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

_ إنتشار معلومات غير سارة عن نتائج نشاط بعض الشركات الكبيرة الرائدة في قطاع التكنولوجيا و ذلك في مارس سنة 2000 .

_ المضاربات و إرتفاع أسعار الأسهم بشكل مبلغ فيه و خاصة أسهم شركات التكنولوجيا و المعلوماتية بهدف جني أكبر قدر من الأرباح .

_ صدور قرار في شهر أبريل من سنة 2000 بإدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة إحتكارية ما قد يؤثر على وضعها في المستقبل ، الأمر الذي ألحق بها خسائر كبيرة وصلت إلى مليار دولار، وكان له تأثير على أسعار الأسهم التكنولوجية في أسواق المال الأمريكية و غيرها من أسواق المال العالمية.

فقد وصل مؤشر ناسداك الذي يضم أقوى الشركات التقنية إلى مستوى قياسي 5048,62 نقطة في 10 مارس، قبل أن يفقد 27 % في أول أسبوعين من شهر أبريل¹.

_ إن إرتفاع عدد شركات الكمبيوتر و تراجع أرباحها ومع الإرتفاع في مستويات الإستهلاك أدى ذلك إلى إنخفاض أسعار الأسهم الأمريكية إلى أقل من أدنى مستوى له خلال عامين و هذا نتيجة لتدهور أسعار أسهم شركات التكنولوجيا في شهر ماس 2001 .

- شهدت مؤشرات البورصات العالمية الرئيسية هبوطا بطيئا دام حوالي 3 سنوات ، حتى مارس سنة 2003 ، فقد إنخفض مؤشر كاك 40 الفرنسي من مستواه القياسي 6945 نقطة إلى أقل من 2401 نقطة في 12 مارس سنة 2003، مسجلا نسبة هبوط 65 % في 3 سنوات، وقد زادت أحداث 11 سبتمبر 2001 من

الأزمة بعد أن أغلقت لمدة أسبوع كامل استأنفت بورصة نيويورك نشاطها منخفضة ب 7,3 % و هو أكبر إنخفاض في تاريخ مؤشر داو جونز بعدد النقاط، إذ فقد المؤشر 384,81 نقطة².

و سوف نتطرق للأزمة المالية لسنة 2008 بكثير من التوضيح .

¹ يوسف عبد الله القصير ، مرجع سبق ذكره، ص 49

²، يوسف عبد الله القصير ، مرجع سبق ذكره، ص 49

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المطلب الثاني : الأزمة المالية العالمية لسنة 2008

أولاً_ تعريف : بدأت الأزمة المالية العالمية بإنفجار الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة سنة 2008، و امتدت بعد ذلك قطاعيا لتصل إلى القطاع المالي، ثم إلى القطاع الحقيقي لتؤدي إلى الركود الإقتصادي خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا، لتنتقل فيما بعد تأثيراتها على بقية دول العالم بدرجات متفاوتة .

ثانياً_ أسباب حدوث الأزمة :

توجد مجموعة متشابهة من الأسباب التي ساهمت في حدوث الأزمة و من بين تلك الأسباب و العوامل ما يلي¹ :

1_ انخفاض أسعار الفائدة في الولايات المتحدة لفترة طويلة (2001_ 2006) :

إن جذور الأزمة المالية العالمية تعود إلى السنوات 2000_2001 ، حيث كانت مختلف التوقعات في بداية سنة 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية تشير إلى وجود احتمالات كبيرة لحدوث ركود إقتصادي ، نتيجة للتراجع الذي حصل في قطاع تكنولوجيا المعلومات ونتيجة لانخفاض الطلب في هذا القطاع حدثت فقاعة الأسعار فيه و إنهارت على إثرها أسعار أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات و الأنترنت في الولايات المتحدة الأمريكية ، وقد إزداد الوضع سوءا بعد أحداث 11 سبتمبر 2001 إذ واجهت على إثرها الولايات المتحدة الأمريكية تباطؤا كبيرا في النمو، حيث إنخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3,7 % سنة 2000 إلى 0,8 % سنة 2001 .

و إستجابة لتوقعات الإقتصاديين و توقعات البنك الأمريكي لإحتمال حدوث ركود إقتصادي سنة 2001 خفض بنك الإحتياطي الفيدرالي أسعار فائدة الإقتراض بين البنوك أكثر من عشر مرات خلال سنة 2001، ليتغير من 6% إلى 1,75 % خلال نفس السنة ، ووفقا لذلك إنخفضت أسعار الفائدة السوقية إستجابة لإنخفاض سعر الفائدة الرسمي .

ولكن إبتداء من سنة 2004 إنعكس الإتجاه بسبب ضغوطات تضخمية حيث قام البنك الفدرالي الأمريكي بزيادة متتالية في معدلات الفائدة الرئيسية التي إنتقلت من 1% إلى 5,25 %² .

¹ عدلي شحادة قندح ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 17_26

² Ghassen Bouslama, Christophe Bouteiller ,op,cit, p12

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

2_ تحول الإستثمار و الإنفاق لصالح القطاع العقاري و الإسكاني :

ساهم الإنخفاض الكبير في أسعار الفائدة و إنفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات في حدوث تحول و اضح للإستثمار في قطاع السكن و العقار حيث تم تخفيض سعر الإقتراض إلى 1% إبتداء من سنة 2001¹. وهذا نتيجة لتدهور معدلات العائد على الإستثمار في القطاعات البديلة ، فحدث إرتفاع كبير في حجم الطلب على العقارات أدى إلى إرتفاع أسعار المنازل بنسب تجاوزت 100% خلال الفترة 2001-2003 .

3_ تقديم قروض مرتفعة المخاطر :

إن حالة الإزدهار و الإنتعاش في سوق العقار أحدث تفاوتاً لدى المستثمرين و الشركات العقارية، شجعت الجهات المقرضة على المخاطر تخفيض معايير الإقراض و تقديم قروض لأشخاص ذوي المخاطر المرتفعة و الدخول المحدودة ، وأشارت الدراسات أن حوالي 90 % من القروض المقدمة على أساس الدخل المعلن تم المبالغة فيها بأكثر من 50 % و تشير تقارير الإحتيال العقاري إلى أن النسبة إرتفعت بحوالي 1411% بين عامي 1997 و 2005 ، وبذلك زادت نسبة المقترضين ذوي المخاطر العالية ، ومن العوامل التي ساهمت في تقديم قروض مرتفعة المخاطر ما يلي :

_ سياسة الإسكان المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية و التي أعطت الأولوية لإسكان التملك و ذلك من خلال توفير المزيد من التمويل اللازم بالإضافة لتقديم حوافز ضريبية للمقترضين.

_ تتمثل المنافع التي يحصل عليها الشخص الذي يحصل على قرض إسكان هو إقتطاع الفوائد المدفوعة على قرض الإسكان من الدخل الخاضع للضريبة .

_ إن تحرير النظام المالي و توفير أساليب حديثة لإدارة مخاطر الإئتمان بالإضافة إلى الجهود التي أتبعت في عقد الثمانينات لتخفيف عمليات التمييز العنصري و الإقتصادي في الإقراض ، عوامل شجعت الشركات العقارية على منح القروض لذوي المخاطر العالية .

¹ خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر (2009)، الأزمة المالية الدولية و إنعكاساتها على أسواق المال و الإقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط2 ، عمان ، الأردن ، ص 52 .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

و بذلك أقدمت البنوك و جهات الإقراض بأمريكا على منح قروض عالية المخاطر و قد شجعها على هذا إزدهار سوق العقار سنة 2001_ 2006 فقامت بمنح المقترضين قروض بدون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة مرتفع لتعظيم الربحية و بلغت جملة القروض المصرفية للقطاع العقاري 22 تريليون دولار أمريكي¹ .

4_ إرتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة :

تعتمد العاملين في القطاع العقاري إخفاء حقيقة إرتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة فزاد حجم القروض العقارية خلال السنوات 2001 – 2003، إلا أنه تراجع بعد ذلك نتيجة لإرتفاع عدد القروض المتعثرة التي تم توريقها و بيعها في الأسواق المالية .

و بسبب الضغوط التضخمية التي عانت منها الولايات المتحدة الأمريكية في تلك الفترة، إرتفعت أسعار الفائدة فتضاعفت مشكلة القروض العقارية التي أثقلت كاهل المقترضين من ذوي الدخل الضعيفة و المخاطر العالية و أصبحوا غير قادرين على السداد .

فقد إرتفعت حصة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المعروفة بالبالون balloon سنة 2006 لتصل نسبتها من إجمالي القروض مرتفعة المخاطر إلى 25,2 % مقابل 0,8 % سنة 2003 ، و هذه القروض تتطلب عادة دفع دفعة كبيرة في نهاية مدة القرض .

5 _ إرتفاع كل من حالات التخلف عن السداد و حالات الحجز عن الرهونات العقارية :

ظهر إرتفاع ملحوظ في حالات التأخر عن السداد لمختلف أنواع القروض العقارية و قد صاحب ذلك إرتفاع في حالات الحجز على الرهونات خلال سنوات 2007 _ 2008 حيث بلغت النسبة ما بين 16% إلى 20% لكافة أنواع القروض و نتج عن ذلك تعرض الشركات العقارية لخسائر كبيرة .

6 - حدوث إنفجار لفقاعة أسعار العقار :

بإرتفاع حالات التخلف عن السداد بدأت أسعار العقار في الانخفاض السريع و الذي صاحبه إنتعاش في عملية بناء منازل جديدة فحدث فائض في العرض إستمر إلى غاية سنة 2008 فإرتفاع العرض و إنخفاض في الطلب أدى إلى إنهيار الأسعار، ونظرا لأن القروض العقارية بطبيعتها طويلة الأجل في حين أن مصادر أموال البنوك

¹ أحمد يوسف دودين(2011)، تداعيات الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الأردني، المؤتمر الدولي الثاني لجامعة الاميرة سمية للتكنولوجيا حول الأزمة المالية العالمية...دوروس الأمس و تحديات المستقبل، عمان ، الأردن ، بتاريخ 17_18 جويلية 2011، ص 13

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

و المؤسسات المالية قصيرة الأجل فإن المخاطر الناجمة عن عدم التطابق ما بين آجال الإستحقاق تحد من عدد القروض العقارية التي يمكن للمؤسسات المالية الإحتفاظ بها في ميزانياتها إلا أن لا تحد من حجم القروض التي يمكن أن تصدرها إذا كان بإمكانها بيعها لمستثمرين آخرين و من هنا ظهرت عمليات تسديد أو توريق الديون .

7- تسديد الديون العقارية وبيعها في الأسواق المالية (Securitization) :

إستخدمت الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية أدوات الهندسة المالية الجديدة ، حيث قامت ببيع الديون العقارية المرهونة بالعقار و غيرها من القروض المتعثرة الشبيهة على شكل

سندات مرهونة بالعقار لبنوك إستثمار ومؤسسات مالية أخرى محلية و أجنبية، فقد وصلت خلال الفترة 2001_2006 نسبة قروض عالية المخاطر التي تم تحويلها إلى سندات و بيعت للمستثمرين في الأسواق المالية حوالي 80 % . و أعتبرت عملية التوريق بمثابة تأمين للشركات العقارية حتى تشاركها بنوك أخرى في تحمل مخاطر العقارية .

8 - قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا :

قامت وكالات التصنيف الائتماني Ceridit Rating Agencies بمنح السندات العقارية مرتفعة المخاطرة و التي تم اقتناؤها من قبل بنوك قوية مثل ليمان براذرز (Lehman Brothers) تصنيفا مرتفعا آمنا (AAA) ، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية . فقد سجل العديد من البنوك و المؤسسات المالية حول العالم خسائر كبيرة بمليارات الدولارات نتيجة لإمتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار ، كما واجهت شركات التأمين و أبرزها شركة التأمين العالمية (AIG)

خسائر كبيرة لكونها كانت تؤمن أعدادا ضخمة من القروض العقارية، فظهرت مشكلة السيولة في الأسواق المصرفية و لم تعد بإستطاعة البنوك تجميع التمويل الكافي فلجأت إلى بيع بعض أصولها و أحدث هذا إنخفاضا إضافيا من أسعار العقارات ، كما تسارعت الإنخفاضات في أسعار أسهم تلك البنوك نتيجة لقيام المتعاملين في البورصة بعمليات بيع كثيرة لأسهم تلك البنوك و أصبح من الصعب تجميع التمويل من أسواق الأسهم ، هذه العوامل تسببت في إنخفاض و تراجع الإقتصاد الحقيقي ، فتراجع الإنفاق الإستثماري و الإستهلاكي يعني أن الإقتصاديات الرئيسية تواجه ركودا وكسادا .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية الإقتصادية العالمية :

إن تداعيات هذه الأزمة لم تتوقف في مكان نشوئها في الولايات المتحدة الأمريكية بل إمتدت إلى كل أنحاء العالم وتسببت في العديد من الخسائر و التي تباينت تداعياتها في أشكال متعددة على كل من الإقتصاد الأمريكي ثم على الإقتصاد العالمي وأخيرا على الإقتصاديات العربية كما يلي:

أولاً- تداعيات الأزمة على الإقتصاد الأمريكي :

سنتعرض لتأثيرات الأزمة على الإقتصاد الأمريكي بإعتباره الإقتصاد الأقوى عالمياً، و أنه الإقتصاد الذي بدأت الأزمة منه و بتأثره سيتأثر الإقتصاد العالمي ، فقد فاقمت الأزمة من مشاكل الإقتصاد الأمريكي الذي كان يعاني منذ سنوات من النمو المتباطئ نتيجة العجز التجاري، وظهرت أعراض الأزمة على كافة مؤشرات الإقتصاد الكلي كما يلي :

_ تزايد تباطؤ نمو الإقتصاد الأمريكي منذ جانفي 2007 ، فنتيجة لارتفاع أسعار السلع و المواد الأولية و الطاقة شهدت قطاعات الإسكان و التصنيع و عمليات الإستثمار ضعفا في أنشطتها .

_ إرتفاع حجم المديونية ليصل حسب إحصائيات وزارة الخزانة الأمريكية إلى 32 تريليون دولار فقد إرتفعت الديون الحكومية لتمثل حوالي 64 % من الناتج المحلي الإجمالي، وإرتفاع في مديونية الشركات لتصل إلى حوالي 18,4 تريليون دولار، إلى جانب حوالي 9,2 تريليون دولار ديون على الأفراد نتيجة التمويل العقاري .

- تفاقم العجز في الميزانية ، حيث أصبح يمثل خلال الربع الأول من سنة 2008 حوالي 2,9 % من الناتج المحلي الإجمالي ، مع التوقع بإرتفاع عجز الميزانية في نهاية سنة 2008 من حوالي 155 مليار دولار إلى حوالي 258 مليار دولار هذا بدون تكاليف خطة الإنعاش الإقتصادي التي تمثل 163 مليار دولار سنة 2007 .

_ إرتفاع معدلات التضخم التي زادت عن 4,2 % ، بالإضافة لارتفاع معدلات البطالة إلى 5,1 %، ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الإقتصاد الأمريكي أكثر من نصف مليون شخص بسبب أزمة الرهن العقاري حتى ماي 2008. وهذا ما رفع معدل البطالة إلى 6,7 % أي أعلى معدل لها منذ 15 عاما وذلك حسب إحصائيات وزارة العمل الأمريكية ، كما توقع البنك الفدرالي الأمريكي أن معدل البطالة سيرتفع إلى 7,5 % خلال سنة 2009 ، وقد أعلنت العديد من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية عن إلغاء الوظائف وهذا يوضح مدى خطورة الوضع في سوق العمل ، حيث قام بنك ميريل لينش وهو من أكبر البنوك الأمريكية بالإستغناء عن

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

خدمات 4000 موظف في سنة 2008 ، كما إستغنت مجموعة سيتي غروب الأمريكية عن خدمات 73000 عامل في سنة 2008 و غسقر عدد العمال العاملين في هذه المجموعة في ن

هاية سنة 2007 عند 300 ألف عامل في فروعها المنتشرة في أنحاء العالم و البالغ عددها 12 ألف فرع¹ .

- تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50 % ، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح مقتصرًا على سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي قدر ب 60 مليون دولار في تلك الفترة .

- إنخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ سنة 1992 ، نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك و مؤشر الطلب على الإستهلاك إلى أدنى قيمة له ما منذ أكتوبر 2001 ، كما إنخفض معدل إستخدام الطاقة الإنتاجية لأدنى مستوى له.

_ تراجع مستمر في قيمة الدولار وذلك لعدة أسباب من ضمنها العجز المستمر في الميزان التجاري الأمريكي و المقترن بتدهور سعر صرف الدولار على المدى الطويل ، ففي الفترة ما بين 1999 و 2006 تراجع نصيب الدولار من الإحتياطيات الدولية من 71 % إلى 66% و لقد كان مصدر هذا التتويج دول اللأوبك التي إحتياطياتها بالدولار من 75 % في الربع الثالث من سنة 2001 إلى 61,5 % سنة 2004² ، ففي النصف الأول من عام 2008 إتجه الإقتصاد الأمريكي نحو الركود و كان المستثمرون بالدولار الأمريكي غير متفائلين مما جعلهم يبتعدون عن العملة الأساسية للإحتياطي في العالم ، وإنخفضت قيمة الدولار إلى أدنى مستوياتها مقابل اليورو و الجنيه الإسترليني ونتيجة لذلك إرتفع سعر الذهب إلى أكثر من 1000 دولار للأونصة الواحدة عندما تجنب المستثمرون الدولار ليشترؤ الذهب ، و قام بنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بضخ الاموال في الإقتصاد فزاد عرض الدولار عن الطلب عليه مما أدى إلى إنخفاض قيمته التي كانت في وضع سيئ ، كما سحب المستثمرون اليابانيون و غيرهم أموالهم من الإقتصاد الأمريكي و هذا ما أدى إلى إرتفاع سعر الين الياباني مقابل الدولار ، فقد تدهور الدولار أمام اليورو بحيث تجاوز اليورو 1,5 دولار سنة 2008 بعد أن كان يساوي 13 سنتا سنة 2000 و هذا لأول مرة منذ صدور اليورو ، ما زاد من الشك على أن الدولار سيكون قادرا على الإستمرار في القيام بدور العملة الرئيسية في المدفوعات الدولية .

_ أما فيما يتعلق بعملية ضخ الأموال التي تقوم بها الحكومة الأمريكية في المؤسسات المالية و الإقتصادية فهي عبارة عن إصدار نقود لا يوازيه زيادة في حجم السلع و الخدمات و هذا بدوره يؤدي إلى الزيادة في الآثار

¹ علي عبد الفتاح شرارة، مرجع سبق ذكره ص 133

² خالد أمين عبد الله ، محمد أحمد صقر ، مرجع سبق ذكره ، 57

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

التضخمية و تراجع في القدرة الشرائية للدولار مما يعرض الإقتصاد الأمريكي إلى لآثار التضخم التي ستتبعس سلبا على الإدخار و الإستثمار و الإنتاج و التشغيل.

- تراجعت عمليات بناء المساكن بنسبة 50,6 % لتصل إلى 1,065 مليون وحدة سنويا، مقارنة بالمعدل السنوي المسجل و هو 1,071 مليون وحدة ، كما تراجع عدد تصاريح البناء إلى 978 ألف وحدة مقابل 1,61 مليون وحدة و تراجعت أسعار المساكن بحوالي 10 % .

- إنخفاض أرباح البنوك الأمريكية وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكن من تحصيلها ، و إعلان إنهيان الكثير من صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك بسبب القروض الرديئة، بالإضافة لحدوث عمليات بيع و إستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جدا، بعد التراجع الكبير في أسعار أسهم العديد من المصارف .

ثانيا- آثار الأزمة على الإقتصاد العالمي :

إن أزمة النظام المالي العالمي التي حدثت بسبب الرهن العقاري لم ينجو منها أي دولة في العالم، و طالت تداعياتها إقتصاديات جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة وظهرت تلك التداعيات بوضوح كما يلي¹ :

- أدت الأزمة إلى شطب حوالي 25 بنكا من البنوك الكبرى في العالم لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها ، نتيجة إنخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2007، مما إنعكس على السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى حوالي 400 مليار دولار بنهاية هذا العام .

- تراجع التوقعات بشأن النمو في الإقتصاد العالمي سنة 2008 ليصل إلى حوالي 1,5 % ، ويراه البعض نمو راجع لنمو 2007، و أنه لن يكون هناك نمو فعلي في سنة 2008 .

- واجه العدد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا و أوروبا خسائر كثيرة من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى إنتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الإئتمان في العديد من دول العالم ما أدى بالبنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة .

¹ إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 232

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- إفلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية بسبب نقص السيولة و إرتفاع مسحوبات المودعين، دفع بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إلى إنقاذ ما يمكن إنقاذه، كما بدأت بعض البنوك في تنفيذ الرهونات .

_ إتجاه المواطنين إلى الإكتناز خوفا على ضياع أموالهم في البنوك و المؤسسات المالية و هذا ما أدى إلى كساد إقتصادي أدى إلى إفلاس بعض الشركات التي كانت تعتمد على صيغة التمويل بالقروض أو التوقف في بعض خطوطها الإنتاجية، وهذا بسبب إحجام المواطنين عن الإيداع نتيجة إنعدام الثقة، الأمر الذي أدى إلى نقص السيولة في البنوك و عدم قدرتها على القيام بنشاطها التمويلي .

- فقدان المقترضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب الديون و أصبحوا من المتشردين و اللاجئين.

- قيام بعض الدول إلى فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في ميزانياتها بسبب إرتفاع ميزانية الدعم و تقديم المساعدات للشركات و البنوك المتعثرة بسبب الأزمة .

- تراجع التجارة العالمية بنسبة 201% خلال سنة 2009 للمرة الأولى منذ سنة 1981 و الذعر و الخوف الذي أصاب الجميع من الأفراد و المؤسسات الإقتصادية و المالية خوف بفعل التغيرات في حالة السوق .

_ إمتدت الأزمة إلى دول كثيرة من العالم و أصبحت تعاني من الأزمة ومن المحتمل أن تكون في حال أسوأ من الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة دول الإتحاد الأوروبي، التي شهدت تراجع في أسعار العقارات و خاصة في إسبانيا كما تراجع معدل النمو، و قد حذر وزراء مالية منطقة اليورو و البنك المركزي الأوروبي من إرتفاع معدل التضخم، و التي وصلت توقعات منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية إلى 3,4 % سنة 2008 ، نتيجة لإقتران إرتفاع في أسعار النفط و المواد الغذائية مع التباطؤ الإقتصادي و إنخفاض ثقة المستهلكين .و الجدول الموالي يوضح ذلك :

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

جدول رقم (3_3) : توقعات منظمة التعاون الإقتصادي بشأن تداعيات الأزمة على الإقتصاد العالمي :

البلد	الناتج المحلي الإجمالي %		معدل البطالة %		معدل التضخم %	
	2009	2008	2009	2008	2009	2008
الولايات المتحدة	1,4	-0,9	5,7	7,3	4,3	1,6
منطقة اليورو	1	-0,6	7,4	8,6	3,4	1,4
ألمانيا	1,4	-0,8	7,4	8,1	2,9	1,1
فرنسا	0,9	-0,4	7,3	8,2	3,3	1
بريطانيا	0,8	-1,1	5,5	6,8	3,7	2,7
إسبانيا	1,3	-0,9	10,9	14,2	4,4	1,8
إيطاليا	-0,4	-1	6,9	7,8	3,5	1,5
اليابان	0,5	-0,1	4,1	4,4	1,4	1,8

المصدر: علي عبد الفتاح أبو شرارة (2011)، الأزمة المالية الإقتصادية العالمية الراهنة، أحداثها، أسبابها، تداعياتها، إجراءاتها، ط1، الطبع للمؤلف، ص135

__ من خلال الجدول رقم (3_3) نلاحظ أن أوروبا عانت من إرتفاع معدلات البطالة، حيث حسب توقعات منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية فإن معدل البطالة في منطقة اليورو يرتفع من 7,4% في سنة 2008 إلى 8,6% سنة 2009 وذلك بسبب قيام الشركات بتخفيض النفقات من خلال إلغاء الوظائف، ففي إسبانيا إرتفع معدل البطالة من 12,8% سنة 2008 إلى 14,2% سنة 2009 ، كما شهدت فرنسا زيادة في معد البطالة الذي إنتقل من 7,3% سنة 2008 إلى 8,2% سنة 2009 ونفس الوضع في باقي البلدان الإتحاد الأوروبي .

__ أما بريطانيا و التي تقع خارج الإتحاد الأوروبي و رغم الخطط التي تبنتها لإحلال الإستقرار في الأسواق المالية إلا أن معدل البطالة إرتفع من 5,5% سنة 2008 إلى 6,8% سنة 2009 .

__ أثرت الأزمة على الشركات الأوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تحملت شركة "بي إم دابليو" لصناعة السيارات خسائر بقيمة 236 مليون دولار نتيجة تزايد الديون المعدومة ، و إتبع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات أخرى كالصناعة الأدوية و كذلك قطاع البناء .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ـ شملت الأزمة الإقتصاد الياباني الذي عرف تراجعاً في النمو الإقتصادي و عدم الإستقرار في أسواق الأسهم، مما دفع البنك المركزي إلى للإبقاء على معدل الفائدة منخفضاً عند 0,5 %، وتراجعت مبيعات الشركات المصدرة نتيجة لانخفاض الدولار ، وعرفت المصانع إنخفاض في معدلات الإنتاج بـ 3,1 %، إمتد تأثير الأزمة لصين و الهند حيث تصدر الصين ما قدره 21 % من صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية¹ .

ـ و إثر هذه التداعيات تبنت البنوك المركزية في معظم دول العالم و في مقدمتها البنك المركزي الأمريكي سياسة تتمثل في توفير السيولة من خلال ضخ أموال في الأسواق أو من خلال تخفيض سعر الفائدة ، وقد ركزت خطة الإنعاش الإقتصادي الأمريكي على ضخ 700 مليار دولار من السيولة في شرايين الإقتصاد الأمريكي، كما تم خفض أسعار الفائدة إلى 8 مرات منذ بداية الأزمة، إضافة لتخفيضات الضريبة التي تصل إلى 145 مليار دولار لتشجيع الإنفاق الاستهلاكي².

وقد قامت البنوك الأوروبية و الآسيوية بإجراءات مماثلة في محاولة منها لتخفيف من حدة الأزمة ، حيث خفض البنك المركزي الأوروبي في نهاية 2008 معدل الفائدة 0,75 نقطة مئوية ليصبح معدل الفائدة 2 % وذلك من أجل إحتواء الإنكماش الذي يهدد إقتصاديات أوروبا وكبح إنخفاض التوظيف في النشاطات الإقتصادية المختلفة .

ثالثاً - تأثير الأزمة على الأسواق المالية العالمية :

تعتبر السوق المالي مرآة لما يحدث في العالم فإن الأسواق المالية العالمية شهدت تراجعاً ملموساً بفعل نشاط التداول إلا أن التراجع الذي شهدته بورصة عمان كان الأقل بين البورصات فعلى سبيل المثال بلغت نسبة التراجع في السوق السعودي 45 % ، السوق الكويتي 20 % ، السوق المصري 54 % ، السوق الأمريكي 40 % بينما سوق عمان سجل تراجعاً بنسبة 11 %³.

كما أدت الأزمة المالية لإيجاد نوع من عدم الإستقرار و التذبذب في الأسواق المالية العالمية، و إلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الإقتصاد و الإستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، و البحث عن إستثمارات آمنة في قطاعات أخرى، كما دفعت البعض منهم للمطالبة

¹ إبراهيم عبد الله الرؤوف محمد (2011)، تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الاقتصادية ، دراسة تحليلية مع التطبيق على جمهورية مصر العربية، ط1 ، دار الفكر و القانون للنشر و التوزيع ، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، ص 234

² المرجع نفسه ، ص 236

³ خالد أمين عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 74

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

بعلاوات لتعويضهم عن المخاطر تفوق ما تقدمه من الحكومات، إضافة لما أحاط بعمليات الإدماج و الإستحواذ من شكوك و غموض فيما يتعلق بالصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين¹.

أثرت أزمة الرهن العقاري على العديد من المؤسسات المالية كما أدت إلى سقوط أعداد من البنوك في أمريكا و أوروبا و العالم ككل و حدوث إنخفاض حاد في قيم الأوراق المالية المتداولة على مستوى البورصات، فقد حذر رئيس صندوق النقد الدولي من أن النظام المالي العالمي يقف على حافة الإنهيار .

فقد دفعت هذه الأزمة بشقيها المالي و الإقتصادي ببعض الدول إلى إغلاق أسواقها المالية، ففي أكتوبر 2008 أوقفت أندونيسيا التجارة في سوق الأسهم بعد إنخفاض في أسعارها بلغ 10% في يوم واحد، كما شهدت سنة 2008 مجموعة من الخسائر في البورصات ، فكانت بورصة لندن أقل البورصات خسارة و قدرت خسائرها 36 % و كانت أعلى الخسائر في بورصة موسكو حيث بلغت 81% ، ثم تأتي بعدها بورصة أثينا بخسائر تبلغ 66 % و قد إستمر هذا التراجع كذلك خلال سنة 2009 ، و يوضح الشكل الموالي تدهور نشاط البورصات العالمية خلال سنة 2009 .

الجدول رقم (3_4): تراجع نشاط البورصات العالمية سنة 2009

البورصات	نسبة التراجع %
لندن	33,90
مدريد	40,69
باريس	44,49
أمستردام	53,06
بروكسل	55, 36
أثينا	66 ,37
موسكو	71 ,40

المصدر :علي عبد الفتاح أبو شرار، ص 103

¹ إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد ، مرجع سبق ذكره ، ص 232

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

من خلال الجدول نلاحظ إستمرار تدهور نشاط أسواق الأوراق المالية في أغلب دول العالم سنة 2009 بعد تلك الإنهيارات التي عرفها نشاط أسواق الأوراق المالية سنة 2008، و يرجع إنخفاض أسعار أسهم البنوك و المؤسسات المالية الكبرى إلى فقدان الثقة بها .

و قد وصلت هذه الأوضاع قممتها في شهر سبتمبر عندما أعلن بنك الإستثمارات الأمريكي " ليمان براذرز " عن خسائر فادحة، و كان المحللون يعتبرونه من أقوى البنوك في العالم، و بعد يوم واحد من سقوط هذا البنك أعلن عن بيع بنك "ميريل لينش" و قامت الحكومة الأمريكية بتقديم الدعم المالي من خلال شراء الأسهم لبعض المؤسسات مثل "فاني ماني" و فريدي ماك¹.

في إنجلترا كانت أكبر نسبة هبوط في أسهم بنك إتش أو بي أو إس " حيث كانت تقدر ب 90,81 % و كذلك بنك رويال أوف سكوتلاند 88,8 % وفق مؤشر بورصة لندن .

أما في ألمانيا إنخفضت قيمة أسهم بنك البريد الألماني 77% و دويتشه بنك 71 % ، كما شهدت بورصة باريس خسائر كبيرة في أسهم عدد من الشركات الفرنسية كشركات صناعة السيارات من بينها شركة رينو التي قدرت خسائر أسهما ب 82 % و شركة بيجو 78 % ، بالإضافة إلى شركات أخرى أوروبية .

رابعا _ تراجع مؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم :

تحولت أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 إلى أزمة مالية وإقتصادية أدت لإنخفاض معدلات النمو الإقتصادي و إرتفاع عدد العاطلين عن العمل، و أثرت على العديد من بورصات العالم فنتج عنها إنخفاض حاد في مؤشرات التداول مع بداية سنة 2009 ، كما إنعكست الأوضاع المالية السيئة للبنوك على البورصات فواصلت مؤشراتنا في الإنخفاض، و بذلك إنخفضت أسعار أسهم العديد من الشركات و البنوك كما حملت في طياتها تدهور أسواق المال العالمية و فيما يلي أهم تلك الإنعكاسات على البورصات² :

أ - البورصات الأمريكية:

تأثرت أسواق الأوراق المالية الأمريكية بدرجة كبيرة مما أدى إلى إنخفاض و تدهور مؤشراتنا من بينها :

¹ علي عبد الفتاح أبو شرارة ، مرجع سبق ذكره، ص 103

² علي عبد الفتاح أبو شرارة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 106_107

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

_ انخفاض مؤشر ناسداك من 2300 نقطة التي حققها سنة 2007 إلى 1032 نقطة سنة 2009 .

_ انخفاض في مؤشر داوجونز من 12100 نقطة سنة 2008 إلى 7950 نقطة سنة 2009 .

- انخفاض مؤشر ستاندر أندبورز من 1300 نقطة سنة 2008 إلى 834 نقطة سنة 2009 .

ب_ البورصات الأوروبية :

من بين أهم البورصات الأوروبية تأثرا بالأزمة نجد مايلي :

_ انخفاض مؤشر بورصة لندن الرئيسي من 5700 نقطة سنة 2008 إلى 4200 نقطة في سنة 2009 .

_ انخفاض مؤشر بورصة ألمانيا من 6500 نقطة سنة 2008 إلى نقطة 4500 سنة 2009 .

_ انخفاض مؤشر البورصة الفرنسية كاك 40 من 4700 نقطة سنة 2008 إلى 3000 نقطة سنة 2009 .

ج _ البورصات الآسيوية :

كان تأثير الأزمة المالية عليها كمايلي :

_ انخفاض مؤشر بورصة اليابانية Nikkei 225 Stock Index من 13000 نقطة سنة 2008 إلى 7800 نقطة سنة 2009 .

_ انخفاض مؤشر البورصة الصينية Hang Seng Stock Index من 23000 نقطة سنة 2008 إلى 13600 نقطة سنة 2009 .

_ انخفاض مؤشر بورصة سنغافورة Straits Times Stock Index من 2900 نقطة سنة 2008 إلى 1650 نقطة سنة 2009 .

د _ **البورصات العربية :** شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تقلبات حادة إثر الأزمة المالية العالمية و خاصة في النصف الثاني من سنة 2008 حيث إنخفضت أحجام التداول و خسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية¹.

¹ صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد ، لسنة 2009 ، ص 130

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

يعتبر السوق المالي مرآة لما يحدث في العالم فالأسواق المالية العالمية شهدت تراجعاً ملموساً بفعل نشاط التداول وكذلك الأسواق الأوراق المالية العربية فقد بلغت نسبة التراجع في السوق السعودي 45 % ، السوق الكويتي 20 %، السوق المصري 54 % ، السوق الأمريكي 40 % بينما سوق عمان سجل تراجعاً بنسبة 11%¹.

- **البورصة المصرية :** إن الارتباط الوثيق بين البورصة المصرية بالبورصات الدولية أدى إلى إنتقال آثار الأزمة المالية إليها و تمثلت في تراجع أسعار الأسهم في البورصة المصرية إضافة لوجود عامل مدمر وراء هذا التأثير و هو إرتفاع نسبة التعاملات الاجنبية الدولية مع البورصة المصرية ، حيث كانت تمثل نحو 33,3 % من قيمة معاملات البورصة المصرية خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2008².

فقد إنخفض مؤشر البورصة المصرية من 12000 نقطة سنة 2008 إلى 3500 نقطة سنة 2009 ، وهذا يدل على تراجع البورصة المصرية في فترة أقل من سنة ب 80 % .

- **بورصة الإمارات :**

إنخفض مؤشر سوق دبي من 6000 نقطة إلى 1500 نقطة، أما سوق أبو ظبي فكان أقل حدة من سوق دبي حيث إنخفض مستوى المؤشر من مستوى 5000 نقطة إلى 2000 نقطة .

- **بورصة السعودية :**

إنخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي من حوالي 10000 نقطة حققها في سنة 2008 ليصل إلى 4130 نقطة سنة 2009³ .

فقد إنخفضت أسهم البورصة السعودية و هي أكبر البورصات العربية متأثرة بالأزمة المالية العالمية مثلها مثل جميع البورصات في العالم، و يبين الجدول الموالي أهم مؤشرات أداء الأسواق العربية إثر الأزمة المالية العالمية .

¹ خالد أمين عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 74

² صلاح الدين فهمي محمود، زينب صالح الأشوح (2010)، الأزمة الإقتصادية العالمية ، هيئة النيل العربية للنشر و التوزيع، مصر، ص 44

³ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ، العدد الثامن و الخمسون ، النشرة الفصلية لربع الثاني من سنة 2009 ، ص 28

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

جدول رقم (3- 5) : أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عامي 2008_ 2009

البورصات	معدل القيمة السوقية %		معدل الدوران %	
	2008	2009	2008	2009
سوق أبو ظبي	42,2	80,2	91,7	25,2
سوق دبي	54,3	51,06	131,7	78
سوق الأسهم السعودي	52,5	29,3	212,3	119
سوق الكويت للأوراق المالية	81,8	63,7	106,9	126,5
بورصة تونس	14,1	9,24	25,4	17,5
سوق الخرطوم	6,2	3,08	13,6	29,4
سوق الدوحة	74,9	87,9	62,9	30,8
بورصة بيروت	32,4	36,2	17,8	9,2
بورصة مصر	52,8	48,3	100,6	91,7
بورصة الأردن	179,1	139,3	80	40,3

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات من صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنتي 2009 و 2010 ، و بيانات البنك الدولي على الموقع: www.albankaldawli.org تم الإطلاع بتاريخ 2017/10/05

من خلال الجدول رقم (3_5) نلاحظ أن مؤشرات أداء البورصات العربية شهدت إنخفاضاً في سنة 2008 و هذا بالنظر لمعدلي القيمة السوقية و معدل دوران الاسهم في أغلب أسواق الأوراق المالية العربية، أما في سنة 2009 فقد كان أداء أسواق المال العربية متفاوتاً حيث واصلت أسواق الأوراق المالية العربية تراجعها الذي بدأتها خلال النصف الثاني من عام 2008، و مع بداية النصف الثاني من سنة 2009 بدأت هذه الأسواق تتعافى لتنتهي سنة 2009 على إرتفاع في مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية .

و يرجع المحللين الإقتصاديين الإنهيار المالي الذي ضرب الأسواق الأمريكية إلى إتخاذ إجراءات تؤدي إلى تحرير الأسواق من بعض القوانين و من بين هذه التدابير وقف إجراءات ضبط المشتقات المالية، و إلغاء الحواجز التنظيمية بين مصارف تجارية و أخرى إستثمارية، و منع تدخل الهيئات الرقابية لوقف القروض العشوائية .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

المبحث الثالث : دور الحوكمة في رفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية

إرتبطت حوكمة الشركات ارتباطاً وثيقاً بالأزمات المالية و الإقتصادية فغياب الحوكمة أعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و ما نتج عنها من إفلاس شركات و إنهيارات في أسواق المال.

المطلب الأول : حوكمة الشركات المفهوم والمبادئ

يقصد بمصطلح حوكمة الشركات بأسلوب ممارسة الإدارة الرشيدة و كان نتيجة القصور التي تضمنته القوانين و التشريعات التي تحكم قطاع الأعمال و الأنشطة التجارية، والتي نتج عنها إفلاس الكثير من الشركات الضخمة و ألقت بخسائر كبيرة على المساهمين و أصحاب رؤوس الاموال .

أولاً _ ماهية حوكمة الشركات

1: مفهوم الحوكمة

تعددت التعاريف المقدمة لحوكمة الشركات ومن بينها مايلي :

تعرفها منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية (OCDE) بأنها مجموعة من الأنظمة و الهياكل التنظيمية التي توضح مسؤوليات و واجبات مختلف مستويات الإدارة في المؤسسة و مجلس إدارتها و مساهميتها و الجهات ذات العلاقة التي لها إهتمام بالمؤسسة و ذلك للوصول إلى أهدافها و بشكل يسهل إيجاد عملية مراقبة فعالة و بالتالي المساعدة على إستغلال موارد المؤسسة بكفاءة و بشكل يحقق أقصى الأرباح ¹ .

_ أما مؤسسة التمويل الدولية IFC فقد عرفت الحوكمة بأنها النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات و التحكم في أعمالها ².

كما يضيف تقرير Cadbury عام 1992 حوكمة الشركات كما يلي : « يعتمد إقتصاد دولة ما على ريادة وكفاءة الشركات، وهكذا فإن الفاعلية التي تؤدي بها مجالس الإدارات لمسؤولياتها تحدد الوضع التنافسي للدولة وهذا هو جوهر أي نظام لحوكمة الشركات ».

وتواصل في جملة بسيطة ومحكمة « حوكمة الشركات هي نظام بمقتضاه تدار الشركات وتراقب » ¹.

¹ عبد الرحمن المجددان (2006)، حوكمة المؤسسات و إمكانية نجاحها في العراق، المجلة العربية للعلوم الإقتصادية و الإدارية، العدد 2 ،لبنان، ص16

² مصطفى يوسف ، مرجع سبق ذكره ص 301

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ويعرف الكاتب " Gabrielle Donovan " : « حوكمة الشركات هي السياسات الداخلية التي تشمل النظام و العمليات و الأشخاص ، والتي تخدم إحتياجات المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، من خلال توجيه ومراقبة أنشطة إدارة الأعمال الجيدة مع الموضوعية والمساءلة و النزاهة بالتشريعات ² ».

إن حوكمة الشركات، التي تحكمها القوانين والقواعد المحاسبية تحافظ من الناحية النظرية على مصالح أغلبية المساهمين والمديرين، بالإضافة إلى مصالح المقرضين (البنوك) ، والمساهمين الأقلية، والموظفين و الموردين والعملاء والشركاء الآخرين ³ .

وترتكز حوكمة الشركات على ثلاثة ركائز هي :

السلوك الأخلاقي : الإلتزام بأخلاقيات وقواعد السلوك المهني الرشيد والتوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالمؤسسة و الشفافية عند عرض المعلومات المالية .

الرقابة والمساءلة : من خلال تفعيل أدوار أصحاب المصالح كالهئات الرقابية العامة منها البورصة والبنك المركزي وأطراف رقابية مباشرة كالمساهمين .

إدارة المخاطر : من خلال وضع نظام لإدارة المخاطر و الإفصاح عن المخاطر و تبليغها إلى المستخدمين و أصحاب المصلحة ⁴ .

2_ مبادئ حوكمة الشركات :

أصدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) سنة 1999 مبادئ حوكمة الشركات والتي تمثل الأساس لتطبيق الحوكمة وتم إعادة صياغتها سنة 2004 وهي كما يلي ⁵ :

¹ طارق عبد العال حمادة (2005) ، حوكمة الشركات ، المبادئ ، التجارب ، تطبيقات الحوكمة في المصارف ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر، ص 09

² رضوان هاشم حمدون عثمان (2018) ، التنظيم القانوني لحوكمة الشركات في التشريعات العربية، ط1، مركز الدراسات العربية للنشر و التوزيع ، مصر، ص 24

³ Darine Bakkor (2013), Un essai de définition du concept de Gouvernance, laboratoire montepelliérain d'économie théorique et appliquée ,unité mixte de recherche, p 09 sur site web :

www.lameta.univ-montp1.fr/Documents/ES2013-05.pdf consulté le: 13/08/2017

⁴ طارق عبد العال حماد ، مرجع سبق ذكره ، ص 47

⁵ OECD Principles and Annotations on Corporate Governance , Organization for Cooperation and Economic Development , Arabic translation, pp 6-11 Sur le site web :

www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/35032070.pdf consuté le : 14 /08/2017

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

1_ الإطار العام :

ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات يضمن تعزيز شفافية الأسواق وكفاءتها كما يجب أن يكون متناسقا مع أحكام القانون وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات بين الهيئات المسؤولة عن رصد النصوص و تطبيقها .

2_ حفظ حقوق المساهمين :

توفير حماية للمساهمين وتسهيل ممارسة حقوقهم ووظائفهم الرئيسية و التي تشمل نقل الملكية وإختيار مجلس الإدارة و الحصول على عائد من الأرباح ومراجعة القوائم المالية و المشاركة و التصويت في الإجتماعات العامة للمساهمين و الحصول على المعلومات الكافية عن قرارات المتعلقة بالتغيرات الأساسية في الشركة .

3_ توفير المعاملة المتكافئة للمساهمين :

المعاملة العادلة لجميع المساهمين بما في ذلك صغار المساهمين و المساهمين الأجانب، يجب أن يكون جميع المساهمين قادرين على الحصول على تعويض فعال عن أي إنتهاك لحقوقهم، ويعني المساواة بين حملة الأسهم وحقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية .

4_ دور أصحاب المصالح في أساليب ممارسة السلطات :

الاعتراف بحقوق أصحاب المصالح في الشركة التي يحددها القانون القائم أو الإتفاقات المتبادلة، كالبنوك والعاملين وحملة السندات و الموردين و العملاء، وتشمل إحترام حقوقهم القانونية و كذا تعزيز مشاركتهم في الرقابة على الشركة و حصولهم على المعلومات المطلوبة و تشجيع التعاون النشط بين الشركات و أصحاب المصلحة المختلفة لخلق الثروة و ضمان إستدامة الشركة سليمة ماليا .

5_ الإفصاح و الشفافية :

ضمان الإفصاح السليم عن المعلومات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي و النتائج و المسائل المتصلة بالشركة من بينها المركز المالي و الأداء و الملكية و أسلوب ممارسة السلطة، بطريقة عادلة بين المساهمين وأصحاب المصالح في الوقت المناسب .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

6_ مسؤوليات مجلس الإدارة :

تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة لضمان الإدارة الإستراتيجية للشركة و تشمل هيكل مجلس الإدارة و واجباتها القانونية وكيفية إختيار أعضائه و مهامه الأساسية، ودوره في الإشراف على الإدارة التنفيذية، و ضمان مساءلة مجلس الإدارة من قبل الشركة و المساهمين .

ثانيا : خصائص الحوكمة و أهدافها

1- الخصائص : تشمل الخصائص التي يجب أن تتوفر في نظام حوكمة الشركات مايلي¹ :

_ إستقلالية مجلس الإدارة واللجان المختلفة بحيث لا يوجد تأثيرات غير لازمة نتيجة ضغوط .

_ الشفافية بتقديم حقيقة لكل ما يحدث .

_ المسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة .

_ المساءلة من خلال تقييم أعمال مجلس الإدارة .

_ الإنضباط و الإلتزام بالقوانين بإتباع السلوك الأخلاقي المناسب و الصحيح .

_ العدالة إذ يجب إحترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشأة .

_ المسؤولية الإجتماعية بالنظر إلى الشركة كمواطن جيد و حماية أصولها .

2_ هدف حوكمة الشركات :

تهدف ضوابط الحوكمة إلى تحقيق الشفافية و العدالة و تدعيم مساءلة إدارة الشركة، الأمر الذي يحقق الحماية للمساهمين مع مراعاة مصلحة الأطراف في المنشأة و الحد من إستغلال السلطة في غير المصلحة العامة، مما يؤدي إلى تنمية الإستثمار و المدخرات وتعظيم الربحية للشركة، كما أن قواعد حوكمة الشركات تؤكد على أهمية الإلتزام بأحكام القانون والعمل على ضمان مراجعة الأداء المالي ووجود هياكل إدارية تعمل على محاسبة الإدارة أمام المساهمين مع تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذية، هذا وتؤدي الحوكمة إلى تحسين القدرة التنافسية للشركة و زيادة قيمتها و تعميق دور السوق المال ودعم عملية زيادة المدخرات و

¹ طارق عبد العال حمادة (2008)، حوكمة الشركات قطاع عام و خاص و مصارف، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر، ص 25

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

رفع معدلات الإستثمار و المحافظة على حقوق صغار المستثمرين كما تشجع الحوكمة من جانب آخر على نمو القطاع الخاص وتساعد المشروعات في الحصول على التمويل اللازم وخلق فرص العمل مما يؤدي في النهاية إلى زيادة الثقة في الإقتصاد الوطني .

3_ أهمية حوكمة الشركات:

تساعد الحوكمة على ضمان حقوق المساهمين كما تساهم في تهيئة بيئة مناسبة لمنو وتعدد شركات المساهمة التي تعمل في مجالات حيوية و تحقيق قيمة مضافة للإقتصاد الوطني ، بالإضافة إلى أن حوكمة الشركات تقوم على الكثير من المبادئ و المعايير المهمة في عالم الأعمال كالمسؤولية الإجتماعية وأخلاقيات الأعمال و الشفافية و الافصاح ومن ناحية أخرى حوكمة الشركات تهتم بإعادة الثقة في الشركات وفي الإقتصاد الذي تعمل فيه لذلك تكون الحوكمة من ضمن المعايير الدولية للحكم على الإقتصاد الوطني¹ .

المطلب الثاني : كفاءة أسواق الأوراق المالية

يتسم السوق بالكفاءة عند إستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها جميع المستثمرين و من خلال تحليل و معالجة المعلومات التي تتحد على أساسها القرارات الإستثمارية .

أولاً_ مفهوم كفاءة السوق :

السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تنشرها وسائل الإعلام أو السجل التاريخي لسعر السهم، كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين للعوائد المستقبلية و المخاطر التي قد تتعرض لها هذه العوائد . ووفقا للكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بسرعة لكل معلومة جديدة تصل للمتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرهم في المنشأة المصدرة للسهم² .

¹ مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره ، ص 304

² عصام حسين ، مرجع سبق ذكره ، ص31

ثانيا - الكفاءة الكاملة والإقتصادية :

1_ الكفاءة الكاملة :

إن مفهوم الكفاءة الكاملة هو إن إدارة السوق المالي قادرة على تزويد المستثمر بالمعلومات بسرعة وبدون تكلفة بحيث تصل إلى المستثمرين في نفس الوقت وأن المستثمر يتجاوب مباشرة مع هذه المعلومات . ولكي تكون كفاءة السوق كاملة لابد من وجود الفرضيات التالية :

- _ أن تكون المعلومات متوفرة في السوق لكل المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة .
 - _ توقعات المستثمرين واحدة فهي متجانسة وهذا يتطلب أن تكون ثقافتهم المالية واحدة .
 - عدم وجود قيود على التعامل ، كتكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها .
 - _ للمستثمر الحق في بيع أو شراء ما يرغب به من الأسهم مهما كان حجم رأس ماله .
 - _ وجود المنافسة الكاملة بين المستثمرين في السوق المالي الأمر الذي ينتج عنه عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم .
 - _ المستثمرين يتصرفون بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء إستغلال ثرواتهم¹ .
- يتفاوت تأثير هذه الفرضيات على نظرية كفاءة السوق فبعضها يضعف فكرة وجود أسواق ذات كفاءة كاملة لأن بعض هذه الفرضيات لا تحدث في الواقع .

2_ الكفاءة الإقتصادية :

أما في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، إلا أنه وبسبب تكلفة المعلومات و الضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفارق كبير بين القيمتين إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى

¹ حوحو فطوم ، مرجع سبق ذكره ، ص 62_ 63

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

الطويل. وبهذا فالكفاءة الإقتصادية تعترف بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات و إستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات الواردة للسوق .

ثالثا _ مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية :

يتحدد مفهوم كفاءة السوق وفقا لطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة و في هذا الإطار قام عالما التمويل المشهورين هاري روبرت* و الاقتصادي البارز يوجين فاما* بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات كمايلي¹:

1_ المستوى الضعيف للكفاءة :

وفق هذا الشكل تكون أسعار الأسهم المتداولة تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم ، بمعنى أن أسعار الأسهم تسيير بصورة عشوائية ولايوجد أي إرتباط بين تلك الأسهم في الفترات المتتالية، وحركة أسعار الأسهم في الماضي لا تمكن من التنبؤ بإتجاه الأسعار في المستقبل و بالتالي من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية .

2- المستوى شبه القوي :

ويفترض أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية بالإضافة للمعلومات الحالية المتاحة للجميع سواء كانت معلومات خاصة بالشركة أو تتعلق بالصناعة أو بالاقتصاد ككل أو البيانات الواردة بالقوائم والتقارير المالية المنشورة ، وبهذا المستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة وتحليل البيانات المتوفرة للجميع، و السبب في ذلك هو استجابة السوق فانعكست هذه المعلومات على أسعار الأسهم .

3- المستوى شبه القوي :

ونقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم تعكس المعلومات الحالية و التاريخية و الخاصة، أي المعلومات المتاحة للجمهور بالإضافة لمعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة كإدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية ، وفق هذا الشكل لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، وذلك لأن أسعار الأسهم المتداولة تعكس تلك المعلومات الخاصة أي كل ما يمكن معرفته من بيانات مؤثرة على عائد السهم .

¹ حسني علي خربوش ، مرجع سبق ذكره، ص 157

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

رابعاً _ متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية :

السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيص كفاً للموارد المتاحة بما يمكن من توجيه تلك الموارد إلى المشاريع الأكثر ربحية ، ولكي يتحقق هذا التخصيص الكفاء لابد من أن تتوافر في السوق مايلي السوق¹ :

1_ كفاءة التسعير :

وتتمثل كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية في سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق - دون فاصل زمني كبير _ وأن هذه المعلومات لا يتحمل في سبيلها المتعاملين تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، فجميع المستثمرين لديهم نفس الفرصة للحصول على المعلومات و تحقيق الأرباح كما أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين .

2_ كفاءة التشغيل :

يقصد بكفاءة التشغيل أي الكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض و الطلب، دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة مرتفعة للسمسرة ودون أن يتاح للتجار و المتخصصين بمعنى صناع السوق الفرصة لتحقيق هامش ربح مبالغ فيه، فكفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فإذا كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات منخفضاً و لا يكفي لتغطية تلك التكاليف، لذا يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدّها الأدنى ما يدفعهم لبذل جهدا للحصول على المعلومات الجديدة و دراستها و تحليله مهما كان حجم تأثيرها على سعر الورقة المالية .

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره ،ص 33

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

خامسا _ الخصائص التنظيمية للسوق المالي الكفو :

من أهم الخصائص التنظيمية الواجب توافرها في السوق المالي والتي تساهم في جعله ذا كفاءة عالية تتمثل مايلي¹ :

- 1_ وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالي، ومتابعة تطبيق هذه الشروط من قبل الشركات بإستمرار، وإيقاف إدراج أسهم الشركات التي لا تلتزم بتطبيق هذه الشروط .
- 2_ وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالي تتكون من وسطاء ووكلاء يشرفون على عملية التداول، ويمثلون شركات الوساطة و البنوك والمؤسسات الأخرى التي تسمح لها الأنظمة بالمساهمة عضوية البورصة .
- 3- ضرورة وجود لجنة إدارية تعمل على وضع أنظمة السوق المالي وتشرف على تطبيقها وتطويرها بما يتلائم مع التطورات الاقتصادية والمالية و تقوم بمراقبة عمليات التداول بشكل مستمر .
- 4_ العمل على تطوير الوسائل والأدوات والتكنولوجيا المستخدمة في عمليات التداول اليومية كالإنترنت وغيرها من أجهزة الإتصال الأخرى المتطورة .
- 5_ وضع قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع و الشراء و أسعار الأوراق المالية لجميع الشركات المدرجة في البورصة .
- 6_ التأكد من سلامة تعاملات الوسطاء الماليين في البورصة و دورهم و الصفقات التي تنفذ من خلالها، و الاهتمام بصانعي السوق من المستثمرين و المختصين المعتمدين في السوق، إذ مهمتهم الأساسية تتمثل في تحريك عمليات البيع و الشراء و تنشيط التعاملات في السوق .
- 7_ التأكد من دقة و سلامة المعلومات التي تنشرها الشركات ، وتوفير العدالة وتكافؤ الفرص للحصول على كافة المعلومات و البيانات المالية، و تنظيم و مراقبة عمليات التداول التي تنفذ من قبل المتعاملين في البورصة و التأكد من صفقات البيع و الشراء التي تنفذ من طرفهم و إتخاذ الإجراءات التصحيحية للأخطاء لحماية المستثمرين، ومنع المضاربة من خلال المراقبة المستمرة على الأسعار في البورصة .

¹ دريد كامل ال شبيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 88

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

8_ تجنب الإجراءات البيروقراطية و التعقيدات الإدارية التي تؤثر على نشاط البورصة و تعمل على إبتعاد المستثمرين على التعامل في السوق المالي عند تنفيذ الصفقات، كتسهيل إجراءات البيع و الشراء و الإسراع في إنجاز عمليات التسويات لتبادل الأوراق المالية وتسجيلها ونقل ملكيتها بسرعة .

المطلب الثالث : دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية :

إن الدول المتقدمة في المجال المالي التي تشهد تطورا كبيرا في أسواقها المالية ، تسعى دائما إلى الحفاظ على تلك الأسواق وحمايتها من الإنهيارات إلا أنها عانت من أزمات عديدة منها : الأثنين الأسود سنة 1929 وإنهيار البورصات الأمريكية حينها إلى أزمة 2008 الذي واجه العالم فيه إنهيار مؤسستين هما مصرف Merrill Lynch ,Lehman Brothers وكان هذا مفتاح لأزمة شهدتها الأسواق المالية العالمية بدأت من الأسواق الأمريكية و امتدت للأسواق الأوروبية و العربية مسجلة بذلك تراجعا كبيرا في كل مؤشراتها ما أدى بدول الإتحاد الأوروبي بالمطالبة بإصلاح النظام المصرفي و المالي العالمي ، .ودعم الشفافية في المعاملات المصرفية و وضع معايير عالمية للرقابة ونظام للإنذار المبكر لإستعادة الثقة في النظام المالي فهذه الأزمات المتلاحقة جعلت من إقامة سوق مالية عملا صعبا يحتاج إلى الكثير من الضوابط لتنظيم عملها حتى تدعم ثقة المتعاملين فيها لذلك فوجود حوكمة الشركات أمرا بالغا للأهمية لمساهمتها في ضمان إستقرار الأسواق المالية ومن هذه الإجراءات و الضوابط ما يلي¹ :

- إلزام الشركات بتقديم تقارير مالية معتمدة ومراجعة من جهات مستقلة بشكل دوري منتظم .

_ وجود ضوابط وقواعد فعالة لإدراج الشركات في البورصة .

_ وضع معايير محاسبية و مراجعة تتسق مع معايير المحاسبة و المراجعة العالمية .

_ وجود نظام فعال للتداول الإلكتروني .

_ إنشاء جمعية للمحاسبين و المراجعين القانونيين مهمتها مراجعة التقارير المالية المقدمة من الشركات تكون تابعة لهيئة سوق المال .

¹ مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره ،ص 301

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

أولاً- مبادئ حوكمة الشركات كضابط من ضوابط سوق الأوراق المالية :

ألزمت أغلبية الأسواق المالية في الكثير من الدول الشركات المقيدة في البورصة بأن تكون ملتزمة بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط جديد من شروط القيد، هذه القواعد مطبقة عالمياً على الشركات و تقوم الهيئة العامة لسوق المال بإصدار قواعد الحوكمة في صورتها النهائية مع منح فترة زمنية لهذه الشركات كي تنظم أموراً لتتوافق مع حوكمة الشركات .

و الأسواق المتقدمة جميعها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها لكن في الأسواق المالية في الدول النامية الكثير منها لا تطبق هذا النظام كونها تفتقد الكثير من الآليات الضرورية و التي هي بحاجة إليها .

و تلك السلبات التي تعاني منها هذه الأسواق كانت وراء ضعف كفاءة أسواق رأس المال في الدول الناشئة و التي حالت دون وصولها إلى صيغة من الكفاءة المتعارف عليها بما فيها صيغة الكفاءة الضعيفة.

فتطبيق قواعد الحوكمة يؤثر على أسواق المال من خلال تأثيره على الشركات من حيث حجم التداول، أسعار الأسهم و دعم الثقة بين الأطراف المتعاملة كما يساهم في تحقيق ما يلي :

- يزيد من ثقة المستثمرين و المساهمين في أداء الشركات و تضمن لهم حقوقهم هذا كون أحد متطلباتها رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة الاسواق لأنها تضمن حقوق المساهمين الأساسية كحق المساهمين في المشاركة في إتخاذ القرارات الجوهرية المتعلقة بالشركة .

__ يحقق الشفافية و العدالة و يجيز مساءلة إدارات لحماية المساهمين و يعمل على الحد من إستغلال السلطة .
فالإفصاح و الشفافية من أهم مبادئ حوكمة الشركات و ذلك لتمكين المساهمين من الحصول على المعلومات المطلوبة بشفافية و عدالة ، و لذلك فإن الشركات المدرجة في السوق المالية مطالبة بوضع سياسات الإفصاح و إجراءاته و أنظمتها الإشرافية بشكل مكتوب ، كذلك على الشركات أن ترافق قوائمها المالية تقرير صادر عن مجلس الإدارة يتضمن عرضاً لعمليات الشركة خلال السنة المالية المنصرمة، و العوامل المؤثرة في أعمالها التي تساعد المستثمر على تقييم أصول الشركة و خصومها و وضعها المالي، بالإضافة إلى تضمين تقرير مجلس الإدارة ما طبق و ما لم يطبق من أحكام لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة السوق المالية مع ذكر أسباب عدم التطبيق¹ .

¹ هيئة السوق المالية ، حوكمة الشركات ، المملكة العربية السعودية، على الموقع : www.cma.org.sa تم الإطلاع بتاريخ: 2016 /10/15

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

ـ دعم عملية الإفصاح عن المعلومات المالية و التي تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة رأس مال الشركة و ضمان إستمراريتها في أداء أعمالها ، وتنويع إستثمارات الشركات مما يزيد من معدلات العائد على إستثماراتها ، فالحوكمة تعمل على رفع كفاءة الأسواق المالية و إنعاش الإقتصاد من خلال حماية المستثمرين و منحهم الثقة في نظام الدولة مايزويد من جاذبيتها للإستثمارات الأجنبية المباشرة و الغير مباشرة¹.

ثانيا- دور الحوكمة في تحقيق كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية :

إن سعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات عن الشركة التي أصدرت السهم ، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في هذه الحالة هي قيمة عادلة لأنها تعكس قيمته الحقيقية، حيث تتعادل القيمة السوقية لسهم مع قيمته الحقيقية بسبب قرارات المستثمرين و التي تدفع بالاسعار نحو القيمة الحقيقية . و تتحقق أعلى درجات كفاءة السوق إذا تمكن من القضاء على أية درجة من عدم العدالة في إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين أما عن طريق القضاء على مسبباتها أو إستخدام القواعد المحددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة .

فأصبح من الضروري وجود آلية ترفع من كفاءة الأسواق المالية و التي تتمثل في الحوكمة و ما تحمله من قواعد محددة للتعامل على أساس المعلومات الخاصة ، و ذلك لأن قواعد الحوكمة تعد ذات أهمية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية و لأنها تؤدي في النهاية إلى تحقيق التوازن في أسعار الأسهم، حيث أنه في السوق الكفاء يتم تسعير الاسهم على ضوء المعلومات المتاحة .

فكفاءة السوق تتوقف على مدى توافر المعلومات الخاصة و الداخلية لجميع المستثمرين في توقيت واحد، و أن الحوكمة لديها من الآليات للوصول إلى الإفصاح عن تلك المعلومات .

و يرى بعض المحللين الماليين أن أحد المقومات الأساسية الواجب توافرها في سوق الأوراق المالية، تتمثل في قدرة السوق على توفير جميع المعلومات المؤثرة في أسعار الأسهم و عند تحقق ذلك تصبح الأسعار الجارية للأسهم هي ناتج للمعلومات المتوفرة .

¹ بريش عبد القادر ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر ، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد التاسع ، الجزائر ، ص 57

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

فإذا تماثلت المعلومات التي تصدرها الشركات مع المعلومات التي يستخدمها المستثمرون في سوق الأوراق المالية، أدى ذلك إلى إقتراب القيمة السوقية للأسهم من قيمتها العادلة .

و يؤدي إعتتماد سوق المال على الحوكمة على إلى توفير إحتياجات المستخدمين من المعلومات و زيادة قدرة سوق الأوراق المالية في ضبط أسعار الاسهم على قدرة الحوكمة في تحقيق الشفافية في تقارير الاعمال المنشورة .

إن المعلومات الناتجة من نظام معلومات في ظل تطبيق قواعد و مبادئ الحوكمة، تحقق العديد من المزايا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، منها الوصول للسعر العادل للسهم ودقة تسعير الأوراق المالية¹ .

ثالثا - الحوكمة و شروط القيد في البورصة :

تعد الحوكمة من أهم الشروط التي يجب أن تتقيد الشركات حتى يمكنها أن تقيد أوراقها المالية بالبورصة، لهذا يجب على سلطات الضبط الممثلة بلجنة تنظيم و مراقبة البورصة أن تلزم الشركات بتطبيق قواعد الحوكمة كشرط من شروط القيد، كما ينبغي أن يعمل هيكل حوكمة الشركات على رفع مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية ، و أن يكون متوافقا مع دور القانون و أن يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية و الرقابية و مراعاة ما يلي² :

_ يجب أن يتم تطوير هيكل حوكمة الشركات مع مراعاة الحوافز التي يخلقها للمتعاملين في سوق المال و تأثيرها على الأداء الإقتصادي الكلي و على كفاءة السوق .

- إن المتطلبات القانونية و الرقابية التي تؤثر على ممارسة حوكمة الشركات داخل التشريع يجب أن تتوافق مع قواعد القانون و شفافيته و الإلتزام بتطبيقه .

- أن تكون الجهات الإشرافية و الرقابية المسؤولة عن تنفيذ القانون تتمتع بالسلطة و الموارد اللازمة للقيام بواجباتها بكل موضوعية .

¹ أحمد رجب عبد المالك (2008)، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية ، دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد 1 ، المجلد45 ، مصر ، ص ص 6_7 .

² طاهري فاطمة الزهراء، عيساوي سهام (2012)، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية ، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري ، يومي 6 و 7 ماي 2012 ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، ص 13 .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- وجود نظام محكم للرقابة الداخلية تلتزم به الشركات على أن يقدم مدير إدارة المراجعة الداخلية تقريراً حسب المدة المتفق عليها إلى لجنة المراجعة للتأكد من مدى إلتزام الشركة بأحكام القانون و القواعد المنظمة لنشاطها، و أن يكون للشركة مراقب حسابات خارجي يتمتع بالإستقلالية عن الإدارة .

- الإفصاح عن السياسات الإجتماعية للشركة على الأقل مرة واحدة في السنة بحيث و أن تكون السياسات المعلنة عنها واضحة و غير مضللة مع ضرورة ربط الشركة بالمجتمع المحيط بها و مراعاة وضع قواعد تتجنب التعارض في المصالح .

- تطبيق عقوبات على الشركات غير الملتزمة بقواعد الحوكمة و تتمثل هذه العقوبات بين الغرامات المادية و الإيقاف مع التشديد على أن الشطب من البورصة يعد عقوبة غير مستبعدة¹ .

رابعاً_ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و حوكمة الشركات :

تعمل لجنة تنظيم و مراقبة البورصة على تحضير اللوائح و القوانين التي تهدف من خلالها إلى إلزام مجلس إدارة الشركة المدرج أسهمها في البورصة بأن يضمن أفضل الممارسات لأساليب و طرق الحوكمة التي تكفل حقوق المساهمين و حقوق أصحاب المصالح التي لديهم علاقة بنشاط الشركة ، لأن ذلك يجنب الإقتصاد و الإستثمارات المحلية حدوث حالات إنهيار الشركات بسبب الممارسات الخاطئة من قبل الإدارة و المديرين التنفيذيين كما حدث في عدد كبير من الشركات العملاقة في العديد من دول العالم ، وهذه الإجراءات و القوانين تتعلق الجوانب التالية :

- أهمية التأكد من سلامة الأنظمة المالية و المحاسبية، بما في ذلك الأنظمة التي لها علاقة بإعداد التقارير المالية ، بالإضافة للتأكد من تطبيق أنظمة رقابية مناسبة لإدارة المخاطر .

_ تعيين مسؤوليات مجلس الإدارة المتمثلة في الإلتزام بالقيام بجميع المهام التي تحقق مصلحة الشركة بشكل موضوعي بإعتبار أن مجلس الإدارة يمثل جميع المساهمين .

- وضع سياسات مكتوبة لتنظيم سير العمل لكل من أعضاء مجلس الإدارة و الإدارة التنفيذية و المساهمين .

¹ بريش عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص 53

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

- تحديد الحقوق العامة للمساهمين خاصة حصة الأرباح التي يتقرر توزيعها و حصة كل مساهم في الشركة من أموال التصفية، وكذلك حق التنازل على السهم و حق الإطلاع على سجلات الشركة ودفاترها لمراقبة أعمال مجلس الإدارة ، وهذا يهدف إلى تسهيل ممارسة المساهمين لحقوقهم .
- وضع قيود تشترط عدم جواز أن يكون لأي عضو من مجلس الإدارة أي مصلحة مباشرة أو غير مباشرة في الأعمال و العقود التي تتم لحساب الشركة إلا بترخيص من الجمعية العامة .

الفصل الثالث : الابتكارات المالية في أسواق المال و دورها في خلق الأزمات

خلاصة الفصل:

إن ظهور الهندسة المالية و أدواتها كالمشتقات المالية الغرض الأساسي منه هو التحوط و نقل المخاطرة، إلا أن إستعمالها توسع بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة ليشمل أغراض الإستثمار و المضاربة كما أن إستخدام هذه الأدوات من قبل المستثمرين ساهم في تنويع محافظهم الإستثمارية، و زيادة عوائدهم المالية ، بالإضافة لإبتكار طرق جديدة لإدارة مخاطرها و تقادي الكثير من المخاطر المتعلقة بالتقلبات المستمرة في أسواق الأوراق المالية و من جانب آخر ينتج عن الإستخدام السيئ لهذه الأدوات العديد من المخاطر تؤدي لإفلاس الشركات و تدهور أسواق المال ، و من أبرز هذه المخاطر عدم وضع حدود للمضاريات . بالإضافة للمشتقات المالية يعتبر التوريق من بين الأدوات المالية المستحدثة و الذي يسمح بتقليل المخاطر و يضمن السيولة ، إلا أن توسع البنوك في عمليات التوريق و تحويل الديون إلى أوراق مالية تباع في أسواق الأوراق المالية ساهم في حدوث الأزمة المالية لسنة 2008 و هذا نتيجة للإستعمال السيئ و المفرط لعملية التوريق من قبل البنوك ، حيث أثرت على البورصات العالمية من خلال تدني مؤشراتهما و أدت لإنهيارات متتالية للعديد من المؤسسات المالية الكبرى ، و إنتشر تأثيرها على الإقتصاد العالمي ما أدى لتراجع معدلات النمو الإقتصادي ، بالإضافة لتأثيرها على الأسواق المالية العالمية الذي أدى لإنتشار حالة الخوف و الذعر لدى أوساط المستثمرين.

و لقد أثبتت الأزمة المالية ضرورة تطبيق نظام الحوكمة و الذي أعتبر غيابها من أهم الأسباب التي أدت للأزمة المالية العالمية و ذلك كون الحوكمة تضمن إستقرار الأسواق المالية من خلال الضوابط و القواعد التي تقوم عليها، لإسترجاع ثقة المتعاملين في أسواق المال و ضمان حقوق المستثمرين كون أحد متطلباتها هو رفع مستوى الشفافية لتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية.

الفصل الرابع

دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية
في المغرب وفي الجزائر

تمهيد :

لقد قسم الكثير من الإقتصاديين دول العالم إلى الشمال و الجنوب و المقصود بدول الشمال هي الدول الأكثر تطورا في جميع المجالات أما الجنوب فهي البلدان الأقل نمواً من تلك الدول الصناعية الكبرى و سوف تركز هذه الدراسة على دول مغربية ألا وهي المغرب و الجزائر بإعتبارهما دولتين من دول الجنوب . و سنحاول في هذا الفصل تناول نشاط بورصة الجزائر و مقارنتها مع نشاط بورصة الدار البيضاء بالمغرب من خلال مجموعة من المؤشرات من خلال التطرق للعناصر التالية :

_ تقييم تطور نشاط بورصة الدار البيضاء

_ تقييم تطور نشاط بورصة الجزائر

_ تقييم أداء بورصة المغرب و بورصة الجزائر

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

المبحث الأول : تقييم تطور نشاط بورصة الدار البيضاء

تعتبر بورصة الدار البيضاء من أقدم البورصات العربية حيث تحتل الرتبة الأولى مغاربيا و الثالثة إفريقيا ويعود إنشاؤها لسنة 1929 ، و سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى التعريف بها ثم أهم الإصلاحات التي شهدتها ثم نقوم بتقييم لتطور نشاطها .

المطلب الأول : تقديم بورصة الدار البيضاء

لقد تم تأسيس بورصة الدار البيضاء بمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة عن طريق المقاصة للقيم المنقولة، و شهدت بورصة الدار البيضاء منذ إنشائها تغييرات على هيكلها و طريقة عملها .

أولا_ التعريف بالبورصة :

بورصة الدار البيضاء يبلغ رأسمالها حتى نهاية جوان 2016 مبلغ 387517900 درهم .

وهي شركة مجهولة الاسم تتوفر على مجلس إدارة و إدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الإقتصاد و المالية و تزاول نشاطها وفق قواعد يحددها النظام العام للبورصة .

_ توزيع الأسهم في البورصة :

- البنوك 39%

_ شركات الوساطة المستقلة 20 %

_ شركات التأمين 11%

_ صندوق الإيداع و التدبير 25 %

- القطب المالي للدار البيضاء 5 %

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ثانياً_ أهداف بورصة الدار البيضاء :

لبورصة الدار البيضاء مجموعة من الأهداف التي تسعى لتحقيقها في مزاوله نشاطها أهمها :

أ_ مواكبة التطور الإقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل فعال في تمويل الإقتصاد وتسهيل التواصل بين المستثمرين و الشركات المصدرة للأوراق المالية .

ب- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق بتقديم خدمات ذات جودة لمختلف العملاء سواء كان مستثمرين أو شركات بحاجة لتمويل بالإضافة لتوفير للمستثمرين سوقا عصرية تتميز بشفافية و أكثر سيولة .

ج- تطوير سوق البورصة من خلال وضع الإجراءات و التدابير اللازمة لتنظيم عمليات الإصدار و التداول بكل شفافية .

د_ إحتلال الصدارة بين الأسواق في إفريقيا لكونها تحتل المرتبة الثالثة على الصعيد الإفريقي و تسعى لتقليص الفجوة من أجل التقدم في المراتب الأولى كما تعمل على إعتداد أفضل الممارسات الدولية من ناحية التنظيم وعمليات التداول في السوق .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_الهيكل التنظيمي :

شكل رقم (4_1) : الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء



Source :rapport annuel 2016 bourse de casablanca sur le site web:

www.casablanca-bourse.com consulté le : 06/05/2017

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ثالثا_ شروط الإدراج في البورصة :

يمكن للشركة إدراج أسهمها في أحد أسواق الأسهم (السوق الرئيسي وسوق التطوير و سوق النمو) إذا استوفت الشروط الآتية :

جدول رقم (4_1) : شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء

سوق النمو	سوق التطور	السوق الرئيسي	
الشركات ذات نمو سريع	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات الكبرى	حجم الشركات
1	أكثر من 50 مليون درهم	50 ملين درهم	الشروط الرئيسية
1	2	3	رؤوس الأموال الذاتية الدنيا (مليون درهم)
			عدد السنوات المالية المصادق عليها
30000 سهم	100000 سهم	250000 سهم	الشروط الإضافية
10 ملايين درهم	25 مليون درهم	75 مليون درهم	العدد الأدنى للأسهم الواجب إصدارها
			المبلغ الأدنى للإصدار

المصدر : بيانات من موقع بورصة الدار البيضاء : www.casablanca-bourse.com بتاريخ 2017/05/10

وتتمثل شروط الإدراج في سوق السندات في ما يلي :

- عدد السنوات المالية المصادق عليها سنتين (2)

- إذا كان للشركة فروع مطلوب الحسابات الموطدة (المجمعة)

- المبلغ الأدنى الواجب الإصدار هو 20 مليون درهم .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ مدة الإستحقاق الدنيا سنتان (تاريخ إستحقاق السند)

رابعا _ شركات البورصة :

هي شركات لديها ترخيص من وزارة المالية و يتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة و في حفظ الأوراق المالية و إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى توكيل، القيام بإرشاد العملاء وتنشيط سوق القيم المنقولة المدرجة للتداول .

- وتشارك شركات البورصة كذلك في توظيف الأوراق المالية التي يقوم الأشخاص المعنويون بإصدارها عند طرح أوراقهم المالية للإكتتاب العام لدى الجمهور و تساعدهم أيضا على إعداد الوثائق الإعلامية الموجهة للجمهور .

أ- مجلس القيم المنقولة CDVM :

هو مؤسسة عامة تتمتع بالشخصية المعنوية و بالإستقلالية المالية ، وهو يمثل سلطة السوق و يتولى المهام التالية :

- العمل على تزويد المستثمرين بالمعلومات الخاصة بالقيم المنقولة مع التحقق من أن الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب لدى الجمهور، يقومون بإعداد و نشر و الإفصاح عن جميع المعلومات القانونية و التنظيمية اللازمة .

- حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي إستثمار من خلال طرح أوراق مالية للإكتتاب لدى الجمهور .

- ضمان إحترام و مراعاة مختلف المقتضيات القانونية و التشريعية المنظمة للسوق المالي .

- العمل على تحسين سير سوق القيم المنقولة بضمان توفير الشفافية و النزاهة و السلامة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ب_ هيئة الإيداع المركزي _ ماروكليز :

يتمثل في هيئة الإيداع المركزي بالمغرب وقد تم إنشاؤها بمقتضى قانون رقم 35-96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997 و الذي أسس نظام تحويل القيم المنقولة من الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني، بصفتها شركة مجهولة الاسم، تعمل ماروكليز على حفظ و تداول و إدارة الأوراق المالية لحساب أعضائها .
وتتمثل أهم مهامها في :

- إدارة أنظمة الدفع مقابل تسليم الأوراق المالية .

_ تسهيل وتبسيط ممارسة الحقوق المرتبطة بالأوراق المالية .

_ تتعامل مع البنوك و الجهات المصدرة و شركات البورصة ولا تتواصل مع الجمهور و تعمل على حفظ الأوراق المالية .

المطلب الثاني :الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء و أهم الإصلاحات.

فيما يلي سنتناول الشركات المقيدة في بورصة الدار البيضاء و القطاعات التي تنتمي إليها بالإضافة لأهم الإصلاحات التي شهدتها .

أولا _ الشركات المدرجة في البورصة : يوضح الجدول الموالي الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

جدول رقم (4_2): الشركات المدرجة في بورصة البيضاء

القطاع	إسم الشركة	أسهم و رأسمال الشركة
قطاع البنوك	التجاري وفا بنك	203 527 226
	البنك الشعبي المركزي	182 254 656
	البنك المغربي للتجارة الخارجية	179 463 390
	البنك المغربي للتجارة و الصناعة	13 279 286
	مصرف المغرب	10 881 214
	القرض العقاري و السياحي	26 608 085
التأمينات	أفما	1000000
	أكما لحلو التازي	200000
	أطلنطا	60190436
	سهام للتأمين	4116874
	تأمين الوفاء	3500000
الهندسيات و التجهيزات الصناعية	دلاتر لفيفي المغرب	1250000
	ستروك للصناعة	1248515
صناعة الأغذية الفلاحية	كارتي سعادة	5265000
	سنطرال دانون	9420000
	كوسومار	62991429
	داري كوسباط	298375
	لو سيور كريسطال	27631510
	أو نيمير	11413880
مواد البناء/البناء	أفريك أندوستري	291500
	ألیمنيوم المغرب	465954
	إسمنت المغرب	14436004
	كو لورادو	12088208
	جت كونتراكتور	2400000
	لا فارغ هو ليسم المغرب	
التجهيزات الإلكترونية و الكهربائية		

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

23431240	صوناسيد	
3900000	نكسانس المغرب	
2243520		
1000000	بيروموفارم	الصناعة الصيدلانية
1800000	سوطيما	
1885762	دسواي	الأجهزة البرمجيات و
703599	هابنك سمنت ستم	الخدمات الحاسوبية
417486	أب مغرب كوم	
382716	إنفوليس	
647777	مجموعة M2	
1680000	ميكرودانا	
812070	الشركة المغربية للنقديات	
3437500	أفريقنا غاز	النفط والغاز
11899665	سامير	
8960000	طوطال المغرب	
812500	مغرب أوكسجين	الكيمياء
2400000	سنيب	
2829653	برايسري المغرب	المشروبات
1980000	أولماس	
14326947	ريسما	الفندقة و الترفيه
23588542	طاقة المغرب	كهرباء

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

12648928	اليانس	العقار
1744000	باليما	
322557118	دجي الانعاش الضحي	
26208850	إقامات دار السعادة	
12648928	أليانس	العقار
1744000	باليما	
322557118	دجي الانعاش الضحي	
26208850	إقامات دار السعادة	
9991308	مناجم	المناجم
1681233	الشركة المنجمية لتوسيت	
176456	رياب	
1645090	الشركة المعدنية إميتر	
73395600	شركة إستغلال الموانئ مرسى المغرب	خدمات النقل
800000	ليدك	الخدمات للجماعات
879095340	إتصالات المغرب	الإتصالات
49245968	أوطو مال	الموزعون
1023264	أوطو نجمة	
30000000	النقل	
1438984	فيني بروس	
2838962	لابيل في	
320000	شركة المنجزات الميكانيكية	
9195150	سيطو كفيس شمال إفريقيا	
600000	أكسل سلف	شركات التمويل و الخدمات
1053404	دياكسلف	المالية
1670250	إكدوم	

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

1384182	مغرب باي	
2776768	المغربية للإيجار	
2394497	سلفين	
21472500	تسليف	
87600000	دلتا هولدينغ	شركات المساهمة (القابضة)
572849	زليحة	
1225978	ستيام	النقل
301100	نيمار	
2582555	Med paper ميد بابير	صناعة الورق

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات بورصة الدار البيضاء على الموقع : www.casablanca-bourse.com

تم الاطلاع بتاريخ 2017/05 /12

ثانيا _الإصلاحات التي شهدتها بورصة الدار البيضاء :

أهم الإصلاحات التي شهدتها بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1993: عرفت بورصة الدار البيضاء تطورا جذريا منذ سنة 1993 ، وهذا لإستكمال تنظيم البورصة و تطبيق برامج الإصلاح ومن أهم الإصلاحات التي إعتمدها مايلي :

- المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة و هي :

- قانون رقم 211- 93_ 1 . متعلق ببورصة القيم .

- قانون رقم 212- 93_ 1 متعلق بمجلس القيم المنقولة و بالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للإكتتاب .

- قانون رقم 213 _ 93 _ 1. متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة .

و الهدف من هذه الإصلاحات هو تطوير البورصة من خلال :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- إنشاء مجاس القيم المنقولة للعمل على حماية الإدخارات المستثمرة في القيم المنقولة .
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهم وسطاء ماليون مهمتهم الأساسية تتمثل في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر .
- الترخيص لشركات البورصة بالعمل كوسطاء متخصصين وجعلها الوحيدة المؤهلة لإجراء صفقات القيم المنقولة .
- إنشاء شركة الدار البيضاء للقيم "SBVC" وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لهم .
- _ إلزام الشركات المدرجة في البورصة على نشر البيانات المالية و المحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993 وهذا لرفع فعالية السوق، وشطب الشركات التي ترفض تطبيق هذا الإجراء من جدول التسعيرة.
- أما سنة 1997 : تم صدور القانون رقم 3496 الذي جاء لتعديل قانون رقم (211_93_1) الذي يعمل على تحسين تنظيم البورصة حيث شهدت بورصة الدار البيضاء إنتعاشا ملحوظا ¹.
- في مارس 1997 : إنطلاق نظام التسعير و التداول الإلكتروني .
- _ في سنة 2000: تم تغيير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعي و مجلس رقابة . إضافة لما سبق تم إتخاذ مجموعة من التدابير لمواكبة التحولات التي شهدتها البورصة من حيث تنظيم السوق أهمها :
- في جانفي 2001: إعتماد لا مركزية التداول الإلكتروني و تحويل عمليات البيع و الشراء إلى مقرات شركات البورصة .
- _ في جانفي 2002 ، إنطلاق العمل بالمؤشرات الجديدة مازي و مادكس و المؤشرات القطاعية و مؤشرات العملات .
- _ في مارس 2002 ، إعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات .

¹ www.casablanca-bourse.com consulté le : 17/05/2017

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- في أبريل 2004 : بدأ العمل بالقانون 01_52 المعدل للقانون 1_93_211 الصادر سنة 1993 ليتم تبسيط شروط إدراج الشركات في البورصة وإحداث 5 أسواق تداول .

_ أما سنة 2005: تم تطبيق معايير جديدة للبقاء في جدول التسعيرة .

_ في ماي 2007 : إصدار قوانين جديدة إستكمالا لقوانين سابقة متعلقة بمجلس القيم المنقولة و بالمعلومات الواجب توفرها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى الجمهور وكذا العروض العمومية في البورصة .

- في سنة 2008: أنشأت بورصة الدار البيضاء " لجنة متابعة " من أجل تعديل النظام الإداري و اعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة بدلا من الأسلوب المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية و مجلس رقابة .

_ أما في أبريل 2009 : تم الإعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة عامة .

المطلب الثالث: تطور نشاط بورصة الدار البيضاء

أولا : قيمة تبادل الأسهم :

1_ قيمة تبادل الأسهم خلال الفترة (2005-2009) :

جدول رقم (3_4): القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)

(مليون درهم)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
قيمة التبادل للأسهم	98436,9	136352,9	335077,3	209809,6	59159
معدل النمو %	-	38,52	145,74	-37,38	-71,80

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2005 _ 2009)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/11

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة التبادل سوق الأسهم في خلال سنة 2005 بلغت 98436,9 مليون درهم فقد عرفت زيادة عن السنة التي قبلها و هذا بالنسبة لمعاملات الأسهم فقط .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

أما خلال سنة 2006 فقد إرتفع حجم التعاملات بالأسهم ليصل إلى 136352,9 مليون درهم بزيادة قدرها 38,52 % عن سنة 2005، و هذا راجع لإرتفاع عدد الإكتتابات الأولية و هذا يؤكد على ثقة متجددة من قبل كل من المستثمرين و المصدرين في سوق الأوراق المالية، وهذا الأداء لم يكن مصادفة بل هو نتيجة جهد متواصل من جميع الأطراف المهمة الذين جعلوا سوق الأوراق المالية عامل محرك للنمو الإقتصادي ، و من أجل تنفيذ مثل هذا التغيير الكبير، ثم العمل على تنفيذ العديد من المشاريع بما في ذلك توظيف موظفين جدد، و تغييرات هيكلها التنظيمي لتعكس الشركة كما هي اليوم ، بالإضافة لتجديد الإعفاء الضريبي للشركات لمدة ثلاث سنوات أخرى و هو ما يشكل حافزا كبيرا للشركات التي تعترم إدراج أسهمها، كما تم تحديث أنظمتها التكنولوجية المماثلة إلى أسواق الأوراق المالية الأوروبية الكبيرة.

و شهد سوق الأسهم خلال سنة 2007 حجم إجمالي للمعاملات بلغ 335077,3 مليون درهم مقابل 136352,9 مليون درهم سنة 2006 بزيادة نسبتها 145,74 % عن السنة الماضية ، حيث تم إدراج خلال سنة 2007 عشر شركات جديدة في بورصة الدار البيضاء .

خلال سنة 2008 إنخفضت قيمة التعاملات بالأسهم في بورصة الدار البيضاء بنسبة (37,38 %) مقارنة مع سنة 2007 و هذا بسبب إنخفاض حركية التداول في البورصة و إنخفاض عدد عمليات الإدراج بالبورصة بعد أن أجلت عدة شركات إدراج أسهمها بالبورصة .

و سجلت التعاملات بالأسهم خلال سنة 2009 إنخفاضا بنسبة 71,80 % مقارنة مع سنة 2008 لتحقيق بذلك قيمة 59159 مليون درهم مقابل 209809,6 مليون درهم سنة 2008 ، حيث لم تشهد سنة 2009 أي إدراج جديد مقابل 5 إدراجات سنة 2008 .

2- قيمة التبادل الاسهم خلال الفترة (2010-2015) :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

جدول رقم (4_4): القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)

(مليون درهم)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة التبادل للأسهم	92198	86476	52551,64	54557,88	44336,4	46885
معدل النمو %	55,84	-6,2	-39,23	3,8	-18,7	5,7

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2010 _ 2015)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/11

من خلال الجدول نلاحظ أنه في سنة 2010 بلغت إجمالي قيمة التبادل بالنسبة للأسهم 92198 مليون درهم أي بزيادة قدرها 55,84 % مقارنة مع سنة 2009 .

أما خلال سنة 2011 بلغت قيمة التبادل 86476 مليون درهم ن أي بإنخفاض قدره (6,2 %) مقارنة مع سنة 2011 . و حقق سوق الأسهم خلال سنة 2012 إجمالي تعاملات بلغت قيمتها 52551,64 مليون درهم لتحقيق بذلك إنخفاض قدره (39,23 %) مقارنة مع سنة 2011 .

خلال سنة 2013 بلغ الحجم الإجمالي للمعاملات في سوق الأسهم مبلغ 54557,88 مليون درهم أي بزيادة تقدر بنسبة 3,8 % مقارنة مع سنة 2012 .

و بلغ حجم المعاملات بالأسهم خلال سنة 2014 قيمة 44336,4 مليون درهم بإنخفاض قدره (18,7 %) مقارنة مع السنة السابقة .

في نهاية سنة 2015 بلغ حجم المعاملات في سوق الأسهم 46885 مليون درهم مقابل 44336,4 مليون درهم سنة 2014 أي بإرتفاع نسبته 5,7 % .

ثانيا - رسملة بورصة الدار البيضاء :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

1_ خلال الفترة مابين (2005 - 2009) :

جدول رقم (4_5) : رسملة بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)

(مليار درهم)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
رسملة البورصة	252,3	417,1	586,3	531,7	508,9
معدل النمو %	-	65,32	40,5	-9,31	-4,30

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2009_2005)

على الموقع : www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/14

_ من خلال الجدول و في سنة 2005 بلغت رسملة السوق في بورصة الدار البيضاء 252,3 مليار درهم، بزيادة قدرها 22 % مقارنة بالسنة الماضية و هذا راجع لزيادة عدد العروض العامة ، وقد إستحوذ قطاع الاتصالات على نسبة 34,8 % من الرسملة الكلية تليه القطاع المصرفي ب 20,9 % و مثل قطاع البناء و الأشغال العامة المرتبة الثالثة بنسبة 13,1 % .

و بلغت القيمة السوقية في سوق الأسهم بتاريخ 31 ديسمبر 2006 قيمة 417,1 مليار درهم بزيادة قدرها 65,30 % مقارنة مع سنة 2005 و هذا لإرتفاع العروض العامة . و يحتل في هذه القيمة قطاع الاتصالات المرتبة الأولى ب 27,3 % من حيث الرسملة السوقية للأسهم هذا القطاع ثم يليه القطاع المصرفي بنسبة 25,4 % من الرسملة الكلية و قطاع البناء نسبة 12,3 % .

_ كما تحددت رسملة السوق خلال سنة 2007 بقيمة 586,3 مليار درهم، أي بزيادة تقدر ب 40,5 % مقابل 417,1 مليار سنة 2006 .

حيث يحتل القطاع المصرفي المرتبة الأولى من إجمالي الرسملة السوقية بنسبة 25,8 % و يليه قطاع الاتصالات بنسبة 21,9 % ثم القطاع العقاري بنسبة 15,4 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- و نلاحظ أن رسملة السوق خلال سنة 2008 بلغت 531,7 مليار درهم مقابل 586,3 مليار درهم سنة 2007، أي بإنخفاض يعود لتصحيح أسعار القيم التي خففت من حدتها الإدراجات الجديدة المسجلة سنة 2008 برسملة إجمالية قدرها 15036 مليون درهم¹.

و عن توزيع رسملة السوق حسب القطاعات فإن قطاع الإتصالات يمثل أكبر حصة من إجمالي رسملة السوق ثم يليه القطاع المصرفي لأن بعض مؤسسات القطاع قامت برفع رؤوس أموالها .

- و حققت بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2009 رسملة قدرها 508,9 مليار درهم، أي بإنخفاض بنسبة (4,30 %) مقارنة مع سنة 2008 التي سجلت بدورها تراجع ب(9,31 %) و تعكس هذه النتائج السلبية إنخفاض الأسعار رغم التعويض الطفيف عبر عمليات الزيادة في رأسمال الشركة و يمثل قطاع البنوك النسبة الأكبر من إجمالي رسملة البورصة بنسبة 26,5 % ثم قطاع الإتصالات بنسبة 23,4 % و النسبة المتبقية توزع بين القطاعات الأخرى .

2_ رسملة السوق خلال الفترة ما بين (2010-2015):

جدول رقم (4_6) رسملة بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)

(مليار درهم)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رسملة البورصة	579	516	445,2	451,1	484,5	453,32
معدل النمو %	13,78	-10,88	-13,75	1,3	7,38	-6,44

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2010 _ 2015)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/14

- إرتفعت الرسملة السوقية في سنة 2010 بنسبة 13,78 % مقارنة مع سنة 2009 لتحقق مبلغ 579 مليار درهم، و قد إستحوذ قطاع البنوك على 31,15 % من الرسملة الكلية و قطاع الإتصالات المرتبة الثانية بنسبة 22,77 % و يليه قطاع العقارات بنسبة 12,96 % .

¹ تم التحليل بناء على معطيات التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء للسنوات (2005- 2015) .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

و إستقرت رسملة السوق خلال سنة 2011 عند مبلغ 516 مليار درهم مقابل 579 مليار درهم سنة 2010 أي بإنخفاض يقدر ب (10,88%)، فقد سيطر القطاع المصرفي و الإتصالات على الحصة الأهم لرسملة السوق الإجمالية بنسبة 31,25 % و 23,09 % على التوالي، أما قطاع البناء و مواد البناء فقد تمثلت نسبته 11,2 % من إجمالي رسملة السوق .

و بلغت رسملة البورصة خلال سنة 2012 قيمة 445,2 مليار درهم أي بإنخفاض نسبته (13,75%) عن سنة 2011 و بقي القطاع المصرفي يحتل المرتبة الأولى من إجمالي رسملة السوق بنسبة 33,30 % ثم يأتي قطاع الإتصالات بنسبة 20,93 % ، ثم قطاع البناء بنسبة 10,40 % و أخيرا قطاع العقار بنسبة 9,27 % ويتوزع ما تبقى على القطاعات الأخرى .

- و حققت بورصة الدار البيضاء رسملة السوق خلال سنة 2013 مبلغ 451,1 مليار درهم مقابل 445,2 مليار درهم لسنة 2013 أي بإرتفاع نسبته 1,3 % ، أما بالنسبة لتوزيع رسملة السوق حسب القطاعات يمتلك القطاع المصرفي نسبة 34,58 % من إجمالي رسملة السوق و 18,7 % بالنسبة لقطاع الإتصالات و 10,40 % بالنسبة لقطاع البناء و يتوزع الباقي على بقية القطاعات كالمناجم و العقار و المواد الغذائية و التأمينات بنسب متفاوتة .

خلال سنة 2014 سجلت رسملة السوق إرتفاعا بنسبة 7,38 % بقيمة 484,5 مليار درهم في حين بلغت الرسملة خلال سنة 2013 قيمة 451,1 مليار درهم، ويمثل كل من القطاع المصرفي و الإتصالات و البناء أكبر حصة من رسملة السوق بالنسب التالية على التوالي : 35,19 % ، 20,65 % و 11,62 % .

كما بلغت رسملة البورصة خلال سنة 2015 قيمة 453,32 مليار درهم أي بإنخفاض قدره (6,4 %) مقارنة مع السنة السابقة و تشكل القطاعات التالية الحصة الأكبر من رسملة السوق كما يلي :

القطاع المصرفي و قطاع الإتصالات و قطاع البناء 36,9 % و 21,7 % ، 12,1 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ثالثا : تطور مؤشر مازي :

جدول رقم (4_7) تطور مؤشر مازي بالدار البيضاء خلال الفترة (2005-2009)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
قيمة مؤشر مازي	5539	9479,45	12694,97	10983,7	10443,81
معدل النمو %	22,49	71,14	33,92	-13,48	-4,92

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2005 _ 2009)

على الموقع : www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/20

من خلال الجدول نلاحظ أن سنة 2005 سجلت فيها المؤشرات الرئيسية لبورصة الدار البيضاء مكاسب هامة بلغت 22,49 % ليحقق 5539 نقطة .

أما خلال سنة 2006 فقد إرتفع مؤشر بورصة الدار البيضاء بنسبة 71,14 لتحقق 9479,45 نقطة .

و إنتهت سنة 2007 على إرتفاع في مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء حيث سجل المؤشر 12694,97 نقطة بإرتفاع نسبته 33,92 % عن السنة الماضية .

و خلال سنة 2008 سجل مؤشر مازي نسبة سالبة (13,48%) و هذا بعد خمس سنوات متتالية من الإرتفاع المتواصل ليصل 10983,7 نقطة ، و يرجع هذا الإنخفاض حسب توقعات المهنيين بأن الأسعار القيم المتداولة بلغت مستويات مرتفعة من جهة ، وبسبب الازمة المالية العالمية و تأثيرها النفسي على المستثمرين من جهة أخرى .

بعد الإنخفاض الذي سجله مؤشر بورصة الدار البيضاء سنة 2008، عرفت سنة 2009 إنخفاضا طفيفا في مؤشراتها، حيث أنها تحاول إستعادة ديناميتها على غرار الأسواق المالية الدولية الأخرى إثر الأزمة المالية العالمية و عليه فقد سجل مؤشر مازي إنخفاض (4,92 %) مقارنة مع سنة 2008 لتحقيق بذلك قيمة 10443,81 نقطة ، كما نلاحظه من خلال البيان التالي .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

2 _ تطور مؤشر مازي خلال الفترة (2010-2015) :

جدول رقم (4_8) تطور مؤشر مازي بالدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة مؤشر مازي	12655,2	11027,6	9359,2	9114,14	9620	8926
معدل النمو %	21,17	-12,86	-15,13	-2,62	5,55	-7,2

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2010 _ 2015)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/20

و إستقر مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء خلال سنة 2010 عند مستوى 12655,2 نقطة بزيادة قدرها 21,17 % مقارنة مع سنة 2009 ، وهذه الزيادة تمثل تنشيط للبورصة بعد الإنخفاضات في عامي 2008 و 2009 .

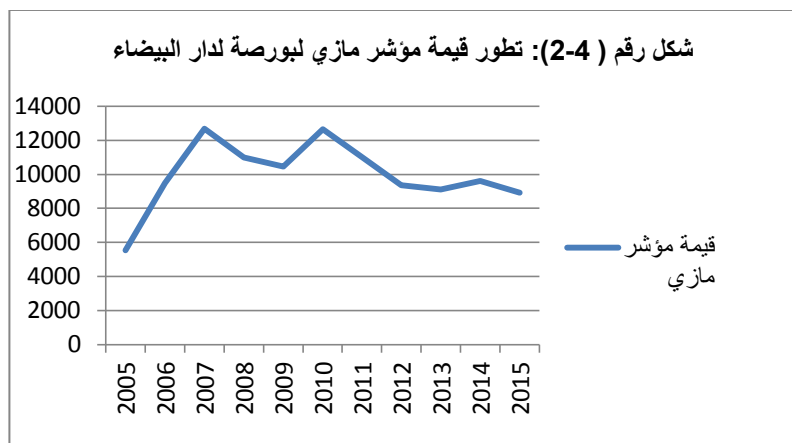
في سياق ظرف إقتصادي و مالي يطبعه تراجع الأسواق الدولية الرئيسية أنهت بورصة الدار البيضاء سنة 2011 بإنخفاض و هذا بعد إرتفاع حققته مؤشراتها سنة 2010 .

أما خلال سنة 2012 سجل مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء إنخفاضا بنسبة (15,13%) ليحقق 9359,2 نقطة .

كما قد أغلق مؤشر مازي خلال سنة 2013 على 9114,14 نقطة أي بتراجع قدره (2,62%) ، إلا أنه سجل خلال سنة 2014 إرتفاع بنسبة (5,55%) ليحقق 9620 نقطة .

أما خلال سنة 2015 فقد سجل مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء 8926 نقطة أي بإنخفاض (7,2%) مقارنة مع سنة 2014 .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر



المصدر : من إعداد الباحثة

ويبين الشكل البياني رقم (2-4) إرتفاع مؤشر بورصة الدار البيضاء قبل سنة 2008 ليشهد إنخفاض بعد ذلك نتيجة للأزمة المالية العالمية و تداعياتها على أسواق المال العالمية و العربية ثم يرتفع قليلا بعد الأزمة .

رابعا _ سوق السندات :

1- قيمة التبادل خلال الفترة (2009 _ 2005) :

جدول رقم (4 - 9): قيمة تبادل السندات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2009-2005)

(مليون درهم)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
قيمة التبادل للسندات	859,02	8586,8	10047,6	22110	10071
معدل النمو %	—	899,6	17,01	120,1	-54,45

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2009 _ 2005)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/25

من خلال الجدول نجد أن قيمة التبادل في سنة 2005 بالنسبة للسندات بلغت 859,02 مليون درهم، أما خلال سنة 2006 فقد إرتفعت قيمة التعاملات بالسندات لتصل إلى 8586,8 مليون درهم بزيادة قدرها 899,6 % عن سنة 2005 .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

و شهد سوق السندات في سنة 2007 قيمة تعاملات قدرها 10047,6 مليون درهم بإرتفاع عن السنة الماضية بنسبة 17,01 % ، فقد عرفت سنة 2007 إصدارات لقروض سنديّة تتمثل في أربعة إصدارات سنديّة بمبلغ 2675 مليون درهم .

زاد حجم التعامل بالسندات خلال سنة 2008 بنسبة 120,1 % عن السنة 2007 و يعود هذا لزيادة التعامل بالقروض السنديّة حيث بلغ عدد القروض السنديّة المصدرة 9 مقابل 4 قروض سنديّة سنة 2007.

بلغ التعامل بالسندات سنة 2009 قيمة 10071 مليون درهم أي بإنخفاض قدره (54,45 %) مقارنة مع سنة 2008 ، حيث تم إجراء 5 عمليات إصدار قروض سنديّة في سنة 2009 مقابل 9 عمليات إصدار سنة 2008 و بلغ إجمالي المبلغ الذي تم إصداره 1,5 مليار درهم .

2_ قيمة التبادل خلال الفترة مابين (2010 _ 2015) :

جدول رقم (4 - 10): قيمة تبادل السندات في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)

(مليون درهم)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة التبادل للسندات	11058	9510	8483	7584,19	5475,04	5206,4
معدل النمو %	9,8	-13,99	-10,8	-10,6	-27,8	-4,9

المصدر : من إعداد الباحثة بالإعتماد على التقارير السنوية للبورصة الدار البيضاء لسنوات (2010 _ 2015)

على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ : 2017/07/25

نلاحظ من خلال الجدول أن سنة 2010 شهدت زيادة حجم التبادل في السندات حيث بلغت 11058 مليون درهم أي بزيادة قدرها 9,8 % مقارنة مع سنة 2009 .

أما قيمة التبادل خلال سنة 2011 فقد سجلت تراجعاً مقارنة مع سنة 2010 حيث حققت مبلغ 9510 مليون درهم، أي بإنخفاض قدره (13,99 %) عن السنة الماضية .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

يتمثل حجم التعامل بالسندات بالنسبة لسنة 2012 في قيمة 8483 مليون درهم أي بإنخفاض قدره (10,8%) مقارنة مع سنة 2011 .

و خلال سنة 2013 بلغ حجم تبادل في سوق السندات قيمة 7584,19 أي بإنخفاض نسبته (10,6 %) مقارنة مع السنة التي قبلها.

و بلغ حجم التعامل بالسندات خلال سنة 2014 قيمة 5475,04 مليون درهم أي بإنخفاض قدره (27,8%) . كما سجل سوق السندات خلال سنة 2015 حجم تبادل قدره 5206,4 مليون درهم مقابل 5475,04 مليون درهم خلال سنة 2014 أي بإنخفاض نسبته (4,9 %) .

المبحث الثاني : تقييم تطور نشاط بورصة الجزائر

يتطرق هذا المبحث لتقديم بورصة الجزائر و شروط إدراج الشركات في البورصة كما يتناول كيفية التسعير في بورصة الجزائر ثم تقييم نشاط بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

المطلب الأول : تقديم بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي دخلت حيز التنفيذ سنة 1988 ، وكذلك بصدور قوانين متعلقة باستقلالية المؤسسات العمومية، حيث قسم رأس مال المؤسسات العمومية الذي يمثل حق ملكية إلى عدد من الأسهم و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم ، و منه كان لابد من إنشاء سوق للأوراق المالية يتم من خلاله تداول هذه الأسهم .

أولا _ التعريف بالبورصة :

إن إنشاء بورصة الجزائر تم من خلال المرسوم 93_10 المؤرخ في 23 ماي 1993 و المتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة القيم المنقولة و إعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم و السندات الصادرة من طرف الحكومة و شركات المساهمة كما أقر بتعيين كل من :

_ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB

- شركة تسيير بورصة القيم SGBV

1_شركة تسيير بورصة القيم :

تعتبر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة إختصارا SGBV ، شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000,00 د ج ، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93_10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997، وتمثل الشركة إطارا مضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترفيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين و الأنظمة المعمول بها .

وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية و التقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة في البورصة¹.

2_المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة :

البنوك الوطنية :

- بنك التنمية المحلية

¹ www.cosob.org :consulté le 10/06/2017

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

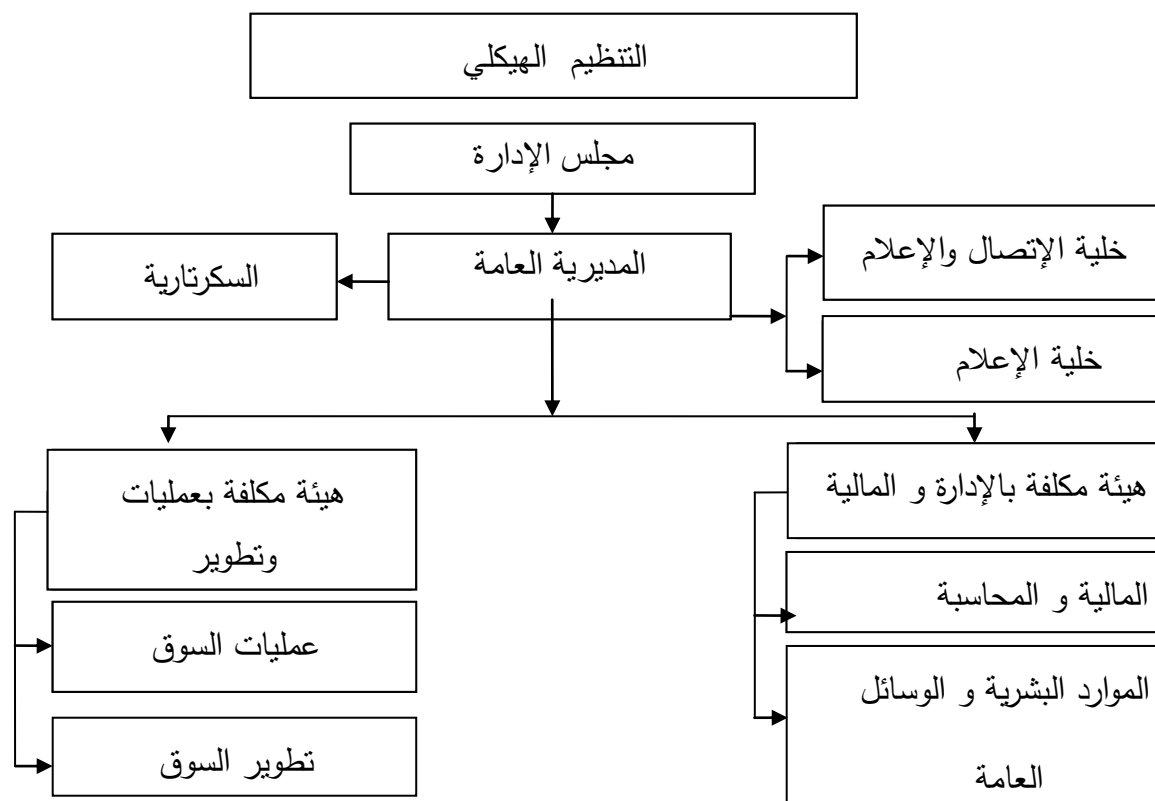
- البنك الخارجي الجزائري
 - _ بنك الفلاحة و التنمية الريفية
 - القرض الشعبي الجزائري
 - البنك الوطني الجزائري
 - الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط
 - _ شركات التأمين الوطنية
 - الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين
 - الشركة المركزية لإعادة التأمين
 - الشركة الجزائرية للتأمين
 - الشركة الجزائري للتأمينات
 - الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية
 - البنك الخاص يونيون بنك
 - المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة :
 - البنك الخارجي الجزائري ، بنك التنمية المحلية ، بنك الفلاحة و التنمية الريفية
 - القرض الشعبي الجزائري و الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط .
- 3_ مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:** تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:
- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة .
 - _ التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة و إدارة نظام التداول و التسعير .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة و إصدار النشرة الرسمية للتسعيرة . ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB) .

4_ الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر :

الشكل رقم (4_3): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



Source: www.sgbv.dz consulté le : 16 /06/2017

ثانيا_ أسواق البورصة :

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال و سوقا لسندات الدين

- تتكون سوق سندات رأس المال من :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

أ- السوق الرئيسية : الموجهة للشركات الكبرى و يوجد حاليا خمسة (05) شركات مدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية وهي :

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة .

- أليانس للتأمينات، الناشطة في قطاع التأمينات

- أن سي- ا_ روية : الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية .

- مؤسسة بيوفارم : الناشطة في القطاع الصيدلاني .

ب- وسوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة : المخصصة للشركات الصغيرة و المتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في السنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 12 _ 01 المؤرخ في 12 جانفي 2012 ، المعدل و المتمم للنظام رقم 97 - 03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012) ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عند إنطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف إستثماراتهم .

ج- سوق السندات : تتكون سوق سندات الدين من :

- سوق سندات الدين التي إصدارها الشركات ذات الأسهم و الهيئات الحكومية و الدولة .

- وسوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT)

المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية و تأسست هذه السوق في سنة 2008

و تحضى حاليا 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي يبلغ حوالي 400 مليار دينار جزائري

.

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ويتم التداول على سندات الخزينة التي تكون ذات تواريخ إستحقاق مختلفة أو متنوعة بين 7 سنوات و 10 سنوات و 15 سنة، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة و شركات التأمين التي تحوز صفة المتخصصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع .

المطلب الثاني : الإدراج و التسعير في بورصة الجزائر

لقيد الشركات في بورصة الجزائر ينبغي توفر مجموعة من الشروط في الشركات التي ترغب في القيد، كما أن لإدراج الشركات منافع عديدة يمكن أن تستفيد منها تلك الشركات .

أولا _ شروط القبول و مزايا الإدراج :

1_ شروط القبول :

أ_ السوق الرسمي :

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم (SPA)

- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دج)

_ أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب قبول .

- أن تقدم تقريراً تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة .

- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة بطلب القبول ، مالم تعفيها اللجنة من هذا الشرط .

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج .

_ إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- و إن لم يوجد ذلك ، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة .
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات .
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين و المؤسسة .
- العمل على الإمتثال لشروط الكشف عن المعلومات .
- الطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة ، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج .
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للإكتتاب العام على مائة و خمسين (150) مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج .

بـ سوق السندات :

تعتبر سندات الإستحقاق و السندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين بإستثناء سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون يجب أن يكون سعر السندات الدين التي طلب بشأنها القبول بالتداول في البورصة مساويا على الأقل لخمس مائة مليون دينار .

جـ سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة :

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما و عادة لا تملك المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الشروط اللازمة لتلبيةها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيضها فأصبحت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ملزمة بأن :

- تكون على شكل شركة ذات أسهم ، وينبغي لها أن تعيين لمدة خمس (05) سنوات، مستشارا مرافقا يسمى " مرقي البورصة " .

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- تطرح للإكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها ، بحيث توزع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهما أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج .

- تنتشر كشوفها المالية المصدقة للعامين الماضيين ما لم تعفيها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من هذا الشرط . و أما شروط الأرباح و الحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني للإدخار .

ولا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال اللجوء العلني إلى الإدخار .

المستثمرون و المؤسساتيون :

هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة البنوك و المؤسسات المالية و شركات التأمين و صناديق الإستثمار و المؤسسات المسيرة للأصول .

2_ مزايا الإدراج : يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا :

- رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة .

- مهما كانت طبيعة طموحات الشركة ، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبيرة (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة)

و أيضا زيادة أو تحسين قدرتها الإنتاجية و تخفيض ديونها ، فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل ولا ينضب .

- تنويع مصادر التمويل :

يجب على الشركة تنويع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة و بالتالي يمكن للشركة ما إن يتم إدراجها في البورصة من التزويد في السوق بالأموال الخاصة و الأموال المقترضة التي تحتاجها .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ توسيع نطاق المساهمين : تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال الشركة حتى و لو يستطيع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم .

تعزيز الشهرة : تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها و تعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني و الدولي .

و بالإضافة إلى الفوائد المباشر لإدراج في البورصة تتيح هذه العملية عدة إمكانيات نذكر منها .

- تجميع الموارد البشرية فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص بشكل عام جزءا من العملية لموظفيها و تمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها ، وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة و تحفيز الموارد البشرية .

- تحقيق إستدامة الشركات و مراقبتها الإحتياطية حيث تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضا إستدامة الشركة، و لا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي إنقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار كما تضمن المراقبة الإحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة من رأس المال، أو اللجوء إلى إستخدام المنتجات المالية المناسبة .

ثانيا : الشركات المدرجة

جدول رقم (4_11) : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الرمز	إسم الشركة	القطاع	القيمة الإسمية دج	عدد الأسهم
ALL	أليانس للتأمينات	التأمينات	200	5804511
ROUI	أن سي أروبية	الصناعة الغذائية	100	8491950
AUR	م ت ف الأوراسي	الفندقة	250	6000000
SAI	صيدال	الصناعة الصيدلانية	250	10000000
BIO	بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	200	25521875

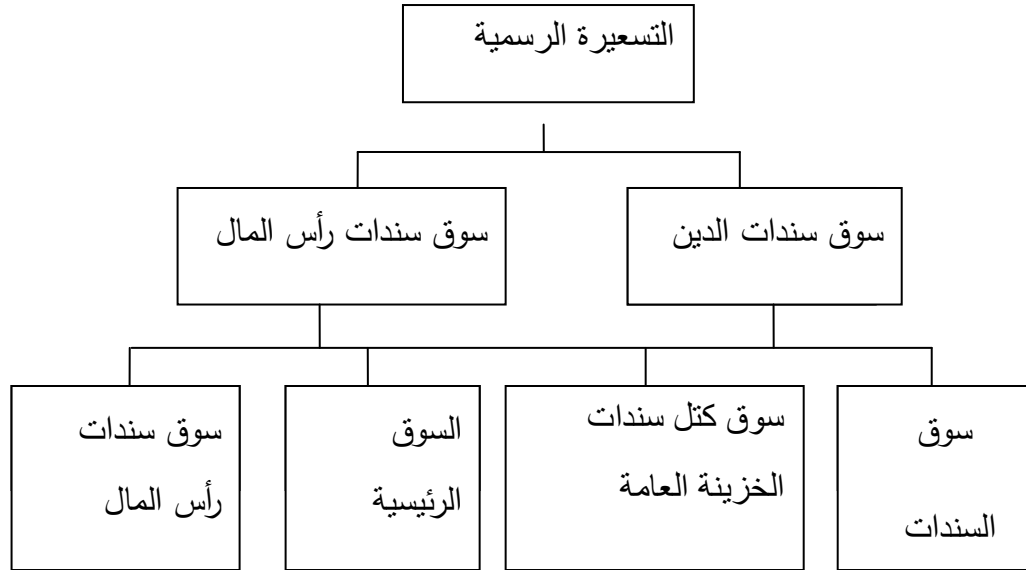
Source : www.cosob.org : Consulté le 08/06/2017

ثالثا_التسعيرة في بورصة الجزائر :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

و يمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم :

الشكل رقم (4-4) : التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة



Source: www.sgbv.dz Consulté le 03/10/2017

2_ نظام التسوية و التسليم :

تعتبر سوق البورصة الجزائرية سوقا فورية، و هو ما يعني أن المشتري يجب أن يدفع على الفور المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدر كما يجب على البائع أن يسلم السندات المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه .

وبعد إقفال الحصة تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول و على شاشات التلفزيون و على موقعها على الانترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها .

بعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة ، ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم +3) بالنسبة للقيم المنقولة و يوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية .

ومنذ تنصيب نظام الجزائرية للتسوية تم التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة إذ أصبحت تسجل في حسابات السندات و تدار من قبل ماسكي الحسابات - محافظي السندات (TCC)

- من المهم الإشارة الى أن الوسطاء في عمليات البورصة ملزمون بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يملكون السندات أو الأموال لتغطية العملية التي يرغبون في إجرائها و في حالة عدم تسليم السندات خلال الآجال

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

بعد تقديم بورصة الجزائر من حيث النشأة و الشركات المدرجة و شروط القيد في البورصة سنتناول فيما يلي تطور نشاط البورصة من حيث قيمة وحجم التداول و رسملة السوق .

أولاً- حجم تبادل الأسهم :

1- حجم تبادل الاسهم خلال الفترة (2005_2009)

جدول رقم (4 - 12): حجم تبادل الاسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2009)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
حجم تبادل الأسهم	13487	63561	35284	52103	34700
معدل النمو %	-	371,27	- 44,49	47,67	- 33,40

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2009) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/06

لم يسجل خلال سنة 2005 أي إدراج جديد في البورصة، و لا توجد إلا ثلاث قيم مسعرة أي ثلاث شركات مدرجة في البورصة و تتمثل في أسهم الرياض سطيف و مؤسسة تسيير نزل الاوراسي و صيدال ، و من خلال الجدول رقم (4 _ 12) أعلاه نلاحظ أن حجم تبادل الأسهم خلال سنة 2005 بلغ 13487 سهم و يعتبر هذا الحجم ضعيفا مقارنة مع السنة السابقة 2004، حيث سجلت حجم تبادل قدره 22183 سهم و يوزع حجم التبادل على الشركات المدرجة في البورصة كما يلي:

0,01 % بالنسبة لأسهم الرياض سطيف و 38,88 % تمثل أسهم صيدال و 61,11 % تمثل أسهم نزل الأوراسي .

كما بلغ حجم التبادل بالنسبة لسوق الأسهم خلال سنة 2006 ما قيمته 63361 سهم يتوزع كما يلي :

77,54 % الحجم الإجمالي لأسهم الأوراسي .

22,44 % من الحجم الإجمالي للتبادل لأسهم صيدال و 0,02 % من الحجم الإجمالي للتبادل لرياض سطيف، و عرف حجم التبادل خلال سنة 2006 زيادة بنسبة 371,27 % مقارنة مع سنة 2005،

وشهدت سنة 2006 سحب لأسهم الرياض سطيف .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

أما خلال سنة 2007 بلغ حجم التبادل 35284 سهم، أي بإنخفاض قدره (44,49 %) عن سنة 2006 و تتمثل حجم التعاملات في 99,38 % لأسهم الأوراسي من إجمالي الحجم المتبادل و 0,62 % فقط من الحجم الإجمالي للتبادل لأسهم صيدال .

و قد تحقق إجمالي حجم التبادل خلال سنة 2008 بقيمة 52103 سهم ، أي بارتفاع بنسبة 47,67 % مقارنة مع سنة 2007. و يتوزع إجمالي التبادل للأسهم على الشركات المدرجة كما يلي :

40,50 % بالنسبة لأسهم شركة الأوراسي ، و 59,5 % بالنسبة لأسهم شركة صيدال .

أما في سنة 2009 و من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن حجم التبادل في سوق الأسهم قد إنخفض ليصل إلى 34700 سهم و يقدر هذا الإنخفاض بنسبة (33,40 %) مقارنة مع سنة 2008 ، و يوزع حجم التبادل على الأسهم المتداولة ب 26,45 % بالنسبة لأسهم الأوراسي و 73,55 % بالنسبة لأسهم صيدال من إجمالي حجم التبادل للأسهم في البورصة .

2_ حجم تبادل الأسهم خلال الفترة (2010_2015)

جدول رقم (4- 13): حجم تبادل الأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2015)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم التبادل الأسهم	27420	231997	49471	120681	90681	2213143
معدل النمو %	-20,98	746,1	-78,676	143,9	-25,33	2356

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/06

من خلال الجدول رقم نلاحظ أن عملية التداول قد عرفت إنخفاضا خلال سنة 2010، حيث نجد أن حجم التداول قد وصل 27420 سهم أي بإنخفاض قدره (20,98 %) عن سنة 2009 .

كما شهدت السوق الأولية في سنة 2010 إصدار أسهم و ذلك بعد غياب طويل، و هذا الإصدار يتعلق بأسهم شركة التأمين أليانس ليعزز قسم الأسهم في بورصة الجزائر التي لا تتضمن سوى سهمين أحدهما لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي و الآخر لمجمع صيدال .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

أما في سنة 2011 عرفت الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر و هي أسهم كل من مجمع صيدال و فندق الأوراسي، وشركة أليانس إرتفاع في إجمالي حجم التداول حيث بلغ قيمة 231,997 سهم أي بزيادة قدرها 746,1 % مقارنة مع السنة التي قبلها، و هذه الزيادة نتيجة لإدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات.

من خلال الجدول نلاحظ أن سنة 2012 قد حققت حجم تبادل قدره 49471 سهم ، أي بإنخفاض بنسبة (78,68 %) مقارنة مع سنة 2011، و هذا راجع لتدهور في التعاملات المتعلقة بأسهم الشركات المدرجة في بورصة القيم المنقولة للجزائر و التي كانت كما يلي :

-إنخفاض في حجم التبادل لكل من أسهم شركة أليانس 85,9 %، وأسهم شركة الأوراسي ب 95,8 %، وأسهم شركة صيدال ب 49,57 % عن السنة السابقة .

كما عرفت سنة 2013 دخول أسهم شركة رويبة (NCA Rouiba) ، حيث تم إدراجها في بورصة القيم المنقولة ، أما بالنسبة لحجم التبادل خلال سنة 2013 فقد بلغ 120681 سهم، أي بزيادة قدرها 143,94 % عن سنة 2012 و يتوزع هذا الحجم المتبادل بين الأسهم المدرجة في البورصة كما يلي :

0,033 % لأسهم أليانس للتأمينات و 9,73 % لأسهم الأوراسي و 5,55 % لأسهم شركة صيدال و 84,72 % لأسهم شركة رويبة .

خلال سنة 2014 حجم تبادل وصل في نهاية السنة إلى مستوى 90111 سهم مقابل 120681 سهم خلال سنة 2013 أي بإنخفاض قدره (25,33 %) مقارنة مع السنة الماضية و يتوزع الحجم المتبادل للأسهم المسعرة في البورصة كما يلي :

شركة أليانس للتأمينات بنسبة 10,74 % و فندق الأوراسي بنسبة 8,68 % و شركة صيدال بنسبة 24,69 % و شركة رويبة 55,89 % و تشكل أكبر نسبة تداول .

خلال سنة 2015 بلغ حجم التبادل 2213143 سهم ، أي بزيادة قدرها 2356 % مقارنة مع سنة 2014، وهذه الزيادة ناتجة على الزيادة في حجم تبادل الأسهم المتداولة في البورصة مقارنة مع السنة الماضية كما يلي :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ أسهم شركة أليانس زادت بنسبة 21491,2 % و أسهم الأوراسي زادت بنسبة 26,04 % أما شركة رويبة فقد زادت التعاملات بأسهمها ب 29,77 % بالمقابل شهدت أسهم مجمع صيدال إنخفاض في حجم التبادل ب (29,24 %) عن السنة الماضية .

ثانيا- تطور القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر :

1- تطور القيمة المتبادلة للأسهم خلال الفترة مابين (2005 _ 2009):

جدول رقم (4_14) القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة مابين (2005 _ 2009)

(مليون دج)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة المتبادلة للأسهم	4,188	23,757	14,249	21,415	13,892
معدل النمو %	-	467,264	-40,02	50,29	-35,13

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/08

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المتبادلة في سنة 2005 بلغت 4,188 مليون دج ، مقابل 8,4 مليون دج سنة 2004 ، وهذا يعني إنخفاض في القيمة المتبادلة لسنة 2005 مقارنة مع السنة التي قبلها و تتوزع هذه القيمة على الشركات المدرجة في البورصة كما يلي :

57,70 % من إجمالي القيمة المتبادلة لأسهم الأوراسي و 42,30 % فيما يتعلق بأسهم صيدال و 7 دج فقط لأسهم الرياض سطيف مقابل 3 ملايين سنة 2004 و هذا يعني أن شركة الرياض سطيف شهدت خلال سنة 2005 صعوبات مالية جعلتها غير قادرة على الإستمرار ضمن جدول التسعيرة ، أما

كل من أسعار أسهم شركتي تسيير نزل الأوراسي و صيدال عرفتا تحسنا طفيفا سنة 2005 .

إرتفعت القيمة المتبادلة الإجمالية لسنة 2006 ب 467,24 % مقارنة مع سنة 2005 حيث بلغت 23,757 مليون دج و زعت هذه القيمة كما يلي :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

76,28 % من القيمة المتبادلة الإجمالية بالنسبة لأسهم الأوراسي، و 23,71 % من القيمة المتبادلة الإجمالية بالنسبة لأسهم صيدال، أما أسهم الرياض سطيف فشكّلت قيمة تبادلها 0,01 % من إجمالي القيمة المتبادلة .

خلال سنة 2007 فقد إنخفضت القيمة المتبادلة ب (40,02 %) مقارنة مع سنة 2006 .

و لقد شهد إجمالي المبلغ المتبادل خلال سنة 2008 إرتفاع حيث بلغت قيمته 21,415 مليون دج ،

بإرتفاع قدره 50,29 % مقارنة مع سنة 2008، و تتوزع القيمة المتبادلة على الشركات المسعرة في البورصة بالترتيب كما يلي : 42,10 % لفندق الأوراسي و من إجمالي القيمة التي تم تبادلها، حيث إنخفضت قيمة التبادل في أسهم هذه الشركة مقارنة مع سنة 2007 ب 36,01 % ، أي مبلغ 5,144 مليون دج، أما شركة صيدال فقد إرتفعت قيمة تبادل أسهمها لتمثل 57,89 % من إجمالي القيمة المتبادل في قسم الأسهم .

و قد بلغ إجمالي القيمة المتبادلة سنة 2009 قيمة 13892 مليون دج أي بإنخفاض قدره (35,13 %) بالمقارنة مع سنة 2008 و تشكل أسهم شركة صيدال نسبة 70,26 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في بورصة الجزائر مقابل 29,73 % لفندق الأوراسي .

2-القيمة المتبادلة للأسهم خلال الفترة مابين (2010 _ 2015) :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

جدول رقم (4_15) القيمة المتبادلة للأسهم في بورصة الجزائر خلال الفترة مابين (2010_2015)

(مليون دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة المتبادلة للأسهم	11,986	185,119	36,039	49,117	81,410	1251,96
معدل النمو %	-13,72	144,46	-80,53	36,29	65,75	1437,8

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/08 .

خلال سنة 2010 إنخفضت القيمة المتبادلة للأسهم المتداولة لتصل إلى قيمة 11,986 مليون دج أي بإنخفاض بنسبة (13,72 %) مقارنة مع سنة 2009 ، و هذا الإنخفاض في القيمة المتبادلة راجع لإنخفاض في القيمة المتبادلة المتعلقة بأسهم مجموعة صيدال خلال سنة 2009، أما أسهم مؤسسة تسيير نزل الأوراسي فعرفت إرتفاعا مقارنة مع السنة المالية التي قبلها لكن الإنخفاض في قيمة أسهم صيدال غطى هذا الإرتفاع .

شهدت القيمة المتبادلة خلال سنة 2011 إرتفاع حيث حققت قيمة 185,119 مليون دج، أي بزيادة قدرها 144,46 % مقارنة مع سنة 2010 ، وهذا نتيجة لإرتفاع في القيمة المتبادلة في أسهم شركة أليانس للتأمينات و أسهم مجمع صيدال مقابل إنخفاض في حجم القيمة المتبادلة لأسهم الأوراسي .

خلال سنة 2012 نلاحظ إنخفاض في القيمة المتبادلة ب 80,53 % مقارنة مع سنة 2011 و هذا التراجع يعود إلى :

- إنخفاض في القيمة المتبادلة لكل من أسهم شركة أليانس ب 85,92 % و أسهم شركة الأوراسي بنسبة 15,02 % ، و أسهم مجمع صيدال بنسبة 53,75 % .

شهدت القيمة المتبادلة سنة 2013 زيادة لتصل إلى قيمة 49,117 مليون دج أي بإرتفاع قدره 39,29 % عن السنة الماضية و هذه القيمة تتوزع على الأسهم المسعرة في بورصة القيم المنقولة كما يلي :

شركة أليانس للتأمينات بنسبة 0,056 % و فندق الأوراسي بنسبة 8,65 % و شركة صيدال 7,94 % و شركة روية بنسبة 83,36 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

و عند نهاية سنة 2014 وصلت القيمة الإجمالية المتبادلة للأسهم المتداولة في البورصة 81,410 مليون دج أي بزيادة قدرها 65,75 % مقارنة مع سنة 2013، موزعة كما يلي :

أليانس للتأمينات 6,95 % ، فندق الأوراسي 53,24 % و شركة صيدال 14,87 % و شركة رويبة 24,94 % .

إرتفعت القيمة المتبادلة للأسهم المسعرة في البورصة خلال سنة 2015، حيث وصلت قيمتها 1251,96 مليون دج بزيادة قدرها 1437,8 % مقارنة مع سنة 2014 و تشكل أسهم أليانس النسبة الأكبر في قيمة التداول حيث حققت الجانب الأكبر في هذا الإرتفاع بنسبة 77,69 % مقارنة مع سنة 2014 .

أما كل من أسهم فندق الأوراسي و صيدال فقد حقق أسهم هاتين الشركتين إنخفاض بنسب متفاوتة .

ثالثا_ تطور رسملة السوق:

1_ خلال الفترة ما بين (2005_2009):

جدول رقم (4-16) رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)

(مليون دج)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
رسملة السوق	10400	6710	6460	6500	6500
معدل النمو %	-	-35,48	-3,73	-0,62	0

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2009) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/08

بلغ مجموع الرسملة السوقية في بورصة الجزائر سنة 2005 ما قيمته 10400 مليون دج ، و تتوزع هذه القيمة على الشركات المدرجة في البورصة كما يلي :

17,31 % فيما يتعلق بأسهم الأوراسي و 48,08 % فيما يخص أسهم الرياض سطيف و 34,62 % فيما يخص أسهم صيدال .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

كما قدرت القيمة السوقية سنة 2006 ما قيمته 6710 مليون دج أي بإنخفاض يقدر ب (35,48 %) مقارنة مع سنة 2005 و يفسر هذا الإنخفاض بإنسحاب أسهم رياض سطيف التي كانت تمثل سنة 2005 ما قيمته 5 ملايين دج من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصة غير أن هذا الإنخفاض قابله إرتفاع معتبر لأسعار أسهم الأوراسي و أسهم صيدال بنسبة 28% و 22% في الرسملة السوقية ، و تتوزع القيمة السوقية لسنة 2006 على الشركات المدرجة في البورصة كما يلي :

65,58 % فيما يتعلق بأسهم شركة صيدال و 34,43 % لاسهم الأوراسي .

بلغت الرسملة السوقية في بورصة الجزائر في نهاية سنة 2007 ما قيمته 6460 مليون دج تتوزع كما يلي : 38,08 % لأسهم الأوراسي و 61,92 % بالنسبة لأسهم صيدال .

و شهدت القيمة السوقية خلال سنة 2008 إرتفاع طفيف لتصل إلى مبلغ : 6500 مليون دج أي بزيادة قدرها 0,619 % مقارنة مع سنة 2007 .

كما بلغت رسملة البورصة سنة 2009 قيمة 6500 مليون دج أي أن المبلغ بقي ثابت لم يتغير مقارنة مع سنة 2008 .

2_ رسملة خلال الفترة (2010_2015)

جدول رقم (4-17) رسملة السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)
(مليون دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رسملة السوق	7900	14967,74	13028	13819,99	14793,25	15429,08
معدل النمو %	21,54	89,47	-12,95	6,07	7,04	4,30

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/08

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة السوقية إستقرت في نهاية 2010 عند مبلغ 7900 مليون دج أي بزيادة قدرها 21,54 % مقارنة مع سنة 2009 و هذا نتيجة لإرتفاع سعر سند صيدال ب 36,84 % خلال سنة 2010 .

بلغت الرسملة السوقية لسنة 2011 قيمة 14967,74 مليون دج بزيادة قدرها 89,47 % مقارنة مع سنة 2010 .

من خلال الجدول نلاحظ أن الرسملة البورصية خلال سنة 2012 إنخفضت لتصل 13028 مليون دج، أي بإنخفاض بنسبة (12,95 %) مقارنة مع سنة 2011 .

أما في سنة 2013 فقد بلغت القيمة السوقية 13819,99 مليون دج أي بزيادة قدرها 6,07 % مقارنة مع سنة 2012 .

الرسملة البورصية في نهاية 2014 حققت مبلغ 147993,25 مليون دج أي بزيادة قدرها 7,04 % مقارنة مع سنة 2013 .

خلال سنة 2015 حققت الرسملة البورصية قيمة 15429,078 مليون دج أي بزيادة قدرها 4,30 % مقارنة مع سنة 2014 و هذه القيمة السوقية موزعة بين الأسهم المتداولة في البورصة بالنسب التالية : أليانس بنسبة 20,32 % و الأوراسي 18,67 % و رويبة بنسبة 19,54 % و مجمع صيدال 41,48 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

رابعا _ تطور سوق السندات في الجزائر : إلى جانب سوق الأسهم يوجد سوق السندات حيث يتم فيه تبادل السندات .

1_ حجم التبادل السندات :

1-1 - خلال الفترة مابين (2005 - 2009):

جدول رقم (4_ 18) حجم السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_ 2009)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
حجم التبادل	-	12449	94649	132007	108863
معدل النمو %	-	-	660,29	39,47	-17,53

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2009) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/10

من خلال الجدول نلاحظ أن حجم تبادل السندات المصدرة في بورصة الجزائر مع نهاية 2006 بلغ 12449 سند تمثلت فيما يلي :

_ سندات سونلغاز الذي تم إصدارها في ماي 2006 على أن ينتهي آجال إستحقاقه في ماي 2011 قيمتها 11,65 مليار دينار، و قد سبق لشركة سونلغاز إصدار سندات خلال سنوات 2004 و 2005 و تعتبر هذه الشركة الوحيدة التي تقوم بالتمويل الطويل الأجل مدته 9 سنوات و 11 سنة و تعمل هذه الشركة بمبدأ التنويع في مصادرها التمويلية لتلبية حاجات برامجها الإستثمارية .

_ المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP) : أصدرت هذه الشركة قرض سندي بقيمة 8 ملايين دج .

_ الشركة العربية للإيجار (ALC) : قرض سندي بقيمة 3,65 ملايين دج ، وتعتبر الشركة العربية للإيجار المؤسسة المالية الاولى من القطاع الخاص التي تتعامل في السوق السندي للحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها الإيجاري، و يتكون المساهمون الرئيسيون فيها من الشركة المصرفية العربية الجزائرية 34% ، و شركة الإستثمار العربية 25 % و الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط (20 %) و الشركة المالية 7 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ أصدرت شركة إتصالات الجزائر سنة 2006 قرضا سنديا مشتركا عموميا و مؤسسيا بقيمة 21,59 مليار دج ، ويوجه هذا القرض لتمويل إقتناء تجهيزات لتطوير شبكة الهاتف النقال التابع لفرع موبيليس و لتمويل إستثمارات خاصة بشركة إتصالات الجزائر .

و قد بلغ حجم التبادل في السوق السندية خلال سنة 2007 قيمة 94649 سند أي بزيادة تقدر ب 660,29 % عن سنة 2006 ، حيث سجلت سنة 2007 إدخال سندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية.

خلال سنة 2008 إرتفع حجم التبادل بالسندات ليصل إلى 13007 سند بزيادة نسبتها 39,47 % مقارنة مع سنة 2007 و تتمثل السندات في :

- سندات شركة سونلغاز حيث عرف حجم تداول يمثل 19,35 % من إجمالي الحجم المتداول للسندات و هذه السندات تستحق في سنة 2014 .

و إضافة لتلك السندات توجد لشركة سونلغاز سندات تستحق خلال سنة 2011 و تمثل حجم تداول قدره 21,43 % من إجمالي حجم التداول .

_ أما سندات إتصالات الجزائر التي تستحق بتاريخ 2011 فقد شكل حجم تداولها نسبة 27,67 % من إجمالي حجم التداول .

_سندات الخطوط الجوية الجزائرية تستحق بتاريخ 2010 بحجم تداول 22,62 % من الحجم الإجمالي للتداول حيث عرفت إرتفاع في التداول مقارنة مع السنة الماضية 2007 .

و بلغ حجم السندات المتبادلة سنة 2009 قيمة 108863 سند بإنخفاض يقدر ب(17,53 %) عن السنة الماضية و يتوزع هذا العدد على السندات بالنسب التالية من الحجم الأجمالي للتبادل :

0,27 % لسندات دحلي و 39,09 % لسندات سونلغاز التي تستحق في سنة 2014 و نسبة 7,17 % لسندات سونلغاز التي تستحق سنة 2011 ، أما سندات إتصالات الجزائر التي تستحق بتاريخ 2011 فحققت إرتفاع في حجم التداول مقارنة مع السنة الماضية بنسبة 41,38 % من إجمالي حجم التبادل . و نسبة 12,08 % من إجمالي حجم التداول للسندات .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

1_2_ حجم التبادل السندات خلال الفترة مابين (2010_2015):

جدول رقم (4-19) : حجم تبادل السندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)

(مليون دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم التبادل السندات	90309	20957	124419	6908	11839	758
معدل النمو %	-17,04	-76,79	493,69	-94,45	71,38	-93,60

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/10

_ نلاحظ من خلال الجدول أن حجم التبادل شهد إنخفاض ليصل سنة 2010 قيمة 90309 سند أي بإنخفاض قدره (17,04%) مقارنة مع سنة 2009 و هذا يعود لحلول آجال إستحقاق بعض السندات كسندات الخطوط الجوية الجزائرية و بناءا على ذلك تم سحبه من جدول التسعيرة كذلك نتيجة لإنخفاض حجم تبادل سندات الخطوط الجوية الجزائرية بنسبة (56,20 %) ، أما سندات شركة دحلي فقد شهدت إرتفاع في حجم معاملات بها مقارنة مع السنة الماضية بنسبة (276,67%) ليصل بذلك خلال سنة 2010 قيمة 1130 سند مقابل 300 فقط سنة 2009 .

كما شهدت سندات سونلغاز (ذات إستحقاق بسنة 2011) إرتفاعا ملحوظا حيث بلغ حجم تبادلها بقيمة 15561 سند أي بزيادة قدرها 99,24 % مقارنة مع سنة 2009.

و بلغ الحجم الإجمالي للتبادل لسندات سونلغاز (التي تستحق سنة 2014) خلال سنة 2010 قيمة 49483 سند بزيادة بنسبة 16,28 % مقارنة مع سنة 2009 .

أما سندات إتصالات الجزائر بلغ حجم تبادل هذه السندات خلال السنة 2010 قيمة 18374 سند و بذلك يكون قد سجل إنخفاضا مقارنة مع السنة الماضية بنسبة (59,21 %) .

_ كما نلاحظ من الجدول السابق أن خلال سنة 2011 قد إنخفض ب (76,79 %) مقارنة مع سنة 2011 حيث يتمثل هذا التدهور مقارنة مع السنة الماضية في ما يلي :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

إنخفاض حجم معاملات سندات إتصالات الجزائر ب (77,62 %)، و إنخفاض كل من حجم معاملات سندات سونلغاز بإستحقاق لسنة 2011 يقدر ب (96,54 %) و سندات سونلغاز ذات إستحقاق 2014 بنسبة (70,54 %)، أما سندات شركة دحلي (التي تستحق بسنة 2016) فهي السندات الوحيدة التي شهدت إرتفاع في حجم تبادل خلال سنة 2011 بنسبة 50,44 % مقارنة مع السنة الماضية .

_ خلال سنة 2012 بقي سندي فقط للتداول هما : سندات سونلغاز التي تستحق في سنة 2014 و سندات دحلي التي تستحق سنة 2016 ، أما عن حجم التبادل خلال سنة 2012 فقد إرتفع ليصل إلى 124419 سند و هذا بزيادة قدرها 493,69 % عن سنة 2011 و تمثل في إرتفاع حجم التبادل سندات سونلغاز بنسبة 647,1 % عن سنة 2011 ، أما بالنسبة لسندات دحلي حققت زيادة في حجم التبادل ب 799,47 % مقارنة مع سنة 2011.

و شهد حجم التبادل خلال سنة 2013 إنخفاض بنسبة (94,45 %) مقارنة مع سنة 2012 ليحقق 6908 سند متبادل و هذا الإنخفاض ناتج عن إنخفاض في السندات المتداولة المتمثلة في سندات سونلغاز ذات الإستحقاق 2014 وسندات شركة دحلي ذات الإستحقاق 2016 على الترتيب بالنسب التالية (74,76 %) و (97,2 %) مقارنة مع السنة الماضية .

أما خلال سنة 2014 فقد بلغ حجم التبادل في سوق السندات 11839 سند بزيادة تقدر بنسبة 71,38 % عن سنة 2013 و هذا الإرتفاع يعود لإرتفاع حجم تبادل سندات شركة دحلي بنسبة 164,5 % مقابل إنخفاض في حجم تبادل شركة سونلغاز بنسبة (46,56 %) .

و يبلغ حجم السندات المتداولة خلال سنة 2015 قيمة 758 سند متمثلة في سندات شركة دحلي ، أي بإنخفاض نسبته (93,60 %) مقارنة بالسنة الماضية 2014 ، ويفضل المستثمرين الإحتفاظ بالسندات حتى تاريخ الإستحقاق .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

2_ القيمة المتبادلة للسندات :

2_1- القيمة المتبادلة للسندات خلال الفترة ما بين (2005-2009) :

جدول رقم (4-20) : القيمة المتبادلة للسندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)
(مليون دج)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة المتبادلة	-	125,65	945,9	1197,1	882,76
معدل النمو %	-	-	652,9	26,55	-26,26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2009) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/10

خلال سنة 2005 شهدت السوق السندية إصدارات معتبرة بلغت 7 قروض سندية حيث تم رفع التعامل بالسندات لمبلغ 62,72 مليار دينار في سنة 2005 أي بزيادة تقدر ب 40 % عن سنة 2004 و يجسد هذا الإرتفاع في اللجوء المتزايد من المؤسسات الكبرى إلى التمويل من السوق السندية و من بين المؤسسات التي تتعامل في هذه السوق هي :

_ مؤسسة سونلغاز و التي أصدرت قرضين سنديين .

_ شركة الخطوط الجوية الجزائرية حيث قامت هذه الشركة خلال سنة 2005 بإصدار قرض سندي بقيمة 12820 مليون دج ، وساهم هذا المبلغ في تمويل شراء طائرات جديدة .

- شركة إتصالات الجزائر حيث لجأت هذه الشركة لأول مرة لسوق المالي في سنة 2005 بإصدارها قرضا سنديا بقيمة 6500 مليون دج ، ووجهت هذه الأموال إلى تمويل إقتناء تجهيزات لعصرنة شبكات الشركة .

- المؤسسة الوطنية للحفر : و تعتبر هذه المؤسسة فرع من فروع سوناطراك، تعمل في مجال القطاع الشبه البترولي و قد دخلت خلال سنة 2005 لأول مرة السوق السندي من خلال إصدار سندات بمبلغ

8 ملايين دج و هذا القرض يستفيد من الكفالة الشخصية لسوناطراك .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- شركة سيفيتال حيث تنتمي هذه الشركة للقطاع الخاص و تعتبر أول شركة خاصة تلجأ للسوق السندية من أجل الحصول على التمويل لتطوير نشاطها ، وبلغ القرض السندي التي أصدرته 5 ملايين دج مضمونا برهون عقارية و الرهون الحيازة على ممتلكات الشركة العقارية و تجهيزاتها، و يعتبر دخول شركة سيفيتال إلى السوق المالية مرحلة إنتقال لمشاركة القطاع الخاص و ذلك لكون اللجوء المتزايد للمؤسسات العمومية إلى السوق السندية يمارس تأثير إيجابيا على القطاع الخاص¹.

أما خلال سنة 2006 فقد بلغت القيمة المتبادلة 125,65 مليون دج ،حيث بدأت التسعيرة لسندات التي تم إصدارها سنة 2005 و بدأ السوق السندي يشهد دخول شركات لطلب التمويل .

أما القيمة المتبادلة خلال سنة 2007 فقد إرتفعت إلى 945,9 مليون دج أي بزيادة 652,9 % عن سنة 2006، تتوزع هذه القيمة كما يلي : 14,1 % من إجمالي القيمة المتبادلة تتعلق بسندات شركة الخطوط الجوية الجزائرية، 21,36 % تتعلق بشركة سونلغاز و 64,5 % لسندات شركة إتصالات الجزائر .

شهدت القيمة المتداولة سنة 2008 إرتفاع ب 26,55 % مقارنة مع السنة 2007 ، حيث تمثلت إجمالي القيمة المتبادلة في سوق السندات خلال سنة 2008 ما قيمته 1197,1 مليون دج ، وتتوزع هذه القيمة على مجموعة من السندات المتداولة كما يلي :

سندات شركة سونلغاز تستحق في سنة 2014 بنسبة 10,67 % من إجمالي القيمة المتداولة .

سندات سونلغاز التي تستحق بسنة 2011 بنسبة 23,73 % من إجمالي القيمة المتبادلة .

_سندات الخطوط الجوية الجزائرية ذات الإستحقاق بسنة 2010 بنسبة 35,04 % من إجمالي المبلغ المتداول في سوق السندات .

_ كما شهدت السوق الأولية خلال سنة 2008 ثلاثة قروض سندية جديدة و تم رفع مبلغ الأموال المقترضة إلى 36 مليار دج مقابل 7,8 مليار سنة 2007 .

_ و بلغت القيمة المتداولة سنة 2009 مبلغ 882,76 مليون دج أي بإنخفاض قدره (17,53 %)، مقارنة مع سنة 2009 و تتوزع كما يلي :

¹ تم التحليل بالإعتماد على معطيات التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2015) على الموقع : www.cosob.org تم الاطلاع

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

سندات شركة دحلي التي تستحق في 2016 بنسبة 0,33 % ، و سندات سونلغاز التي تستحق في 2014 بنسبة 24,10 % من إجمالي القيمة المتداولة ، أما سندات سونلغاز تستحق في سنة 2011 بنسبة 8,85 % و سندات إتصالات الجزائر تستحق في سنة 2011 بنسبة 51,52 % من إجمالي القيمة المتداولة ، أما عن سندات الخطوط الجوية الجزائرية التي تستحق في سنة 2010 فقد حققت نسبة 15,19 % من إجمالي القيمة المتبادلة و هذا يعني إنخفاض في القيمة المتبادلة لهذه السندات مقارنة مع السنة الماضية .

2_2- القيمة المتبادلة للسندات خلال الفترة مابين (2010-2015) :

جدول رقم (4-21) القيمة المتبادلة للسندات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)

(مليون دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة المتبادلة للسندات	655,084	136,104	637,15	51,911	107,54	7,58
معدل النمو %	-25,79	-79,22	368,13	-91,85	107,15	-92,95

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/10

_ من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المتبادلة في سوق السندات سجلت خلال سنة 2010 تراجعاً لتصل إلى قيمة 655,08 مليون دج أي بإنخفاض بنسبة (25,79%) و هذا التراجع يعود إلى تدهور في قيمة التعاملات في البورصة مقارنة مع سنة 2009 كما يلي :

تدهور القيمة المتبادلة لسندات الخطوط الجوية الجزائرية بنسبة 56,06 % ، و بلغت القيمة المتبادلة لسندات إتصالات الجزائر قيمة 183,94 مليون دج أي بإنخفاض 147,25 % عن سنة 2009 .

و بلغت القيمة الإجمالية المتبادلة لسندات سونلغاز (بتاريخ إستحقاق سنة 2011) خلال سنة 2010 قيمة 156,49 مليون دج بزيادة قدرها 100,35 % مقارنة مع سنة 2009 .

بالإضافة إلى أنه تمت مبادلة سندات سونلغاز ذات الإستحقاق لسنة 2014 بقيمة إجمالية متبادلة قدرت ب 247,52 مليون دج، أي بزيادة عن سنة 2009 سنة 16,33 % .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ خلال سنة 2011 إنخفضت القيمة المتبادلة لشركة إتصالات الجزائر بنسبة 77,59 % مقارنة مع 2010

.

أما القيمة المتبادلة لكل من سونلغاز ذات إستحقاق 2011 فقد إنخفضت بنسبة 96,55 % و سندات سونلغاز بإستحقاق 2014 بنسبة 70,49 % مقارنة مع سنة 2010 ، أما القيمة المتبادلة لسندات شركة دحلي التي تستحق بسنة 2016 فقد إرتفعت بنسبة 63,45 % .

_ و بلغت القيمة المتبادلة الإجمالية للسندات خلال سنة 2012 قيمة 637,15 مليون دج أي بزيادة تقدر بنسبة 368,13 % عن سنة 2011 ، وهذا إثر زيادة في القيمة المتبادلة لسندات شركة دحلي خلال سنة 2012 مقارنة مع السنة الماضية .

أما القيمة المتبادلة خلال سنة 2013 فقد بلغت قيمة 51,91 مليون دج أي بإنخفاض قدره (91,85 %) مقارنة مع سنة 2012 .

و حققت البورصة خلال سنة 2014 قيمة متبادلة في السندات تقدر بمبلغ 107,54 مليون دج، أي بزيادة 107,15 % عن سنة 2013 و تتمثل في إرتفاع سندات شركة دحلي بنسبة 171,03 % مقابل إنخفاض في قيمة سندات شركة سونلغاز بنسبة (46,52 %) .

وبلغت القيمة الإجمالية المتبادلة لسنة 2015 قيمة 7,58 مليون دج و هو تراجع بنسبة (92,95 %) مقارنة مع سنة 2014 .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

3_ إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر (الأسهم والسندات):

3_1_ جدول رقم (4-22) إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2009)

(مليون دج)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة المتبادلة في الأسهم	4,188	23,757	14,249	21,415	13,892
القيمة المتبادلة في السندات	—	125,65	945,9	1197,1	882,76
مجموع القيمة المتبادلة	4,188	149,41	960,15	1218,52	896,65

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2005_2009) على الموقع : www.cosob.org تم

الإطلاع بتاريخ 2018/04/16

من خلال الجدول رقم (4_22) نلاحظ أن مجموع القيمة المتداولة خلال السنوات من 2005 إلى سنة 2009 إرتفعت من سنة لأخرى ، حيث كانت تبلغ خلال سنة 2005 قيمة 4,188 مليون دج زادت لتصبح سنة 2009 بقيمة 896,65 مليون دج ، وهذه الزيادة كانت نتيجة للإرتفاع الذي حدث في قيمة التعاملات بالسندات مقارنة مع قيمة التعامل بالأسهم التي تعتبر أقل مقارنة مع السندات ، حيث تمثل قيمة تبادل السندات خلال سنة 2009 نسبة 98,45 % من إجمالي القيمة المتبادلة أما القيمة المتبادلة للسندات فلا تشكل سوى نسبة 1,55 % من إجمالي القيمة المتبادلة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

3_2 إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015):

جدول رقم (4-23) إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010_2015)

(مليون دج)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة المتبادلة في الأسهم	11,986	185,119	36,039	49,117	81,410	1251,96
القيمة المتبادلة في السندات	655,084	136,104	637,15	51,911	107,54	7,58
مجموع القيمة المتبادلة	667,1	321,22	673,19	101,03	188,95	1259,54

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر لسنوات (2010_2015) على الموقع : www.cosob.org

تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/16

من خلال الجدول رقم (4_23) نلاحظ ان القيمة المتبادلة للسندات خلال سنة 2010 كانت أعلى من من القيمة المتبادلة للأسهم حيث شكل التعامل بالسندات نسبة 98,2 % من إجمالي القيمة المتبادلة، أما خلال سنة 2011 فقد إنخفضت هذه القيمة ليصبح التعامل بالأسهم أكبر حيث مثل نسبة 57,63 % من إجمالي القيمة المتبادلة و يمثل التعامل بالأسهم نسبة 42,37 % من إجمالي القيمة المتبادلة خلال سنة 2011 ، أما خلال السنوات 2012 و 2013 و 2014 فقد إنخفض التعامل بالأسهم مقارنة بالسندات، لتشكل القيمة المتبادلة للسندات نسبة 56,9 % من إجمالي القيمة المتبادلة خلال سنة 2014 ، وخلال سنة 2015 شهد التعامل بالأسهم إرتفاع مقارنة مع السندات و هذا راجع لحلول آجال إستحقاق أغلبية السندات المتداولة .

من خلال ما سبق و إذا إستثنينا سنة 2011 و سنة 2015 فإننا نجد أن التعامل بالسندات في بورصة الجزائر يشكل النسبة الأكبر من إجمالي القيمة المتبادلة للأوراق المالية المتداولة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

المبحث الثالث : تقييم أداء بورصة المغرب و بورصة الجزائر

لمعرفة مدى مساهمة كل من بورصة الدار البيضاء و بورصة الجزائر في الإقتصاد سوف نقوم بدراسة و مقارنة بعض مؤشرات الأداء المتعلقة بأسواق الأوراق المالية للبلدين و مدى نجاعة إستراتيجياتها ، ثم نتطرق لأهم العقبات التي تعيق تطور البورصة للبلدين بشكل خاص و أسواق الأوراق المالية المغربية بشكل عام بإعتبارها من دول الجنوب و في الأخير نتناول المتطلبات الواجب القيام بها لنهوض بالبورصات المغربية و تطويرها.

المطلب الأول : مقارنة مؤشرات الأداء للبورصة المغرب و الجزائر

إن أهم المؤشرات التي سوف نعتمد عليها لمعرفة مدى مساهمة كلا من البورصتين في الإقتصاد هي المؤشرات التي تقيس حجم السوق و المتمثلة في مؤشر نسبة رأس مال السوق و مؤشر عدد الشركات المدرجة بالإضافة للمؤشرات التي تقيس سيولة السوق و التي تتمثل في نسبة حجم السوق و معدل الدوران .

أولاً- مؤشرات حجم السوق :

جدول رقم (4-24) يوضح مؤشرات حجم السوق في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005-2015)

بورصة الدار البيضاء		بورصة الجزائر		السنوات
عدد الشركات المدرجة ****	نسبة رأس مال السوق % ***	عدد الشركات المدرجة **	نسبة رأس مال السوق % *	المؤشرات
54	43,749	3	0,138	2005
63	71,992	3	0,079	2006
73	85,512	2	0,069	2007
77	71,073	2	0,059	2008
76	79,858	2	0,065	2009
73	74,443	2	0,066	2010
75	59,279	3	0,103	2011
76	53,533	3	0,081	2012
75	51,793	4	0,083	2013
74	48,569	4	0,086	2014
74	45,685	4	0,093	2015

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات البنك الدولي و صندوق النقد العربي و بورصة الجزائر.

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

* تم تحديد نسبة رأسمال السوق في بورصة الجزائر بالإعتماد على بيانات من الموقع: www.cosob.org تم الإطلاع بتاريخ 2018/04/20 :

بالإضافة إلى المواقع :

** الإعتماد على تقارير بورصة الجزائر على الموقع: www.cosob.org تم الإطلاع بتاريخ : 2018/04/20

*** الإعتماد على بيانات البنك الدولي على الموقع: www.worldbank.org تم الإطلاع بتاريخ : 2018/04/20

**** الإعتماد على تقارير صندوق النقد العربي على الموقع : www.amf.org تم الإطلاع بتاريخ : 2018/04/20

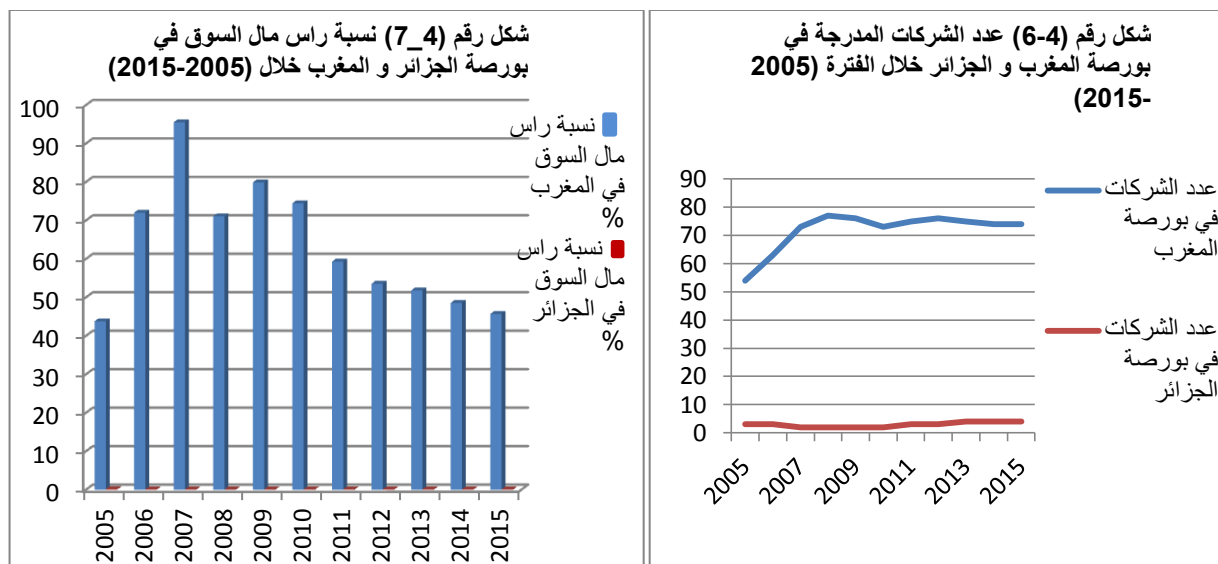
1_ التعليق على مؤشرات حجم السوق :

يم قياس حجم السوق من خلال مؤشرين هما : مؤشر نسبة رأس المال و مؤشر عدد الشركات المدرجة بالسوق .

أ_ مؤشر نسبة رأس مال السوق في الجزائر :

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر خلال سنة 2005 بلغت 0,138 % ، أما خلال سنة 2007 فقد إنخفضت إلى 0,069 % ثم إلى نسبة 0,059 % سنة 2008، أما سنة 2009 و سنة 2010 فقد حققت نسبة رأس المال السوق نسبة أقل من 0,1 % خلال الفترة من 2006 حتى 2010، لكن في سنة 2011 شهدت إرتفاع طفيف لتصل 0,103 % ثم تعود لتتخف في حدود 0,09 % خلال الفترة المتبقية من سنة 2012 إلى غاية 2015، بنسبة رأس مال سوق قدرها 0,093 % من خلال ما سبق نستنتج أن مؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الجزائر تقارب 0,1% خلال الفترة محل الدراسة ، و أن عند مقارنة القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر مع إجمالي الناتج المحلي الإجمالي نجد أن القيم المسعرة في البورصة ضئيلة جدا مقارنة مع إجمالي الناتج المحلي ، و هذا يعني عدم قدرة بورصة الجزائر على تعبئة المدخرات و توجيهها إلى المشاريع الإستثمارية و عدم قدرة سوق الأوراق المالية في الجزائر على حشد رؤوس الأموال اللازمة للإستثمار .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثة

ب- مؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الدار البيضاء :

بالنسبة لمؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الدار البيضاء نلاحظ من خلال الجدول رقم (4_24)

أن هذه النسبة لمؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الدار البيضاء نلاحظ من خلال الجدول رقم (4_24) أن هذه النسبة خلال سنة 2005 بلغت 43,75 % أما في سنة 2006 فقد شهدت إرتفاع لتصل إلى 71,99 % ثم 95,5 % سنة 2007 و هي أكبر نسبة حققتها بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2010-2015)، أما في سنة 2008 فقد شهدت تراجعاً لتصل 71,07 % ثم ترتفع إلى 79,86 % سنة 2008 لتعود و تنخفض في سنة 2010 حيث حققت نسبة 74,4 % ، كما قد شهد مؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة من 2011 حتى 2015 تراجعاً لينخفض من 59,27 % سنة 2011 إلى 45,68 % سنة 2015 ، ومما سبق نستنتج أن مؤشر نسبة رأس مال السوق في بورصة الدار البيضاء بالمغرب قد شهد إنخفاضاً منذ سنة 2011 حتى سنة 2015 ، إذا تم تتبع تطوره خلال هذه

السنوات إلا أن هذه النسبة تنحصر بين 43,75 % و 85,5 % و هذا مؤشر جيد لحالة السوق و يعكس قدرتها على جمع الموارد المالية و توجيهها لخدمة الإقتصاد من خلال توفير رأس المال اللازم لتنفيذ المشاريع الإستثمارية . و عند مقارنة هذه النسبة مع بورصة الجزائر نجد هذه الأخيرة لا تظهر من خلال الشكل البياني رقم (4_7) فهي قريبة من الصفر.

2_ مؤشر عدد الشركات المدرجة :

أ- مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

يستخدم هذا المؤشر لدلالة على حجم السوق باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة إتساع السوق و ارتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني ما يؤثر إيجابا على الإقتصاد .

من خلال الجدول رقم (4_24) نلاحظ أن عدد الشركات في بورصة الجزائر خلال السنوات 2005 و 2006 كان يقتصر على 3 شركات فقط هما شركة صيدال و مؤسسة تسيير نزل الأوراسي و الرياض سطيف ، أما خلال الفترة مابين 2007 حتى 2010 فقد بلغ عدد الشركات في بورصة الجزائر شركتين و هما مؤسسة نزل الأوراسي و مجمع صيدال و هذا بعد إنسحاب الرياض سطيف .

أما خلال سنة 2011 و 2012 فقد أصبح عدد الشركات المدرجة في البورصة 3 شركات بعد إدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات بالإضافة لشركة صيدال و مؤسسة تسيير نزل الأوراسي، أما خلال السنوات 2013 إلى غاية سنة 2015 فقد بلغ عدد الشركات المسعرة في بورصة الجزائر 4 شركات بعد إدراج شركة روية، و نستنتج من خلال ملاحظة العدد الضئيل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر أن هذا العدد لا يمثل حقيقة الإقتصاد الجزائري و القطاعات التي تعمل فيه ، حيث تتسم بورصة الجزائر بقلّة عدد الشركات و عدم التنوع في القطاعات و بالتالي عدم المساهمة و لو بشكل ضئيل في تمويل المشاريع الإستثمارية و تحقيق النمو الإقتصادي، حيث يبين الشكل رقم (4- 6) العدد الصغير للشركات المدرجة في البورصة و نجد المنحنى مستقر بين إثنان و خمسة شركات .

بالإضافة لوجود بعض الشركات التي تلجأ للتمويل عن طريق طرح سندات و هذا كي تتجنب إصدار أسهم في البورصة حتى تتفادى توزيع الأرباح على المساهمين أو حتى لا يتم التدخل في الشؤون التسييرية و الإدارية للشركة و لثبات العائد على السندات .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ب- مؤشر عدد الشركات في بورصة الدار البيضاء :

بالنسبة لعدد الشركات في بورصة الدار البيضاء في المغرب فقد شهد هذا المؤشر إرتفاع في سنة 2006 ليصل إلى 63 شركة مقابل 54 شركة سنة 2005 ، أما خلال سنة 2007 فقد إرتفع عدد الشركات إلى 73 شركة ثم 77 شركة خلال سنة 2008 و 76 شركة سنة 2009، ثم ينخفض عدد الشركات بورصة الدار البيضاء سنة 2010 ليصبح 73 شركة ، أما خلال السنوات 2011 و 2012 فقد كان عدد الشركات المدرجة في البورصة 75 و 76 شركة على التوالي . ليتراجع إلى 74 شركة بعد ذلك خلال السنوات 2014 و 2015 .

نلاحظ أن عدد الشركات في بورصة الدار البيضاء يقارب 77 شركة و هذا يدل على إتساع سوق الأوراق المالية في المغرب، و إرتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد المغربي، كما يدل على تنوع القطاعات التي يتم تمويلها من خلال بورصة الدارالبيضاء فنجد أن الشركات المدرجة في البورصة تختلف من حيث القطاعات التي تنتمي إليها حيث يوجد القطاعات التالية :

البنوك، المؤسسات المالية الأخرى، الإتصالات، البناء و مواد البناء، العقار، المعادن، التأمينات ، البترول و الغاز، المشروبات .

و من خلال تنوع هذه القطاعات نستنتج تنوع التوظيفات المالية و الخيارات أو الفرص الإستثمارية المتوفرة للمستثمرين لتوظيف رؤوس أموالهم و إنخفاض مخاطر الإستثمار .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

ثانياً_ مؤشرات السيولة :

جدول رقم (4-25) مؤشرات السيولة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2005_2015)

بورصة الدار البيضاء		بورصة الجزائر		السنوات
معدل الدوران %	نسبة حجم التداول %	معدل الدوران %	نسبة حجم التداول %	المؤشرات
28,93	12,656	0,0403	0,00005	2005
19,95	14,364	0,0345	0,00028	2006
30,69	29,364	0,2205	0,00015	2007
20,94	14,882	0,3295	0,00019	2008
10,67	8,518	0,2137	0,00014	2009
8,79	6,542	0,1517	0,00009	2010
6,81	4,037	1,2367	0,00127	2011
6,64	3,555	0,2766	0,00022	2012
5,85	3,029	0,3554	0,00029	2013
5,70	2,766	0,5503	0,00047	2014
6,35	2,902	8,1143	0,0076	2015

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات البنك الدولي و تقارير صندوق النقد العربي و بيانات من بورصة الجزائر

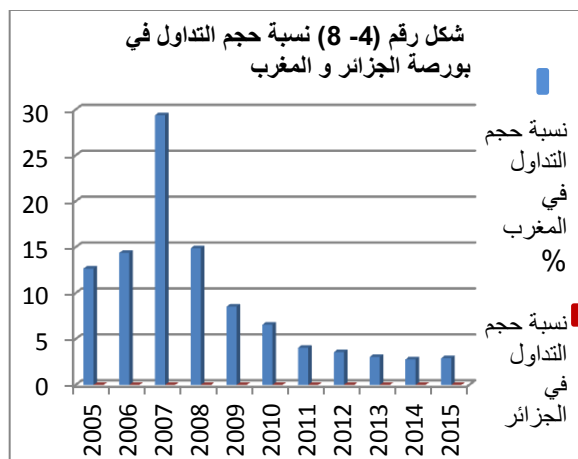
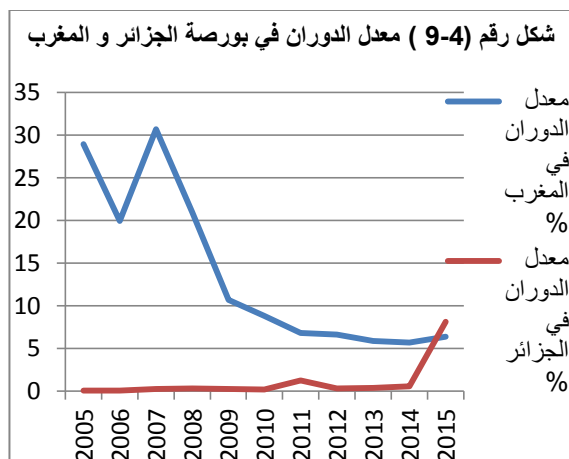
و نقصد بالسيولة القدرة على شراء الأوراق المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية دون أن يؤدي ذلك لتغيير كبير في قيمتها السوقية و تزيد سيولة السوق عند توفر عدد كبير من أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية بالسوق بشكل مستمر .

1_ نسبة حجم التداول : و تتمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير لحجم التعاملات بالأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد الوطني .

أ_ نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر :

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-25) أن نسبة حجم التداول بمعنى القيمة المتداولة للأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي هذه النسبة في بورصة الجزائر تكاد تكون منعدمة، فهي تقارب الصفر بمعنى أن قيمة الأوراق المالية المتداولة ضئيلة جدا بمقارنة مع الناتج المحلي الإجمالي كما هو واضح من خلال الشكل البياني رقم (4-8) التالي .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر



المصدر : من إعداد الباحثة

ب- نسبة حجم التداول في بورصة الدار البيضاء بالمغرب :

بلغت نسبة حجم التداول في بورصة الدار البيضاء بالمغرب في سنة 2005 نسبة 12,7 %، أما خلال سنة 2006 فقد بلغت هذه النسبة 14,36 % ثم إرتفعت لتصل إلى 29,36 % سنة 2007 ، وهي نسبة مرتفعة تدل على إرتفاع مستويات السيولة في سوق الأوراق المالية بالدار البيضاء بالمغرب و وجود أوامر للتداول بشكل مستمر و بعدد كبير.

أما خلال سنة 2008 فقد إنخفضت نسبة حجم التداول لتبلغ 14,8 %، و نتيجة لإنخفاض القيمة المتداولة في بورصة الدار البيضاء مقارنة مع سنة 2007، أما في سنة 2009 فقد شهدت هذه النسبة تراجع لتصل إلى 8,5 % ثم 6,5 % سنة 2010 و 4,03 % سنة 2011 ، لتصل إلى 2,9 % سنة 2015 ، و نستنتج من خلال هذا التراجع لمؤشر نسبة حجم التداول في بورصة المغرب أن البورصة كانت ذات سيولة مرتفعة خلال السنوات 2005 حتى سنة 2010 و هذا ما يوضحه الشكل البياني رقم (4_8) ، مما يسمح للمستثمرين بتغيير محافظهم الإستثمارية بسرعة و بتكاليف منخفضة و تجعل من الإستثمار في بورصة الدار البيضاء أقل خطورة ، وتزيد من فرص الشركات المدرجة في الحصول على إحتياجاتها المستمرة من الموارد المالية بتكاليف معقولة ، ما يساهم في تحقيق النمو الإقتصادي .

2_ مؤشر معدل الدوران :

يمثل معدل الدوران مقارنة قيمة التبادل في سوق الأوراق المالية مع قيمة رأس مال السوق، ويوضح معدل الدوران مستوى نشاط السوق .

أ- مؤشر معدل الدوران في بورصة الجزائر :

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4_25) أن معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة 2005 بلغ 0,04 % ثم 0,34 % سنة 2006 ليصل إلى 0,22 % سنة 2007 ثم 0,32 % سنة 2008 و بهذا معدل الدوران قد شهد إرتفاعا ملحوظا خلال الفترة من 2005 حتى 2008 .

لينخفض خلال السنوات 2009 و 2010 على التوالي : ليحقق معدل دوران قدره 0,21 % و 0,15 %،

أما خلال سنة 2011 فقد إرتفع ليبلغ 1,24 % كما هو موضح في الشكل البياني رقم (4_9) و هذا نتيجة لزيادة إجمالي القيمة المتبادلة في بورصة الجزائر بنسبة 144,5 % سنة 2011 مقارنة مع سنة 2010 ، وكذلك لزيادة القيمة السوقية الإجمالية في بورصة الجزائر خلال السنة نفسها .

أما خلال سنة 2012 فقد إنخفض معدل الدوران في بورصة الجزائر ليصبح 0,27 % ، و هذا نتيجة إنخفاض قيمة التداول ب 80 % مقارنة مع سنة 2011، ليرتفع قليلا خلال السنوات 2013 و 2014 على التوالي بمبلغ 0,35 % و 0,55 % نتيجة للإرتفاع الذي حدث في قيمة التعاملات في بورصة الجزائر .

أما خلال سنة 2015 فقد بلغ معدل الدوران 8,11 % و بذلك يكون قد حقق إرتفاع كبير مقارنة مع قيمته في السنوات السابقة، و هذه الزيادة نتيجة لإرتفاع القيمة المتبادلة بنسبة 1437,8 % مقارنة مع سنة 2014 ، و يمكن أن نستنتج مما سبق أن معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة ما بين 2005 حتى سنة 2014 كان أقل من الواحد بمعنى إنخفاض معدل الدوران في بورصة الجزائر و يدل على أن حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق ضئيلا جدا بمعنى إنخفاض سيولة السوق، فبورصة الجزائر تتميز بصغر حجمها و إنخفاض سيولتها و قلة نشاطها .

ب_ معدل الدوران بورصة الدار البيضاء بالمغرب :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

من خلال الجدول رقم (4-25) نلاحظ أن معدل الدوران في بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2005 بلغ 28,93 % ثم إنخفض ليصل 19,95 % ليحقق خلال سنة 2007 معدل 30,69 % و بذلك تكون بورصة الدار البيضاء قد حققت معدل دوران مرتفع مقارنة مع سنة 2006 ، وهذا نتيجة لإرتفاع حجم التعاملات خلال سنة 2007 بنسبة 145,7 % لينخفض في سنة 2008 و يحقق معدل دوران 20,94 % نتيجة لإنخفاض حجم التعاملات و إستمر الإنخفاض خلال سنوات 2009 و 2010 بالمعدلات التالية : 10,6% ثم 8,7 %، ثم شهد تراجع كبير خلال الفترة ما بين 2011 حتى 2015 ليتراوح معدل الدوران ما بين (5,7% إلى 6,8%)، حيث يتبين من خلال الشكل رقم (4-9) تراجع معدل الدوران في بورصة الدار البيضاء خلال فترة الدراسة فقد ظهر في البداية مرتفع ثم إتجه نحو الإنخفاض، وهذا نتيجة لإنخفاض حجم التعاملات مقابل إرتفاع في راس مال السوق، و بالرغم من الإنخفاض الذي شهده معدل الدوران في بورصة الدار البيضاء للمغرب من سنة لأخرى إلا أنه يظل يعكس الحالة الجيدة التي عليها بورصة الدار البيضاء و هذا بعد مقارنة حجم المعاملات في السوق بالنسبة لحجم السوق في حالة نشاط متميز لإرتفاع أوامر البيع و الشراء و بالتالي عمليات التداول و حجم المعاملات فيه، و هذا دليل على إرتفاع درجة سيولته، مما يعمل على جذب المستثمرين لتوظيف مدخراتهم و تحقيق من وراء ذلك مكاسب مالية و بالمقابل قدرة و إمكانية الشركات المدرجة في البورصة على إيجاد الموارد المالية اللازمة للقيام بعملياتها الإستثمارية، و هذا دليل على قدرة بورصة الدار البيضاء على حشد و تعبئة الموارد المالية و توجيهها لخدمة الإقتصاد و تحقيق النمو .

المطلب الثاني : إستراتيجيات تنمية وتطوير بورصة المغرب

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

عملت كل من بورصة المغرب و بورصة الجزائر على وضع مجموعة من الإستراتيجيات لإنعاش البورصة و تطويرها و التي من أهمها إجراءات متعلقة بنظام الحوكمة و إستراتيجيات تنمية الموارد البشرية و سياسات التعاون و الشراكة الدولية .

أولاً- الإنفتاح على الصعيد الدولي :

قامت بورصة الدالر البيضاء بالعديد من الإجراءات كجزء من إستراتيجياتها على مدى خمس سنوات و التي تشمل الإنفتاح على الصعيد الدولي :

_ طلبت بورصة الدار البيضاء العضوية في الإتحاد العالمي للبورصات (WFE) حيث تم قبولها في سنة 2010 مما يمنحها تعهدا بالجودة في النشاط .

_ أكدت بورصة الدار البيضاء عملها على تلبية متطلبات WFE من حيث الكفاءة و الحوكمة .

_ العمل على تحقيق تقارب مع أسواق إفريقية من خلال عمليتين نموذجيتين تم القيام بهما سنة 2010 و هما : تأسيس جمعية البورصات الإفريقية (ABFA) و تنظيم الإجتماع السنوي لجمعية البورصات الإفريقية (ASEA) تحت شعار إفريقيا غنية بالفرص .

_ تعزيز التعاون مع البورصات العربية حيث إحتضنت بورصة الدار البيضاء سنة 2011 و في إطار الدورة 32 الإجتماع السنوي لإتحاد البورصات العربية (UBA) و هي الهيئة التي ترأسها بورصة الدار البيضاء لمدة سنة كاملة .

و إمتازت هذه التظاهرة بالتوقيع على إتفاقية بين بورصة الدار البيضاء و و بورصة مصر قصد تبادل المعلومات و الدوريات التكوينية بين سوقي الأوراق المالية .

_ تعزيز التعاون بين بورصة الدار البيضاء و بورصة لندن سنة 2009 و قد تمثل ممن خلال الزيارة الرسمية التي قام بها مسؤولي بورصة لندن إلى بورصة الدار البيضاء و تجسدت في الإهتمام الكبير لأهم الاسواق المالية العالمية لبورصة الدار البيضاء .

- و في إطار سياسة الإنفتاح على المحيط الدولي الإقليمي و خاصة في التعاون جنوب _ جنوب ساعدت بورصة الدار البيضاء بورصة القيم المنقولة بإفريقيا الوسطى (BUMAC) في سنة 2008 على وضع

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

نظام التسعير و تمثلت في وضع منصة تقنية و تكوين تقني و وظيفي لفائدة العمال و توجت هذه المساعدة بإطلاق عمليات التسعير فعليا سنة 2008 .

_ عززت بورصة الدار البيضاء سنة 2015 نشر بياناتها على شاشات مزودي البيانات الدوليين، حيث أصبحت حاضرة في أكثر من 30 بلدا و أكثر من 400 مؤسسة مالية تظهر بياناتها و معلوماتها .

_ في إطار إنتمائها إلى الرابطة الإفريقية للأوراق المالية (ASEA) و الإتحاد الدولي للبورصات (WFE) و إتحاد البورصات العربية (UBA) شاركت بورصة الدار البيضاء في العديد من الاجتماعات و الندوات التي تنظمها هذه المؤسسات .

في إطار انفتاحها على المجتمع المالي الدولي و تعزيز علاقات تعاونها مع السوق المالي الإفريقي

عقدت بورصة الدار البيضاء شراكة مع البورصة الجهوية للقيم المنقولة خلال سنة 2014، تهتم بأربعة محاور رئيسية: تبادل المعلومات و التجارب ،التكوين و المساعدة التقنية ،إنعاش السوقيين و تطوير التسعيرات المزدوجة.

-كما عقدت بورصة الدار البيضاء شراكة مهمة مع مجموعة لندن للأوراق المالية تمثلت في ثلاث إتفاقيات شراكة إستراتيجية و تهدف إلى تموقع الدار البيضاء كمركز جهوي فعال، و تشمل المحاور الرئيسية التالية¹:

- الجانب التكنولوجي : من خلال شراء و إستعمال نظام التسعير لميلينيوم IT و هي شركة تابعة بنسبة 100% لمجموعة لندن للأوراق المالية .

- الجانب التمويلي : عن طريق خلق سوق مخصص للمقاولات الصغرى و المتوسطة المغربية و تسيير توسعها كذلك .

- المنتجات و الأسواق : عن طريق إقامة سوق مشتقات و منتجات مالية جديدة مع الإستفادة من خبرة مجموعة لندن للأوراق المالية في هذا المجال .

ثانيا- تنمية البورصة على المستوى المحلي :

¹ التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنة 2014 على الموقع : www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/05/10

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

1- تطوير أنظمة العمل في البورصة :

لتنمية و إنعاش البورصة لدى المستثمرين و المتعاملين في بورصة الدار البيضاء إتخذت مجموعة من الإجراءات منها مايلي :

_ إعتقاد نظام آلي لعمليات التداول قصد تكييف نظام الإنتاج مع إحتياجات السوق فعملت على وضع قاعدة خاصة لمعالجة آلية تامة لمجموع عمليات التداول على الإلتزامات ، إنطلاقا من التصريح و حتى إتمام الصفقة و تخصيص رقم تسلسلي للعقد .

كما يمكن النظام من إدارة بقية العمليات بالطريقة ذاتها و المتمثلة في التصريح بالمساهمات، التصريح بالتحويلات، إدارة العروض العمومية و إجراءات الإدراج ، وتمكن هذه العملية من تقليص إحتتمالات الأخطاء و تساعد على بلوغ تسيير أمثل للسوق¹ .

- لجذب المزيد من المستثمرين قامت البورصة بوضع التطبيق المتنقل بورصة الدار البيضاء الذي يبلغ عدد مستعمليه ما يقارب 7000 متعامل سنة 2014 ، وقد كان هذا التطبيق المحمول موضوع حملة تواصلية واسعة ، أطلق عليها البورصة في كل مكان و في كل وقت و تتجلى هذه الحملة في مختلف قنوات التواصل كالبريد الإلكتروني و الصحافة الرقمية و المكتوبة...إلخ .

2- تنمية المواد البشرية :

تضع بورصة الدار البيضاء رأس المال البشري من أولويات إستراتيجيتها التنموية حيث تم إنجاز مخطط للتكوين لفائدة مجموع المستخدمين يتمحور هذا المخطط على دعم القدرات المهنية فخلال سنة 2011 نظم 788 يوم تكوين خلال السنة لفائدة 68 شخصا .

و قد حافظت بورصة الدار البيضاء على سياسة التوظيف من أجل تلبية إحتياجات مختلف إداراتها من حيث المهارات مع الأخذ بعين الإعتبار عامل التكافؤ بين الرجال و النساء ففي نهاية سنة 2015

¹ التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنة 2009 على الموقع: www.casablanca-bourse.com تم الإطلاع بتاريخ: 2018/04/03

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

إرتفع مجموع موظفي البورصة إلى 78 موظف بنسبة 73 % من الإطارات ، و عززت أنشطة بورصة الدار البيضاء أنشطة تنمية الموارد البشرية بتنفيذ خطة تكوين مثلت 47,4 % من موظفي الشركة مع مجموع 328 يوما تكوينيا .

3- الحوكمة :

بعد تغيير نظام الحوكمة في سنة 2009 واصلت الدار البيضاء في سنة 2010 تنفيذ هذه التغييرات حيث نتج عن ذلك العديد من الإجراءات بما في ذلك تشخيص تطبيق حوكمة الشركات بأسلوب يتماشى مع المعايير الدولية ، و قد تم تنفيذ مجموعة من الإجراءات كإنشاء قسم إدارة المخاطر .

ففي إطار إستراتيجية تنمية الحوكمة للفترة 2009-2015 أطلقت بورصة الدار البيضاء عدة ورشات بهدف تحسين طريقة الحوكمة بالموازاة مع ذلك تم تبني قانون أخلاقيات المهنة سنة 2009 في إطار تعزيز ثقة المستثمرين و الترقية للمعايير الدولية .

_ لقد إعتد مجلس رقابة الدار البيضاء مجموعة من الإجراءات و التنظيمات المتعلقة بحسن تطبيق الحوكمة التي سمحت بالتعريف بكيفيات و الإجراءات الصارمة و الشفافة و المتطابقة مع المعايير الدولية في هذا المجال و تتمثل هذه الإجراءات فيما يلي :

_ ميثاق أعضاء مجلس الرقابة : التي تقوم بالتدقيق في الحقوق و الإلتزامات التي يجب أن يعمل بها أعضاء مجلس الرقابة ، كما إعتد مجلس الرقابة على ثلاث لجان تقنية دائمة تتكون كل واحدة من خبراء في مجالات محددة .

1_ لجنة التدقيق : تدرس حسابات الشركة و تسهر على إحترام الميزانية السنوية للمعايير المعمول بها و تتدخل هذه اللجنة في الطرق و المبادئ المحاسبية و وضع الحسابات و تهتم بنظام الرقابة الداخلية .

2- لجنة التعيينات : تقوم بإقتراح سياسة إجمالية لمسيرى بورصة الدار البيضاء و تعيين رئيس و أعضاء الإدارة .

3- لجنة الإستراتيجية و التنمية : تتدخل هذه اللجنة بوضع التوجهات الإستراتيجية للمؤسسة كإتفاقيات التعاون و إعداد البيانات الداخلية و العمليات ذات الدلالة .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

المطلب الثالث : المشاكل و التحديات التي تعيق تطور البورصات المغربية

إن تنمية و تطور بورصة المغربية و خاصة الجزائر تقف أمامه مجموعة من العوائق التي حالت دون وصول البورصة لتحقيق أهدافها و التي نذكر منها ما يلي :

أولاً- العوامل التي تعيق تطور بورصة الجزائر :

عرفت بورصة الجزائر منذ إنشائها العديد من المعوقات و التي جعلت من نشاطها ضئيلاً و محدوداً ومن هذه المعوقات مايلي :

1_ المعوقات القانونية : ومن بينها مايلي :

_ إن القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة في الجزائر يركز على التعامل سندات بدلاً من الإعتماد على التعامل بالأسهم و السندات و هذا كون السندات لديها عائد ثابت بالإضافة لكونها لديها الأولوية في أموال التصفية عند الإفلاس، مقارنة مع الأسهم التي تمثل مساهمة في رأس مال الشركة و يتقاسم حملة الأسهم أرباح الشركة كما يتحملون الخسائر .

_ من الشروط الواجب توافرها عند قبول إدراج الشركة في بورصة الجزائر هو أن تكون الشركة المصدرة ذات أسهم طبقاً للقانون المتضمن شروط القيد في البورصة إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات شخص وحيد .

_ بطئ الإطار التشريعي المنظم لعمل البورصة حيث تم تأسيس لجنة تنظيم و مراقبة البورصة (COSOB) منذ إنشاء بورصة الجزائر لكن تعيين أعضاء هذه اللجنة كان في سنة 1995 ، أما شركة إدارة البورصة و التي إنعقدت جمعيتها العامة التأسيسية في ماي 1997 مع العلم أنه قد نص عليها المرسوم التنفيذي بتاريخ ماي 1993 .

_ أما عن الوساطة المالية في بورصة الجزائر فقد صدر القانون الذي ينظم شروط مزاوله الوسيط المالي سنة 1996 لكن تأسيس معظم مؤسسات الوساطة كان سنة 1999 .

2_ المعوقات الثقافية :

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

إن الإدخار العائلي له أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد فعملية توجيه هذه المدخرات للأسواق الأوراق المالية مهما جدا من أجل توظيفها في القيم المتداولة، إلا أن العديد من العائلات تمتنع عن توظيف فوائضها في الأوراق المالية و خاصة السندات باعتبارها ذات عائد ثابت يتمثل في مقدار الفائدة و التي تعتبر حراما من ناحية الشريعة الإسلامية، وهذا لديه علاقة بغياب ثقافة الإستثمار في البورصة و يفضل الكثير من أصحاب الفائض المالي توظيف أموالهم في العقارات و المعادن (كالذهب) و اللجوء البنوك لتمويل المشاريع الإستثمارية .

3- المعوقات الاقتصادية :

3_1- الخصوصية : تعتبر برامج الخصوصية من بين العوامل التي تعمل على جذب المدخرات و القيام بإستثمارها كما أن وجود سوق للأوراق المالية يسهل عملية الخصوصية لأنه يتم من خلال بيع عدد كبير من أسهم الشركات و التنافس على حصص حقوق الملكية، وتستخدم سوق الأوراق المالية لزيادة عرض الأسهم لكنها تحتاج التوسع القاعدي للمتعاملين من خلال تحرير السوق من القوانين المقيدة للملكية، و في الجزائر توجد العديد من الصعوبات التي تعترض عملية الخصوصية منها مايلي¹:

__ إن المؤسسات العمومية عامل جذب لتأمين العمل و يؤدي هذا لكثرة عمال القطاع العام مما يطرح مشكلة تسيير الموارد البشرية على مستوى المؤسسات العمومية و هذا راجع لغياب المردودية مما يتطلب تدخل المساهمات المالية المختلفة للدولة .

__ تعمل مؤسسات القطاع العام في محيط إحتكاري و ستعرضها الخصوصية إلى المنافسة و بالتالي صعوبة إندماجها ضمن محيط المؤسسات الخاصة .

__ يركز المستثمر الأجنبي على الإستثمار في القطاعات ذات المردودية المرتفعة و التي تتطلب تحكما كبير في التكنولوجيا كالمحروقات و الإتصالات .

__ يواجه المستثمر المحلي صعوبات مع القطاع البنكي الذي لايقدم الدعم اللازم للمستثمرين وهذا نتيجة عجز نظام الإدخار المحلي .

¹ بوكساني رشيد (2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، ص282

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

3_2_ معدل التضخم : إن إرتفاع معدل التضخم في الجزائر بدأ يزداد حدة منذ التسعينات حيث كانت الدولة تعالج العجز في الميزانية باللجوء إلى إجراءات السيولة النقدية، و يعتبر أهم مؤشر للطلب على النقود هو الناتج المحلي الإجمالي، و الذي من المفروض أن يؤخذ بدون إنتاج النفط حيث لايشكل طلبا على النقود في الداخل .

_ و باعتبار الناتج المحلي الإجمالي اللانفطي منخفضا تقاوم الإختلال بين العرض و الطلب النقدي مما أدى لزيادة معدلات التضخم ، بالإضافة لرفع الإصدار النقدي و كذلك التعديلات التي أجريت على السلع المدعمة من قبل الدولة في تلك الفترة ، أضف إلى ذلك أن تخفيض قيمة الدينار كان عاملا أساسيا تسبب في تفاقم ظاهرة التضخم، و قد أدى ذلك لإنخفاض القدرة الإدخارية للعائلات و بالتالي إنخفاض الطلب على الأدوات المالية الإستثمارية في سوق الأوراق المالية في الجزائر¹ ، حيث يعتبر معدل التضخم في المغرب الي يصل تقريبا 1% مشجع على الإستثمار أما في الجزائر معدل التضخم بين 4,5 % و 5% فهو غير مشجع .

3_3- السوق الموازي : و هو سوق غير رسمي يتداول فيه منتجات نادرة بأسعار مرتفعة و يتم فيه عمليا التوزيع و التسديد بطريقة فورية ، يجلب السوق الموازي المؤسسات و العائلات، فالعائلات يمكنها من منتجات نادرة بأسعار منخفضة ، بينما تحقق المؤسسات أرباح هامة جدا ، بإعتبار العوائد الآنية تكون من المعاملات التي تمت على مستوى هذا السوق غير معلن عنها لدى مصلحة الضرائب، ولا يترك السوق الموازي خيارا أمام العائلات للإدخار في الأصول المالية نظرا لكونه يمتص جزء كبير من مداخيلهم و يدفعهم للإستثمار في أصول أكثر ضمانا كالذهب ... ، و السوق الموازي عامل يعيق تطور البورصة². إذ نجد حوالي 40 مليار دولار خارج أسواق المالية و البنكية و هذا على حساب التداول في أسواق الأوراق المالية .

3_4_ النظام الجبائي : عند عجز ميزانية الدولة تلجأ إلى فرض ضغوطات على المتعاملين الإقتصاديين و كذا العائلات برفع معدلات الضرائب و الرسوم التي تؤدي بدورها بالمتعاملين الذين لحقهم الضرر من النظام الجبائي إلى تغيير سلوكياتهم الإستثمارية و الإدخارية، مما يقلل من الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية .

¹ بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ، ص 286

² فتيحة ابن بوسحاقي (2003)، بورصة الجزائر واقع و آفاق ، رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 241

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

3_5- طبيعة الوسطاء في بورصة الجزائر : إن الوساطة المالية في بورصة الجزائر تتكون من شركات معنوية و بالرجوع للقانون الذي يسمح للأشخاص الطبيعيين بممارسة الوساطة المالية، فشرركات الوساطة المالية تتكون من بنوك و شركات تأمين و هي كلها مؤسسات عامة و هذا يعني أن القطاع الخاص مستبعد .

5_ العامل السياسي : يبحث أغلبية المستثمرين على الأمان لإستثماراتهم فسياسة مستقرة هي عامل محدد لبورصة قيم نشطة، و المستثمر يوظف أمواله في البورصة و يكون متخوفا من خسارة أمواله أو حجزها أو تجميدها لأغراض سياسية ، فتوفر الثقة و الأمان لدى المستثمر بحماية القوانين التي تحكم سوق القيم المنقولة عنصر أساسي لتطوير البورصة و إذا وجد عكس ذلك فإنه يمتنع عن الإستثمار في البورصة .

6_ عوامل تنظيمية و إعلامية : تعتبر قلة المؤسسات المدرجة و التي تمثل المحرك الأساسي للبورصة من أهم العوامل الذي يؤدي نموها تطور البورصة فكلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة .

بالإضافة لعدم تنوع الأدوات المالية في البورصة الجزائرية الأمر الذي لا يمنح للمستثمرين فرصا

أكثر للمفاضلة بين الإستثمارات التي تتلائم مع إمكانياتهم لأن التنوع يساهم في تخفيض حجم المخاطر الإستثمارية، كما أن مردودية الأوراق المالية في بورصة الجزائر ليست مغرية بالنسبة للمستثمر و بالنسبة للمدخرين .

ثانيا _ الصعوبات التي تواجه بورصة المغرب :

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها بورصة الدار البيضاء بالمغرب تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي كإصلاحات سنة 1993 لتحديث البورصة، إلا أنها لازالت تواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة و الفعالية المطلوبة و التي تتمثل هذه العوائق فيما يلي :

- عرض محدود للمنتجات المالية فبورصة الدار البيضاء تركز على التعامل بالأسهم و السندات و المعاملات الفورية و عدم الإعتماد على العمليات الآجلة ، وهذا غير كافي فالمستثمرين يفضلون أدوات إستثمار متنوعة حتى يكون أمامه خيارات متعددة تجنبه المخاطر .

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

_ على عكس الأسواق المالية الناشئة أو النامية فبورصة الدار البيضاء هي الوحيدة التي ليس لديها منتجات مشتقة سواء في الخيارات أو العقود المستقبلية .

_ بورصة الدار البيضاء و حسب ما أفاد به مدير التنمية في البورصة في ورشة عمل بعنوان " الوضع الإقليمي للمركز المالي للدار البيضاء " التي عالجت القضايا التنظيمية لجذب مالي أفضل حيث نظمت هذه الورشة في 8 و 9 جوان 2012، أن السوق المغربي بدأ يفقد جاذبيته يوما بعد يوم مع المستثمرين المحليين و الدوليين و أصبح يعاني من التأخر مقارنة مع الأسواق الإفريقية .

_ رغم أن التقدم الكبير في هياكل السوق و حماية المساهمين خاصة حقوق الأقلية التي جاءت بها إصلاحات السوق المالي لسنة 1993 ،إلا أن أي تنظيم يكون فيه تعديل يجب أن يمر عبر الدائرة التشريعية و هذا يتطلب الكثير من الوقت و يشكل عقبات أمام المستثمرين .

_ عدم كفاية البنية التحتية و وجود شبكة محدودة من معاهدات الإزدواج الضريبي من العوامل المعيقة لتطور الإستثمار في السوق المالي المغربي .

_ عدم توفر شروط الشفافية و النزاهة في المعاملات و هذا لعدم وجود سوق مستقلة عن أصحاب المصلحة ، كون أن عائلات معدودة تستحوذ على الكثير من الشركات المدرجة بالبورصة المغربية عن طريق ملكيتها لكبريات البنوك و شركات التأمين و عضويتها في الكثير من مجالس الإدارة ، فالقطاع المالي هو العمود الفقري للسوق المغربي و يعد أكبر القطاعات ربحية في البورصة ، مما يفقد السوق الشفافية و هذا لا يحقق الحماية للمساهمين الصغار .

_ معدلات الضرائب و الأنظمة الجبائية بشكل عام تشكل عقبة أمام المستثمرين لإنجاز الأعمال بنسبة 9,4 % مقابل 4 % بتونس .

ثالثا _ المعوقات و التحديات التي تواجه اسواق الأوراق المالية المغربية :

إن التطور الذي يشهده العالم في المجال المالي سواءا من ناحية اللوائح و القوانين المنظمة للعمل أسواق المال أو من ناحية الابتكارات المالية و تنوعها و ما تحمله من مزايا للمستثمرين و للشركات العاملة فيه يضع أسواق الأوراق المالية في الدول المغربية أمام ضرورة العمل على تهيئة أسواقها المالية للحاق بركب التطور الذي تعرفه الأسواق الدولية ، فنجد أن أسواق الأوراق المالية المغربية تعاني من جملة المشاكل و تواجهها الكثير من التحديات .

1_ المعوقات التي تواجه البورصات المغربية :

1_ قصور الأطر التنظيمية و التشريعية : عدم توافر الأطر التشريعية و التنظيمية على المستوى الكلي أو الجزئي بما يتلائم مع التشريعات و التنظيمات القانونية للأسواق الفعالة و يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير الأسواق لما تلعبه من دور كبير لتحسين فعالية السوق، و لهذه الأطر أهمية في توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين و تسهيل سرعة المعاملات مع إشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية لمواكبة التطورات المستمرة في الأسواق المالية الدولية ¹.

2_ غياب جهة تنظيمية تتمتع بصلاحيات مستقلة مهمتها وضع معايير للإفصاح الشركات عن بياناتها المالية ، و تنظيم أعمال السوق الأولية و تضبط ممارساتها و تضمن عدم السماح بأي تلاعب أو تحديد مسبق لتوجهات الأسعار .

3_ إفتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة و صريحة متعلقة بحماية حقوق صغار المستثمرين، خاصة و أن التداول يكون بناءا عن معلومات عن الشركة قد لا تتوفر عند عامة المستثمري و غالبا يحصل عليها إلا القليل من المستثمرين بحكم مناصبهم الإدارية في الشركة ².

4_ غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة و التسوية و الحفظ و الإداع المركزي و صناديق ضمان المعاملات و غيرها من الأجهزة ، مما أدى إلى إرتفاع التقلبات في أسعار الأسهم و زيادة مخاطر

¹ محمد صادق إسماعيل (2016)، البورصات العربية بين التطور و التحديات المستقبلية دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية ، العربي للنشر و التوزيع القاهرة ، مصر، ص 241

² سميحة بن محياوي (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية ، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، ص 132

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

الاستثمار، وإفتقار الأسواق المالية المغربية إلى شركات الترويج و ضمان الإكتتاب و شركات التصنيف الائتماني¹.

5_ غياب الإستقلال الإداري لأسواق الأوراق المالية المغربية و هذا نتيجة لغياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة و بين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة بمعنى أن الأسواق غير مستقلة ماليًا و إداريًا و لا تخضع لحركتها الذاتية².

6- إن بعض القوانين و اللوائح المتعلقة بأسواق الأوراق المالية المغربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة وفق أطر نظرية ، ولم يتم إعادة النظر فيها و هذا يعني جمود التشريعات لعدم قدرة تلك القوانين على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق المال الدولية .

7_ فرض قيود على الإستثمار الأجنبي حيث لاتزال بعض الدول المغربية تفرض قيود على الإستثمار الأجنبي و هذا يمنع إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، إضافة لوجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة و إدراجها.

8_ تدني مقدرة أسواق الأوراق المغربية على تحقيق السيولة حيث تعتبر السيولة الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية عندما تكون السوق كفؤة و تعد سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي و الاجنبي³ ، و بالنظر لمؤشر دوران الأسهم الذي يمثل مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات و قيمتها وبالتالي يمكن تحديد حجم السوق و نشاطها . فنلاحظ أن أغلبية أسواق المغربية ذات معدل دوران منخفض مقارنة مع الدول المتقدمة .

9_ غياب الترابط بين الأسواق المغربية و يعو ذلك للأسباب التالية :

_ ضيق و عدم عمق السوق و هذا لإنخفاض عدد أوامر البيع و الشراء و ما يترتب عنها محدودية حجم التداول، و ذلك يرجع لضآلة عرض الأوراق المالية في السوق و إنخفاض الطلب عليها، ويقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بينما يقاس الطلب بعدد و حجم أوامر الشراء⁴، و يتراوح عدد الشركات المدرجة في

¹ مفتاح صالح ، معارفي فريدة، (2010)، متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، العدد 7 ، الجزائر، ص 189 .

² سميحة بن محياوي ، مرجع سبق ذكره ، ص 132

³ حسين عبد المطلب الأسرج، (2005)، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الإقتصادي ، مصر، ص 47 ، على الموقع :

www.academia.edu/ تم الإطلاع بتاريخ 2018/2/8

⁴ محمد صادق إسماعيل ، مرجع سبق ذكره ، ص 243

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

البورصات المغربية خلال سنة 2015 بين (4 شركات في الجزائر ، و 75 شركة في المغرب، 78 شركة في تونس). أما ضآلة العرض و الطلب فيعود لإنخفاض معدلات الإدخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانياته المالية المتاحة للإستثمار بالإضافة لإنخفاض العائد على الإستثمار في سوق الأوراق المالية .

_ تفضيل الإستثمارات الأخرى البديلة كالعقارات التي يرتفع عائدها مقارنة بإنخفاض عائد الإستثمار في الأسواق المغربية و يفضل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات¹، و بالمقابل نجد غياب أدوات مالية أكثر جذبا و أقل خطورة .

- ضعف فرص التمويل المتاحة للتنويع حيث تنسم الأسواق المالية المغربية بعدم تنويع الأوراق المالية المدرجة في البورصة و هذا لايسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم الإستثمارية و قلة التنويع تؤدي إلى زيادة المخاطر .

- عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات إذ نجد إزدواجية الضريبة عل أرباح الشركات المقيدة في البورصة ، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم و إرتفاع معدلاتها مما يقلص من حجم الإدخار و من ثم الإستثمار² .

و تتلخص معوقات قيام سوق أوراق مالية مغربية موحدة في إختلاف القوانين و التشريعات و أنظمة التداول و المقاصة في أسواق المال المغربية ، وغياب الإراد السياسية و تفضل بعض الدول التعاون الثنائي كبديل للتعاون المغربي المشترك ، وإختلاف الهياكل الإقتصادية المغربية و مدى التقدم الإقتصادي إضافة إلى تفاوت أداء و عمق البورصات المغربية³ .

2- التحديات التي تواجه أسواق الأوراق المالية المغربية :

¹ مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سبق ذكره، ص 191 .

² بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره ،ص 280

³ التقرير السنوي للجنة الإقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا (2007)، الإستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة و التكامل الإقليمي في الدول العربية ، مطبوعات الأمم المتحدة ، ص 59

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

لتفعيل دور أسواق الأوراق المالية في الإقتصاد و تتميتها بما يتماشى مع التطورات في الأسواق الدولية يجب عليها القيام بالعديد من المتطلبات منها ما يلي :

أ- تعزيز الدور الرقابي للسوق :

ضرورة الفصل بين الدور التشريعي و الرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالبا يقوم به القطاع الخاص ، وتنظيم عمل شركات الوساطة المالية داخل أسواق الأوراق المالية المغربية و تشمل هذه الشركات كل من (شركات السمسرة، و شركات الترويج و تغطية الإكتتاب) و تكتسب هذه الشركات أهميتها و قدرتها على الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية بالإضافة لتشجيع إنشاء شركات الإستشارة المالية تعمل على تقييم وتصنيف الأوراق المالية¹ .

بالإضافة لإعادة النظر في مختلف تشريعات الأسواق في كل بلد على ضوء التجارب التي مرت بها، بإعتبار معظم التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية المغربية قد وضعت في وقت سابق، وشهدت هذه الأسواق في تلك الفترة العديد من المشكلات مما يقتضي إعادة نظر شاملة لتلك التشريعات .

ب- تعزيز الشفافية و الإفصاح :

دعم الإفصاح بما يتلائم مع المعايير الدولية و ذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي و توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين، و إتساع نطاق المعلومات و البيانات التي أصبح يستوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها و التي تشمل البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول و المؤشرات المالية الرئيسية و ضرورة إصدار نشرات يومية و أسبوعية ، شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و مؤشرات الأسعار ، بالإضافة لإصدار تعليمات تلزم الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية بتقديم تقارير نصف وربع سنوية² .

ج- تعميق الوعي الإستثماري و زيادة الادوات الإستثمارية :

¹ محمد صادق إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 268

² ورقة بحثية لصندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية على الموقع : www.amf.org تم الإطلاع بتاريخ 2018 /05/10

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

تشجيع الإدخار طويل الأجل لدى صغار المدخرين بإحداث حسابات إدخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح و التعريف بالفرص الإستثمارية و المزايا المترتبة عنها، و السماح لشركات التأمين بالتعامل في هذه السوق و دعم إستقرار الأسواق و حمايتها من التقلبات الحادة، إضافة للعمل على تشجيع طرح أدوات مالية متنوعة و بدائل إستثمارية أمام المستثمرين .

د- تعزيز عرض الأوراق المالية :

وضع سياسات تهدف لتأثير على عرض الأوراق المالية و تساهم في تنشيط إصدار حجم واسع و متنوع من هذه الأدوات و السعي للحفاظ على قدرة السوق على إمتصاصها، و هذا كون لا يوجد في الأسواق المالية المغاربية من الناحية العملية إلا نوعان من الأوراق المالية التي يمكن إصدارها للإكتتاب العام و هما الاسهم و السندات ، بحيث يجب تعزيز عرض الادوات المالية للشركات و الذي يمكن أن يتخذ شكلين في إطار السياسة الإقتصادية للدولة و هما الاسلوب الإلزامي و الأسلوب التشجيعي كما يلي¹ :

1- **الأسلوب الإلزامي :** من خلال الأحكام التشريعية في شكل إلزام قانوني لمطالبة شركات معينة بإصدار أو طرح أسهمها للإكتتاب العام، أو الإدراج التلقائي في البورصة عندما يصل رأسمال إحدى الشركات مستوى معين و هذا قد يوفر أسهم جديدة أو السابق إصدارها لحيازة الجمهور، وهو بذلك يضمن التداول الفعلي و التوزيع السوقي لجزء هام من الأسهم .

- و يوجد شكل آخر من الوسائل الإلزامية لتتويع إصدارات الأسهم و يتمثل في فرض قيود على الإقتراض من البنوك التجارية، أو الوسطاء الماليين، وذلك من خلال وضع سقف للإقتراض يتناسب مع رأس المال المكتتب به .

2- **الأسلوب التشجيعي :** و يتمثل في السياسات الضريبية الهادفة إلى تشجيع التوسع في إصدارات الشركات الخاصة، فهي تهدف بصورة عامة إلى مساعدة الشركات على إجتذاب المدخرات في سوق رأس المال، و قد تلجأ بعض الشركات إلى إعادة إستثمار بعض أرباحها و ذلك بتوزيع جزء من هذه الأرباح في شكل أسهم إضافية مجانية و يمكن للحوافز الضريبية هذه أن تتخذ عددا من الأشكال و تتضمن ما يلي:

- إعفاء الإصدارات الجديدة من الضريبة على توزيعات القيم المنقولة لعدد من السنوات بشرط عدم التصرف بهذه الإكتتابات لمدة سنة على الأقل .

¹ سليمان المنذري (1987)، الأسواق العربية لرأس المال، دار الرازي ، الطبعة الأولى ، بيروت، ص ص 189-191

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

- فرض ضريبة الأرباح على الإحتياطي أو الجزء غير الموزع و يكفي أن يدفع المساهم ضريبة القيم المنقولة لأن أغلب التشريعات الضريبية تفرض ضريبة مزدوجة ضريبة على الأرباح الصافية و ضريبة على عائد الاوراق المالية .

- إعفاء الشركات من الضريبة على الأرباح عن الجزء غير الموزع على المساهمين بشكل نقدي ما يشجع الشركات على إعادة إستثمار أكبر جزء من أرباحها . و يعتبر الأخذ بنظام الحوافز و الإعفاءات الضريبية أفضل أسلوب لتنمية الإدخار و تشجيع الإستثمار .

هـ- تشجيع الطلب على الأوراق المالية :

و هذا بإتخاذ مجموعة من الإجراءات لتنشيط و توجيه المدخرات الخاصة لحيازة الأوراق المالية من الأسهم و السندات، وتنشيط الطلب من جانب المدخرين و تتمثل هذه الإجراءات فيما يلي :

- خلق الوعي الإدخاري و الإستثماري لدى المواطنين بمختلف وسائل التوعية الإعلامية .

_ الحوافز الضريبية لحيازة الاوراق المالية عند حدود معينة ، و هذا يعمل على زيادة العائد للمستثمرين .

_ زيادة الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين و فرض الرقابة على الشركات المدرجة :

فإقبال المدخرين على إستثمار أموالهم في أدوات مالية تتميز بعنصر المخاطرة و عدم التأكد، كما أنه مرتبط بمدى توفر عنصر الأمان عند التعامل بالأدوات المالية و أنها بعيدة عن أعمال الغش و التلاعب، بما يحفظ لهؤلاء المستثمرين حقوقهم و يشجع غيرهم على دخول السوق، و هذا يتطلب فرض الرقابة على التعامل في سوق الأوراق المالية ضد عمليات المضاربة للمحافظة على أموال المستثمرين .

- خلق الثقة في السوق و ذلك بالإفصاح الكامل عن أنشطة الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، مما يسمح للمستثمرين بإتخاذ قرارات سليمة، ففي حالة غياب المعلومات تميل السوق للمضاربة و هذا يؤدي إلى عدم الإستقرار .

- تتوفر الثقة في الشركات المدرجة أوراقها المالية في السوق عند الإستخدام السليم للمعلومات الداخلية لهذه الشركات، فإذا أستخدمت هذه المعلومات لتحقيق مصالح إدارة الشركة بحكم مناصبهم و لم يتمكن المتعاملون من الإستفادة منها لأنه لا يتم إعلامهم بها إلا بعد أن تفقد أهميتها عندما يتجه المستثمرين للإستثمار في

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

مجالات أخرى بعيدا أسواق الأوراق المالية ، أما إذا زاد شعورهم بالرضى عن العدالة التي توفرها لهم السوق ، كلما زادت إستثماراتهم .

و- دعم الهياكل التنظيمية و المؤسسية :

يتطلب تطوير أسواق الأوراق المالية المغربية توافر شبكة متكاملة من المؤسسات المالية المتطورة الفعالة العاملة على جانب السوق، في كل من السوق الأولية و السوق الثانوية¹ :

1- السوق الأولية : يجب على البنوك و شركات الإستثمار القيام بدورها في توزيع الإصدارات الجديدة و ضمان الإكتتاب فيها و تضمن حسن سير العمل في سوق الأوراق المالية .بالإضافة لضرورة تطوير السوق الأولية بإنشاء مؤسسات الإستثمار للترويج للأوراق المالية و الإصدارات الجديدة بتشجيع المدخرين الصغار، ذلك أن وجود هذه المؤسسات يسمح للمدخرات الصغيرة بأن تستثمر بشكل مناسب و مأمون و تؤكد على توجيه الأموال إلى أكثر الأغراض فائدة .

2- السوق الثانوي : إنشاء مؤسسات صانعي الأسواق (Market makers) و التي تلعب دورا هاما في تنشيط السوق الثانوي، وذلك بتوفير السيولة للسوق و نتيجة لقيامها بالمتاجرة بأدوات الإستثمار من الأسهم و السندات لحسابها الخاص، و تشجع هذه المؤسسات تداول الأوراق المالية و تجعله أكثر جاذبية للمستثمرين . بالإضافة إلى أن تنشيط سوق التداول يتطلب تطوير أعمال الوساطة و الإرتقاء بنوعية الخدمات التي تقدمها للمستثمرين.

ي- مكننة أنظمة التداول :

تحديث أنظمة التداول و إستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم و ذلك لرفع كفاءة أسواق الأوراق المالية و زيادة السرعة في التعامل فيه و الرفع من درجة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، ويؤدي هذا لإستحداث أنظمة تداول في أسواق الأوراق المالية المغربية .

¹ سليمان المنذري ، مرجع سبق ذكره ، ص 199

م- تشجيع الإستثمار الأجنبي :

إدخال تعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار تهدف إلى تشجيع و جذب الإستثمارات الأجنبية وفق أسس و ضوابط محدودة تهدف إلى تغطية الإحتياجات التمويلية المحلية و نقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق، بالإضافة لفتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية و إزالة العوائق التي تحول دون دخولها .

ن- تشجيع إتفاقيات التعاون بين البورصات المغربية :

لتفعيل دور أسواق الأوراق المالية المغربية على المستوى الدولي و تطويرها يجب عقد إتفاقيات تعاون و تكامل فيما بين أسواق المال المغربية يكون الهدف منها زيادة التعاون المشترك بين البورصات المغربية فيما يتعلق بإصدار و تداول الأوراق المالية و تنظيم و تسهيل عمليات التسوية و المقاصة و تبادل المعلومات و تحفيز عمليات الإدراج المشترك، و التقليل من العقبات أمام إنسياب الإستثمارات و الأموال فيما بينها مما يساهم في فسخ المجال أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الإستثمارية كما يساعد الشركات المدرجة في الحصول على فرص تمويلية أفضل ، كما يؤدي لتوزيع أفضل لكفاءة العمليات المالية و يتحقق ذلك بسبب ما يوفره ذلك للمقترض في أي بلد من مجال أوسع لمصادر الأموال المتاحة و القدرة على إختيار المجموعة التي تناسبه من الأموال دون الإقتصار على السوق الوطني .

خلاصة الفصل :

تناول هذا الفصل دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب و في الجزائر و بعد التعرض لأهم الإصلاحات التي مرت بها هاتين البورصتين، وجدنا أن بورصة الدار البيضاء بالمغرب أكثر تطوراً من بورصة الجزائر من ناحية القوانين و الأنظمة المتعلقة بالإفصاح و مدى الإلتزام بمبادئ الحوكمة ، أما عند

الفصل الرابع : دراسة مقارنة بين سوق الأوراق المالية في المغرب وفي الجزائر

المقارنة بين نشاط البورصتين فوجدنا أن حجم التبادل و رسملة السوق في بورصة المغرب أكثر بكثير من بورصة الجزائر ، وبالمقارنة بين أداء بورصة الدار البيضاء و أداء بورصة الجزائر من خلال مؤشرات السيولة وحجم السوق فوجدنا أن لبورصة الدار البيضاء دور كبير في تمويل الإقتصاد المغربي بصفتها تعمل على تمويل قطاعات مهمة كالقطاع البنكي و التأمينات و الإتصالات و المواد الغذائية إلى غير ذلك ، فنجد بالبورصة العديد من الأوراق المالية المختلفة من حيث جهة الإصدار إضافة للعدد القليل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر و هذا يعني أنها تعاني من مشاكل منها ما يتعلق بقلة عرض الأدوات المالية و أخرى تتعلق بالإطار التشريعي و التنظيمي الذي تعمل فيه ، إضافة لغياب ثقافة الإستثمار في البورصة، بالإضافة للمعوقات الإقتصادية كارتفاع معدل التضخم و نظام جبائي غير محفز للإستثمار . أما سوق الأوراق المالية للمغرب و بالرغم من التطور الذي شهده مقارنة مع بورصة الجزائر إلا أنه يعاني من بعض المعوقات يجعله يفقد جاذبيته لدى المستثمرين المحليين و الدوليين مقارنة مع الاسواق الإفريقية كالتركيز على المعاملات الفورية و عدم الإعتماد على المعاملات الآجلة تجعله لا يوفر أدوات إستثمار متنوعة ، و بشكل عام فإن أسواق الأوراق المالية المغربية رغم الإصلاحات التي

شهدتها إلا أنها تعاني من جملة من المشاكل و تواجهها العديد من التحديات كتعزيز الشفافية و الإفصاح و تشجيع الإستثمار الأجنبي و تعديل الأنظمة الضريبية و العمل على إرساء ثقافة التعاون المشترك بين البورصات المغربية من خلال عقد إتفاقيات تعاون و تكامل .

الخاتمة

شهدت الأسواق المالية وخاصة أسواق الأوراق المالية تطورا هاما من حيث الأدوات التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق وعلى الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق الأخرى (أسواق السلع ، أسواق العقارات ...)، إلا أنها قد تطورت بشكل كبير سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.

1_ نتائج البحث :

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية :

_ تكمل أهمية أسواق الأوراق المالية في تعبئة الموارد المالية ما يساهم في تشجيع المدخرين لتعظيم عوائد مدخراتهم، نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تقام في الأسواق المالية مما يحفزهم على الاستثمار فيها.

_ كما تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الإقتصادي من خلال خلق السيولة النقدية اللازمة للإستثمار و التنمية، و تساهم في جذب المستثمرين حيث تتيح للمستثمر فرصة الحصول على الموجودات الرأسمالية، و يتم إسترجاع مدخراتهم بالإضافة للعوائد مما يشجع على النمو الإقتصادي على المدى الطويل .

- لاقت العلاقة بين أسواق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي اهتمام الكثير من الباحثين والاقتصاديين في النظرية الاقتصادية و خاصة الباحثين المهمتين بقضايا الاستثمار المالي في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي وتعتقد بعض الدراسات أن التطور المالي بصفة عامة وتطور أسواق رأس المال بصفة خاصة يمكن أن يعظم معدل التراكم الرأسمالي والاستثمارات في الاقتصاد، ومن شأنه أن يدعم فرص النمو الاقتصادي للبلد .

و تبرزت أهمية التطورات المالية في تحفيز النمو الاقتصادي حيث أن القيود التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المالي تؤدي إلى تقييد كمية و إنتاجية الاستثمارات، و بالتالي فهي تعمل كعوائق أمام النمو الاقتصادي .

_ توجد علاقة متبادلة بين كل من سوق رأس المال و القطاع المالي بشكل عام من ناحية و الاستثمارات و النمو الاقتصادي من ناحية أخرى، و على الرغم من تواصل الأبحاث حول هذا الموضوع تشير إلى أن النظام المالي أو أسواق المال التي تعمل بكفاءة يمكن أن تحفز معدلات النمو الاقتصادي .

_ تمثلت ظاهرة العولمة المالية في التشابك و الترابط شبه الكامل بين الأنظمة المالية و النقدية لمختلف الدول بدأت بإجراء التحرر المالي و إزالة القيود أمام حركة رأس المال، وهذا يعني أن رأس المال سوف ينتقل من الدول المرتفعة الدخل التي يكون فيها العائد منخفضا إلى البلدان ذات الدخل المنخفض التي يكون العائد مرتفعا لتوافر الفرص الاستثمارية في ظل إنفتاح الأسواق .

_ عملت أغلبية الدول خاصة النامية على إصلاح القطاع المالي الذي يعد أحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية الإقتصادية و بالأخص دور أسواق الأوراق المالية في تعبئة الموارد و توسيع نطاق الإدخارات، حيث تمثل حلقة الوصل بين المدخرين و المستثمرين من خلال مؤسسات مالية متخصصة تتعامل بإصدار أدوات الإستثمار ، الأسهم و السندات .

_ إن العولمة تمكن الدول النامية من الوصول إلى أسواق المال الدولية بما يسمح له بالحصول على ما يحتاجه من موارد مالية تسد فجوة موارده المحلية و هذا يؤدي لزيادة الإستثمار و بالتالي النمو الإقتصادي .

_ نتيجة للإنفتاح المالي تزايد الإهتمام بإدارة المخاطر المالية و ذلك بهدف الحماية من التأثيرات الخارجية للاستثمارات المتحركة عبر الدول ، زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية بشكل مفاجئ يتسبب في حدوث الكثير من الآثار السلبية للإقتصاد الوطني كزيادة معدل التضخم و إنخفاض سعر صرف العملة الوطنية .

_ ضعف رقابة البنك المركزي و إنخفاض الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية في حال كانت العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الإقتصادي فإن المضاربات ستؤدي إلى أزمات و هو ما حدث لدول جنوب شرق آسيا .

_ تستخدم المشتقات كأدوات لإدار المخاطر إلا أنه بحكم أنها تعتمد على التوقعات جعل منها تشكل خطر إذا لم يتم فهم طبيعتها، فالتطبيق الخاطئ للأدوات المالية المشتقة ينجم عنه مخاطر كبيرة تؤدي لإفلاس الشركات و تدهور أسواق المال و خاصة عند عدم وضع حدود للمضاربة .

_ من أهم المخاطر المترتبة عن المشتقات المالية المخاطر السوقية و التي تظهر نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية المشتقة في الأسواق المالية ، بالإضافة لمخاطر التسوية و التي تتعلق بتنفيذ المعاملات المتفق عليها، حيث قد تمتد مدة التسوية إلى عدة أيام مما ينتج عنه تعرض أحد أطراف العقد لخسائر بسبب تغير الأسعار خلال تلك المدة .

__ بالرغم من أن التوريق يعتبر من أهم الابتكارات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية و ساهمت في توفير السيولة للمؤسسات الإقتصادية و المالية بتكاليف منخفضة كما سمحت لهم بتحويل جزء من المخاطر التي كانت تثقلهم، إلا أنه و مع الإستخدام المفرط لهذا النوع من الأوراق المالية من قبل البنوك و تحويل القروض إلى أسهم و سندات تباع في الأسواق المالية تعمل في ظل المالية الافتراضية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية و في ظل عدم تماثل المعلومات كل هذه العوامل دفعت لإندلاع الأزمة المالية العالمية في سنة 2008 .

__ من أهم الأسباب التي ساهمت في حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 هو تقديم قروض مرتفعة المخاطر و إرتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة و تسنيد الديون و بيعها في الأسواق المالية بالإضافة لقيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا .

__ إن تأثيرات الأزمة المالية لم تتوقف في الولايات المتحدة الأمريكية بل إمتدت إلى كل أنحاء العالم و تسببت في العديد من الخسائر على كل من الإقتصاد الأمريكي ثم على مستوى الإقتصاد العالمي .

__ بإعتبار السوق المالي مرآة لما يحدث في العالم فإن الأسواق المالية العالمية تأثرت بالأزمة المالية و يتمثل هذا التأثير في عدم الإستقرار و التذبذب في نشاط الأسواق المالية و حالة من الخوف في أوساط المستثمرين دفعت الكثير منهم يبحث على إستثمارات آمنة في قطاعات أخرى ، فقد شهدت أسواق المال تراجعاً ملموساً في نشاط التداول و انخفاض في أغلبية مؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم .

__ إن الأزمات المالية التي شهدتها أسواق المال العالمية أدت إلى المطالبة بإصلاح النظام المالي العالمي، و دعم الشفافية في المعاملات المالية و وضع معايير عالمية للرقابة لإستعادة الثقة في النظام المالي، فتلك الأزمات جعلت من إقامة سوق مالية عملاً يحتاج إلى الكثير من الضوابط والأنظمة التي تنظم عملها، لذلك كان من الضروري إعتداد نظام الحوكمة بما يحمله من قواعد و ضوابط ، لكون من متطلباتها رفع مستوى الشفافية و العدالة و تعمل الحوكمة على رفع كفاءة أسواق الأوراق المالية و زيادة ثقة المستثمرين في السوق مما يساهم في جذب الإستثمارات المحلية و الأجنبية و إنعاش الإقتصاد .

- تتميز بورصة الدار البيضاء بالمغرب بنشاط جيد و هذا بعد مقارنة حجم التبادل الذي يدل على إرتفاع درجة سيولته مما يعمل على جذب المستثمرين لتوظيف مدخراتهم و بالمقابل قدرة الشركات المقيدة في البورصة على

إيجاد الموارد المالية اللازمة للقيام بعملياتها الإستثمارية الأمر الذي يجعل من بورصة الدار البيضاء قادرة على جمع الموارد المالية و توجيهها لخدمة الإقتصاد و زيادة معدلات النمو فيه .

- تتميز بورصة الجزائر بقلة السيولة و إنخفاض حجم التداول و ضيق السوق و ذلك بسبب إنخفاض عدد الشركات المدرجة فيه ، وعدم تنوع الأوراق المالية مما جعلها لا تزال غير قادرة على القيام بدور فعال في الإقتصاد لضعف نشاطها و محدودية نشاطها و كونها تعاني من العديد من المشاكل عدم فعالية الإطار القانوني و التنظيمي الذي تعمل فيه، إضافة لغياب ثقافة الإستثمار في سوق الأوراق المالية و نظام جبائي غير مشجع على الإستثمار .

_ عند مقارنة بورصة المغرب مع بورصة الجزائر فإنها أكثر تطورا حيث تلعب دورا مهما في الإقتصاد المغربي في تعبئة المدخرات و تمويل الإستثمارات ، و رغم الإصلاحات التي شهدتها إلا أنها تواجه بعض العوائق تجعلها تفقد جاذبيتها لدى المستثمرين المحليين و الدوليين من أهمها نجد عدم كفاية البنية التحتية و لا تتوفر على أدوات مالية مشتقة فهي تركز على التعامل بالأسهم و السندات و المعاملات الفورية و عدم الإعتماد على العمليات الآجلة .

_ إن أسواق الأوراق المالية المغربية بشكل عام تعاني من جملة من العقبات كعدم توافر أطر التنظيمية و التشريعية على المستوى الكلي أو الجزئي بما يتلائم مع التشريعات و التنظيمات القانونية للأسواق الفعالة، و غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة و التسوية و صناديق ضمان المعاملات و غيرها من الأجهزة مما أدى إلى إرتفاع التقلبات في أسعار الأسهم و زيادة مخاطر الإستثمار و إفتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين .

_ غياب الترابط بين الأسواق المغربية و ذلك لعدة أسباب منها ضيق و عدم عمق السوق لإنخفاض حجم التداول لضعف عدد الأوراق المالية في السوق، و ذلك يرجع لإنخفاض معدلات الإدخار لضعف دخل الأفراد.

_ تفضيل الإستثمارات الأخرى البديلة كالعقارات مقابل غياب أدوات مالية أكثر جاذبية و أقل خطورة ينعكس سلبا على الإستثمار .

2- إختبار الفرضيات :

-لأسواق الأوراق المالية دور مهم في الإقتصاد كونها تعمل على تعبئة المدخرات و توجيهها لتمويل الإستثمارات و بالتالي خدمة الإقتصاد فقد أكدت بعض الدراسات على أهمية العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الإقتصادي من خلال الوظائف التي يقوم بها و التي تحفز النمو الإقتصادي من بينها تعبئة المدخرات و الحصول على المعلومات و تخصيص الموارد المالية إلى المشاريع الأكثر ربحية و مراقبة الشركات و مديريها فوجود أصول مالية تتميز بمخاطر منخفضة يحسن من تخصيص رؤوس الأموال و هذا يؤدي لزيادة الإنتاجية و الإستثمار و بالتالي زيادة معدلات النمو الإقتصادي ، وركزت بعض الدراسات على أن التنمية المالية هي إستجابة لتغيير في العرض و الطلب في القطاع الحقيقي و بالتالي لا يسبب النمو حيث يرى البعض أن التطور المالي ليس دافع للنمو الإقتصادي و إنما العكس . كما تشير الدراسات الحالية أن النظام المالي الذي يعمل بكفاءة يمكن أن يحفز معدلات النمو و النظم المالية غير الكفوة تؤدي إلى عرقلة النمو الإقتصادي . حيث توجد علاقة متبادلة بين سوق الأوراق المالية و النمو الإقتصادي .

_ أدت العولمة المالية إلى التنوع في الأصول المالية الدولية مما نتج عنه تحديث النظم المالية و ظهور منافسة قوية من أجل توظيف الأموال في مجالات مختلفة بين الدول ، كما عملت على زيادة كفاءة و فعالية النظام المالي و تنمية أسواق الأوراق المالية ، إلا أنها تشكل تداعيات سلبية كونها أدت لحدوث أزمات مالية و السبب في ذلك هو ضعف رقابة البنك المركزي على تداول العملات الأجنبية، مما شجع على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملات المحلية ، بالإضافة للمضاربات على العملات إنتشرت المضاربات على الأوراق المالية و عدد كبير من المشتقات فتسببت المضاربات في العديد من الأزمات .

- تلعب الابتكارات المالية التي ظهرت حديثا كالمشتقات المالية و التوريق دورا مهما في تغطية المخاطر حيث الغرض الأساسي منها هو التحوط و نقل المخاطرة، إلا أن إستعمالها بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة لأغراض الإستثمار و المضاربة ، و ساهم إستخدامها من طرف المستثمرين في تنويع محافظهم الإستثمارية و زيادة عوائدهم المالية و تقادي الكثير من التقلبات المستمرة في أسواق الأوراق المالية إلا أنه و نتيجة للإستخدام المفرط و السيء لهذه الأدوات المالية أدت إلى العديد من المخاطر كغلق و إفلاس المؤسسات في بعض الدول و حدوث الأزمات المالية .

- عند مقارنة أداء كل من بورصة الدار البيضاء بالمغرب بورصة الجزائر وجدنا أن بورصة المغرب أكثر تطورا من بورصة الجزائر و بتحليل مؤشرات حجم السوق و بالمقارنة مع بورصة الجزائر التي تتسم بعدد ضئيل من

الشركات المدرجة و عدم التنوع في القطاعات و عدم قدرة بورصة الجزائر على تعبئة المدخرات و توجيهها نحو المشاريع الإستثمارية. أما في بورصة المغرب و حسب عدد الشركات المدرجة في البورصة فهي تتميز بالإتساع و تنوع القطاعات التي يتم تمويلها من خلال بورصة الدار البيضاء ، و بدراسة مؤشرات السيولة و بتحليل نسبة حجم التداول لاحظنا أن هذه النسبة في بورصة الجزائر تكاد تكون منعدمة فهي تقارب الصفر. أما بورصة الدار البيضاء فقد كانت نسبة حجم التداول خلال بعض الفترات مرتفعة و بتحليل مؤشر الدوران الذي يعكس الحالة الجيدة التي عليها بورصة الدار البيضاء و هو يعني إرتفاع درجة سيولة سوق الأوراق المالية بالمغرب و هذا دليل على قدرة بورصة الدار البيضاء على حشد الموارد المالية و توجيهها لخدمة الإقتصاد و تحقيق النمو .

3- التوصيات :

على ضوء النتائج السابقة يمكن أن نلخص إلى التوصيات التالية :

- _ لا بد من تفعيل دور بورصة الجزائر للقيام بدورها التمويلي و تعبئة المدخرات و توظيفها في تمويل المشاريع الإستثمارية لتحقيق النمو الإقتصادي و ذلك يتطلب إتخاذ العوامل الآتية بعين الإعتبار و العمل على توفيرها :
- تشجيع الإدخار في البورصة و زيادة عدد الشركات المدرجة فيها بالإضافة لتعديل قوانين الإدراج بالبورصة ما يؤدي لتنوع الأدوات المالية و توفير بدائل إستثمارية أمام المستثمرين .
- _ تعميق الوعي الإدخاري و الإستثماري بما يخدم بورصة الجزائر و يشجع صغار المستثمرين و المدخرين.
- _ تعزيز الشفافية و الإفصاح و تعديل القوانين الخاصة بما يتلائم مع المعايير الدولية بهدف دعم الدور الرقابي للسوق و توفير تكافؤ الفرص للمتعاملين .
- _ تطبيق حوكمة الشركات و الإلتزام بمبادئها و معاييرها مما يزيد من كفاءة سوق الأوراق المالية .
- _ دعم الإستثمار الأجنبي من خلال إجراء تعديلات على القوانين المتعلقة بالإستثمار و إلغاء كل الحواجز التي تعيق دخوله بالإضافة لتعديل النظام الجبائي ليكون محفز للإستثمار .

- _ عقد إتفاقيات تعاون مع بقية البورصات المغاربية بهدف تطوير التعاون بين مؤسسات الوساطة و تحفيز عمليات الإدراج و تسهيل عمليات التسوية و المقاصة .
- _ الإعتماد على مؤشرات الإنذار المبكر لنشوب الأزمات .
- _ إدراج أدوات السوق المالية الإسلامية لما تلعبه من أهمية في جلب عدد من المستثمرين و المتعاملين .

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب :

- 1- أحمد حسن صالح قادر (2013)، ظاهرة العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على أسواق المال العالمية، عالم الكتاب الحديث، أريد، الأردن
- 2- إبراهيم مشورب (2002)، الاقتصاد السياسي ، مبادئ، مدارس ، أنظمة ، ط1، دار المنهل مكتبة رأس النبع للطبع و النشر ، بيروت .
- 3- إبراهيم عبد الله الرؤوف محمد (2011) ، تأثير تحرير الخدمات المصرفية على التنمية الاقتصادية ، دراسة تحليلية مع التطبيق على جمهورية مصر العربية، ط1 ، دار الفكر و القانون للنشر و التوزيع ، مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر
- 4- أحمد حسن صالح قادر (2013)، ظاهرة العولمة الاقتصادية و تأثيراتها على أسواق المال العالمية، عالم الكتاب الحديث، إريد ،الأردن
- 5- أشواق بن قدور (2013)، تطور النظام المالي و النمو الاقتصادي، ط 1، دار الراية للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن
- 6- إيمان عطية ناصف، محمد عبد العزيز عجيبة (2003)، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية و تطبيقية، الناشر قسم الاقتصاد، جامعة الإسكندرية، مصر .
- 7- أحمد حسن صالح قادر (2013)، ظاهرة العولمة الاقتصادية و تأثيرها على أسواق المال العالمية ، ط1، عالم الكتاب الحديث ، إريد، الأردن
- 8- جيل برتان (1970)، ترجمة علي مقلد، الإستثمار الدولي، ط1، عوידات للنشر و التوزيع، بيروت
- 9- حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة (2013)، الأسواق المالية ، بورصة الأسهم و السندات المالية، بدون طبعة، دار زهران للنشر و التوزيع ، عمان ،الأردن
- 10- حوحو فطوم (2017)، السياسات الاقتصادية و السوق المالي ، سياسات تفعيل السوق المالي ، السوق المالي السعودي نموذجاً، ط1، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن .
- 11- حاكم محسن الربيعي ، ميثاق هاتف الفتلاوي (2011)، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات) ، ط1، دار اليازوري ، عمان الأردن

- 12- حسن كريم حمزة (2011)، العولمة المالية والنمو الإقتصادي، ط1، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن
- 13- حسين عبد المطلب الأسرج، (2005)، آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة، كتاب الأهرام الإقتصادي، مصر، ص 47 ، على الموقع : www.academia.edu/ تم الاطلاع بتاريخ 2018/02/08
- 14- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق (2013)، مدخل إلى الأسواق المالية ، ط1 ، دار الأيام للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن.
- 15- خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر (2009)، الأزمة المالية الدولية و إنعكاساتها على أسواق المال و الإقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، ط2 ، عمان ، الأردن
- 16- ديماء وليد حنا الرضي (2015)، الأسواق المالية ، تركيبها، كفاءتها ، سيولتها، و التجربة العربية، ط1، المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، بحوث و دراسات، القاهرة، مصر
- 17- دغالم عبد الله (2014)، العولمة المالية و الأنظمة المصرفية العربية ، ط1 ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن
- 18- دريد كامل آل شبيب (2012) ، الأسواق المالية و النقدية، ط1 ، دار الميسرة ، للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن
- 19- رمزي صبحي مصطفى الجرم (2013)، إندماج البنوك كإحدى آليات التطور المصرفي ،الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية ، مصر
- 20- رمزي زكي (1999) ،العولمة المالية ،الإقتصاد السياسي لرأس المال العالمي الدولي (رؤية من البلاد النامية) ،الطبعة الأولى ، دار المستقبل العربي، مصر
- 21- روبرت أولبرتن، ريتشارد وسترا، ترجمة عدنان حسن (2009)،أطوار التطور الرأسمالي ،الإزدهارات و العولمات، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، سوريا .
- 22- زياد رمضان ، مروان شموط (2008) ، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، مصر .
- 23- زكرياء سلامة عيسى شنتاوي (2009)، الأثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي ، ط1، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن

- 24- شدا جمال الخطيب (2008)، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، ط1 ، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، عمان، الأردن
- 25- صلاح الدين شريط (2014)، مبادئ الأسواق المالية ، ط1 ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن
- 26- ضياء مجيد الموسوي (2013)، عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر
- 27- صلاح الدين فهمي محمود، زينب صالح الأشوح (2010) ،الأزمة الإقتصادية العالمية ، هيئة النيل العربية للنشر و التوزيع ، مصر
- 28- طارق محمد خليل الأعرج ،(2012)،العولمة المالية ، كلية الإدارة و الإقتصاد ، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك
- 29- طارق عبد العال حمادة (2008)، حوكمة الشركات قطاع عام و خاص و مصارف، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر.
- 30- طارق عبد العال حمادة (2005) ، حوكمة الشركات ، المبادئ ، التجارب ، تطبيقات الحوكمة في المصارف ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، مصر.
- 31- عاطف وليام أندراوس (2007): أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، مصر .
- 32- عصام حسين (2010): أسواق الأوراق المالية ، البورصة ، ط1، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010 .
- 33- عبد القادر محمد عبد القادر عطية (1999)، إتجاهات حديثة في التنمية ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر
- 34- عدنان حسن (2009)، أطوار التطور الرأسمالي ،الإزدهارات و الازمات و العولمات ، مشورات الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق ، سوريا
- 35- عماد محمد علي العاني (2002)،إندماج الأسواق المالية الدولية ، أسباب و إنعكاساته على الإقتصاد العالمي، ط 1 ، بيت الحكمة ، بغداد
- 36- عبد الله غانم ، عبد الحفيظ خزان(2017)، الوجيز في أسواق الأوراق المالية و أثرها على النمو الإقتصادي ، ط1، مكتبة الوفاء القانونية ، الإسكندرية ، مصر

- 37- عيسوي سهام (2017)، الأدوات المالية المشتقة ، أهميتها، أنواعها و إستراتيجياتها، بورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن
- 38- عبد الكريم أحمد قندوز (2014)، المشتقات المالية ، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع، عمان ،الأردن
- 39- علي عبد الفتاح أبو شرارة (2011) ،الأزمة المالية الإقتصادية العالمية الراهنة،أحداثها، أسبابها، تداعيتها، إجراءاتها، ط1، الطبع للمؤلف ،عمان، الأردن
- 40- غازي المومني ، (2009)، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن
- 41- فؤاد علوان (2012)، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ و الوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية، دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية ،ط1 ، دار الفكر و القانون ، مصر
- 42- فاطمة سيد عبد القادر (2017)، المشتقات المالية و الأزمات المالية ، ط1، دار حميثرا للنشر، جمهورية مصر العربية
- 43- كريستيان بالو ترجمة عادل عبد (1980) ،الإقتصاد الرأسمالي، المرحلة الإحتكارية و الإمبريالية ، دار خلدون ، بيروت
- 44- محمد عوض عبد الجواد (2006)، الإستثمار في البورصة ، أسهم ، سندات، أوراق مالية ، ط1، دار حامد ، عمان ، الأردن
- 45- محمد صادق إسماعيل (2016)، البورصات العربية بين التطور و التحديات المستقبلية دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية ، العربي للنشر و التوزيع القاهرة ، مصر
- 46- محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد (2013)، أسواق المال و المؤسسات المالية ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، مصر
- 47- منير إبراهيم هندي(1993)، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر
- 48- منير إبراهيم هندي(1999)، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية ، توزيع مؤسسة المعارف ، الإسكندرية ، مصر
- 49- محمد صالح الحناوي(2005)، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع، الاسكندرية، مصر
- 50- محمد عبد الحميد عطية(2011)، الإستثمار في البورصة، سوق المال ،التحليل الأساسي ، أدوات التحليل المالي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر

- 51- محمد عبد العزيز عجيمة ، محمد علي الليثي (2001) ، التنمية الإقتصادية ، مفهومها ، نظرياتها، سياساتها،الدار الجامعية للطبع و النشر و التوزيع، مصر
- 52- محمود علي الشرقاوي (2016) ، النمو الإقتصادي و تحديات الواقع ،ط1، دار غيداء للنشر و التوزيع، عمان ، الأردن
- 53- مدحت القرشي (2007)، التنمية الإقتصادية نظريات و سياسات و موضوعات ، دار وائل للنشر، عمان، الأردن
- 54- محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد(1999)،النماذج الرياضية للتخطيط و التنمية الإقتصادية، مكتبة الإشعاع الفنية،ط1،الإسكندرية، مصر
- 55- مصطفى يوسف كافي (2016)، عولمة الأسواق المالية المعاصرة، دار الحامد للنشر و التوزيع، ط 1، عمان، الأردن .
- 56- محمود إبراهيم نور، شقيري نوري موسى، وسيم محمد الحداد،(2012)، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، ط1، عمان ، الأردن
- 57- ناجي جمال (2012) ، مبادئ الإستثمار في أسواق التمويل ، ط1، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات، بيروت .
- 58- هوشيار معروف (2008)، الإستثمار في الأسواق المالية ، ط1 ، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن
- 59- هاشم فوزي دباس العبادي(2008)، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، ط1 ، الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن
- 60- وليد صافي، أنس البكري (2009)، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع، ط1، عمان ، الأردن
- 61- يوسف عبد الله القصير (2011)، الأزمة المالية بين الماضي و الحاضر ، ط1 ، الناشر المؤلف ، الإمارات العربية المتحدة .

ب- الدوريات و المجلات العلمية :

- 62- أكرم محمود حرواني ، (2011)، إنعكاسات العولمة على البلدان النامية (حالة سورية)، مجلة تشرين للبحوث و الدراسات العلمية ، سلسلة العلوم الإقتصادية و القانونية ، المجلد 33، العدد 1 ، سوريا
- 63- أحمد رجب عبد المالك (2008)، دور حوكمة الشركات في تحديد السعر العادل للأسهم في سوق الأوراق المالية ، دراسة تحليلية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية، العدد 1 ، المجلد 45 ، مصر
- 64- بريش عبد القادر ، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، العدد التاسع ، الجزائر
- 65- حسين قبلان (2011)، مؤشرات أسواق المال دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة العلوم الإقتصادية، العدد 11 . سوريا
- 66- حيدر نعمة بخيت، نصر حمود مزنان،(2005)، سياسات التحرير المالي في البلدان العربية، مجلة الجنودل، العدد 25 ، مدينة الديوانية ،العراق
- 67- صالح مفتاح،(2002) ،العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثاني
- 68- صندوق النقد الدولي،(2007)، تدفقات رأس المال العالمي، مجلة التمويل و التنمية،المجلد 44،العدد 1، الجزائر ص14 على الموقع : www.imf.org : تم الإطلاع بتاريخ 2017/6/10 .
- 69- عبد الرحمان المجدان (2006) ، حوكمة المؤسسات و إمكانية نجاحها في العراق، المجلة العربية للعلوم الإقتصادية و الإدارية، العدد 2 ، لبنان
- 70- مفتاح صالح ، معارفي فريدة، (2010)، متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، العدد 7 ، الجزائر
- 71- مناضل عباس حسين الجواري، خضير مهدي صالح عوز(2010) ، الأسواق المالية على المستويين العربي و العالمي، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية و الإدارية، المجلد 3 ، العدد 15، العراق
- 72- منى خالد فرحات، (2013): توريق الدين التقليدي و الإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية و القانونية ، المجلد 29 ، العدد الأول ، سوريا
- 73- يحي سعاد (2017) ، مخاطر عولمة الأسواق المالية ، دراسة حالة سوق المال الكويتي (1997_2016)، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية العدد الثاني و العشرون ، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر

جـ_ الرسائل الجامعية :

- 74- الهمشيري فاطمة صالح (2012)، أثر التطور المالي و الإستثمارات الأجنبية على النمو الإقتصادي في الأردن للفترة (1980_2010)، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و العلوم المالية ، جامعة اليرموك ، أريد ، الأردن ،
- 74- أيمن سعيد يوسف،(2011)، تأثير التطور المالي على النمو الإقتصادي في الأردن (1980-2009)، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و العلوم المالية ، جامعة اليرموك، أريد، الأردن
- 76- آسيا قاسمي ، (2015)، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية و تحسين القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة بومرداس، الجزائر،
- 77- بوكساني رشيد(2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر
- 78- بن يوب فاطمة (2014)،عولمة أسواق المال، معاينة من زاوية المخاطر، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر
- 79- ذكرياء يوسف صوفان (2007) ، أثر تطور القطاع المالي على النمو الإقتصادي في الأردن للفترة مابين 1978 - 2004 ، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، الأردن
- 80- سميحة بن محياوي (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الأسواق العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ،
- 81- عمار آيت بشير، (2001)، الأزمات المالية و إصلاح النظام النقدي الدولي ، دراسة الأزميتين المكسيكية و الآسيوية ، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر .
- 82- فتيحة إبن بوسحاقي (2003)، بورصة الجزائر واقع و آفاق ، رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر .
- 83- مرزوق آمال (2006)، العولمة المالية و إمكانية نشوء الإقتصاديات الإنتقالية ، حالة الإقتصاد الجزائري ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة ، الجزائر .

84- نعمان عبد الله علي غلاب (2006)، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية ، الأردن

85- نادية العقون (2013)، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية الوقاية و العلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الحاج لخضر، باتنة ، الجزائر .

د_ الملتقيات العلمية :

86- أحمد منير النجار(2005) ،عولمة الأسواق المالية و أثرها عل تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي ، المؤتمر العلمي الرابع الريادة و الإبداع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة الكويت، 15- 16 مارس 2005

87_ جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية ، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية 8 ماي 1998، بيروت، لبنان

87- طاهري فاطمة الزهراء، عيساوي سهام (2012)، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري ، يومي 6 و 7 ماي 2012 ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بسكرة

هـ_ التقارير :

89- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، لسنة 2009

90- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية ،العدد الثامن و الخمسون، النشرة الفصلية لربع الثاني من سنة 2009

91- هيئة السوق المالية ، حوكمة الشركات ، المملكة العربية السعودية، على الموقع : www.cma.org.sa تم الإطلاع بتاريخ: 2016 /10/15

92- التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنة 2016 على الموقع:

casablanca.www-com.bourse تم الاطلاع بتاريخ 2017 /05/07

93- التقرير السنوي للجنة الاقتصادية و الإجتماعية لغربي آسيا (2007)، الإستعراض السنوي للتطورات في مجال العولمة و التكامل الإقليمي في الدول العربية ، مطبوعات الأمم المتحدة .

و-الأوراق و البحوث العلمية :

94- شكوري سيدي محمد ، التحرير المالي و أثره على النمو الإقتصادي ، دراسة حالة الجزائر، مقال على الموقع : <https://elbassair.net> تم الإطلاع بتاريخ : 2016/02/10

95- ورقة بحثية لصندوق النقد العربي، مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية على الموقع : www.amf.org تم الإطلاع بتاريخ 2018 /05/10

ثانيا : المراجع باللغة الإنجليزية :

- 1- Abu nurdeen (2009) , does stock market development raise economic growth ,evidence from nigeria , the review of finance and banking , volume 01 , Issue1
- 2 - Joseph A. Schumpeter (1934), The theory of Economic Development ; An Inquiry into Profits, Capital , Credit, Interest , and the Business Cycle , Harvard University Press , Cambridge ,Angleterre .
- 3- Rao, K.S, Ramesh (1992), Financial Management, 2nd, Mac pub,USA
- 4- Guglielmo Maria Caporal , Stock Market Development and Economic Growth :The causal Linkage , Journal of Economic Development, Chung-Ang Unviersity, Department of Economics, vol. 29 , Korea .

ثانيا : المراجع باللغة الفرنسية :

A_ Les Lives :

- 1- Arnaud thauvron ,annaick Guyvarc'h (2010), finance , edition foucher, 4^eedition, France
- 2_ Bourquinat Henri , (1999) Finance internationale , PUF, France
- 3- Claude dufloux ,Laurent Margulici (2007),finance de marché, conceptes et pratiques,ellipses éditions, paris, France
- 4_ Dufour jean francois (1999), Les marchés émergents , Armand colin , paris, france
- 5 - Frédéric poulon (1999) ,les marchés financiers internationaux , dunod , paris , France .
- 6_ Francois chesnais (1997), la mondialisation du capital, nouvelle édition augmentée, syros, paris , France

- 7_ Frederic Mishkin , christian bordes, pierre-cyrille hautcoeur , dominique lacouelabarthé (2004) , Monnaie ,banque et marchés financiers ,7eme édition , pearson education , france
- 8- Franck Moraux (2010) ,Finance de marché , pearson education ,paris , France .
- 9- Joseph Antoine, Marie- claire capiau-huart(2012) , Titres et bourse , instruments financiers, tome 1 , 3^eedition, edition larcier , Bruxelles, Belgique
- 10- Ghassen Bouslama , Christophe Bouteiller (2009) , La crise financière en 40 concepts clés , Revue Banque edition , Paris, France
- 11- Mathilde lemoine (2012),les grandes questions d'économie et finance internationales, 2 éme édition , édition de Boeck , Bruxelles, Belgique
- 12_Michel-henry Bouchet , CERAM Sophia-Antipolis ,(2005), La globalisation , Introduction à l'économie du nouveau monde , pearson education , France
- 13-Philippe Dalvisenement jean et pietit petit(1999) ,économie internationale la place des banque, dunod ,paris, france

B_ Rapports :

- 14_ OECD Principles and Annotations on Corporate Governance , Organization for Cooperation and Economic Development , Arabic translation,pp 6-11 Sur le site web : www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/35032070.pdf consulté le : 14 /08/2017
- 15- Rapports annuels (2005_2015) de cosob sur le site web : org.cosob.www consulté : 06_16/04/2018
- 16_Rapport annuel 2016 bourse de casablanca sur le site web : casablanca.www-com.bourse consulté le : 06/05/2017
- 17_ les Rapports annuels (2005_2015) bourse de casablanca sur le site web : casablanca.www-com.bourse consulté le : 11_25/04/2018

C_ Recherches Scientifique :

- 18- Agelos Delivorias(2015), comprendre la titrisation, historique-avantages-risques, service de recherche du parlement européen, octobre 2015 sur le site : www.europarl.europa.eu : consulté le : 08/05/2017
- 19- Aboubekr Asma , (2016), L'impact de la Politique de la liberalisation financière sur la croissance économique cas de l'algerie , l'Universite Abou Bekr Belkaid, Tlemcen, l'algerie

20_Abdelilah el attar(2013) , la titrisation origine des crises ou opportunité de financement ?, dossiers de recherches en economie et gestion, deuxième numéro : juin 2013

21-Christophe LEJARD (2011) , La Titrisation : Enjeux En termes De Communication Comptable Et Financière , Thèse de Doctorat Université Montpellier 1, Soutenue publiquement le 12 décembre 2011.

22- Darine Bakkor (2013), Un essai de définition du concept de Gouvernance, laboratoire montepelliérain d'economie théorique et appliquée ,unité mixte de recherche, p 09 sur site web :

www.lameta.univ-montp1.fr/Documents/ES2013-05.pdf consulté le: 13/08/2017

23_ Pierre-Alain Muet (1993), Les théories contemporaines de la croissance, Observations et diagnostics économiques n° 45 Sur le site web :

https://www.persee.fr/doc/ofce_0751-6614_1993_num_45_1_1323 : consulté le 18/09/2017

24_ Murat Yildizoglu (2014), Sources de la croissance ´economique, Université Montesquieu Bordeaux IV, France , p79, sur le site :

www.yildizoglu.fr/croissance/sources-croissance-economique : consulté le 20/09 /2017

25- sami aouadi (2001) , la nouvelle economie : ses frontières ,caractéristiques et enjeux socio-économiques , Revue tunisienne d'economie ,centre de publication universitaire , la tunisie , n° 11.

26- Thiémokho diop ,(2013) développement financier et croissance économique : la structure financière joue t-elle un rôle ? mémoire présenté comme exigence partielle de la maitrise en économie ,université du québec à montréal , canada, sur le site web : archipel.uqam.ca/5454/1/M12949.pdf : consulté le : 11 /12 /2016

27-Aka brou emmanuel (2005), le rôle des marchés de capitaux dans la croissance et le developpent economiques , thèse pour le doctorat en sciences economiques, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand I, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI), France

28 -Jude C. Eggoh (2009),Développement financier et croissance : Une synthèse des, contributions pionnières, Document de Recherche n° 2009-18

Laboratoire d'economie d'orléans , Université d'Orléans, Faculté de Droit, France,d'Economie et de Gestion

ثالثا: المواقع الإلكترونية :

1_ موقع البنك الدولي :

www.albankaldawli.org

2- موقع صندوق النقد العربي :

www.amf.org

3- موقع بورصة الدار البيضاء بالمغرب :

casablanca.www-com.bourse

4- موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في الجزائر :

org.cosob.www

5- موقع شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في الجزائر :

dz.sgbv.www