الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر –بسكرة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها

- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015) -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي

إعداد الطالبة :
سعاد يحي

إشراف الأستاذ الدكتور :
صالح مفتاح

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د/ الطيب داودي	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	رئيسا
أ.د/ صالح مفتاح	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	مشرفا
أ.د/حميدة مختار	أستاذ محاضر(أ)	جامعة الجلفة	ممتحنا
د/ عتيقة وصاف	أستاذ محاضر(أ)	جامعة بسكرة	ممتحنا
د/ لعبيدي مهاوات	أستاذ محاضر(أ)	جامعة الوادي	ممتحنا
د/ رضا زهواني	أستاذ محاضر(أ)	جامعة الوادي	ممتحنا

السنة الجامعية: 2018 - 2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَٰنِ الرَّحِيمِ

بسم الله الرحمن الرحيم

"قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علّمتنا إنك أنت العليم الحكيم"

صدق الله العظيم

(الآية 32 من سورة البقرة)

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله ورعاهما

إلى كل أفراد العائلة من قريب أو من بعيد

إلى كل الأصدقاء والأحباب

إلى كل أساتذة وطلبة كلية العلوم الاقتصادية بجامعة بسكرة

إليهم جميعا أهدي ثمرة هذا الجهد العلمي المتواضع

سعاد

الشكر والعرفان

بعد إنهائنا لهذا العمل أتوجّه بقلب خارع لله عزَّ وجلَّ بالحمد والشكر

فللّه الفضل والمنّة.

ثم أتقدّم بخالص شكري إلى أستاذي الفاضل البروفيسور: مفتاح

صالح- حفظه الله- الذي كان له فضل تأطير هذا العمل بتوجيهاتِه ونصائِحه.

و لا أنسى من وفَّر لي ظروف العمل المناسبة وساعدني في كتابة

المذكرة وأخص بالذكر الزوج الكريم.

وإلى كلّ من قدَّم ليَ يدَ المُساعدة مِن قريبٍ أو من بعيد، والشكر

موصول أيضا للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة المحترمين على ما

تكبدوه من عناء وما خصصوه من وقت وجهد في سبيل تقييم ومناقشة هذا

العمل.

سعاد

ملخـص:

يهدف البحث إلى الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، والتعرف على الأسواق المالية الخليجية وآفاق تطويرها ودورها في تنمية الاقتصاد الخليجي وقياس أثر مؤشرات الأسواق المالية على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

وتمثلت إشكالية البحث: فيما هو الدور الذي تحققه الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي؟

وتوصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة وماتزال درجة تحقيق أهداف إنشائها متواضعة إذ لم تنجح بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها في الاقتصاد المحلي، كما توصلت إلى انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذه الأسواق وهذا من خلال نتائج "نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة" (المؤشر العام لأسعار السوق، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم)، وان وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين، وأحد هذين المتغيرين هو مؤشر العام لأسعار السوق ظهر سالب أي وجود علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار أسهم السوق.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية – البورصات الخليجية – التنمية الاقتصادية –مؤشرات الأسواق المالية-النمو الاقتصادي

Résumé :

La recherche vise à saisir les divers aspects théoriques liés aux marchés financiers, à identifier les marchés financiers du Golfe, leurs perspectives de développement, leur rôle dans le développement de l'économie du Golfe et à mesurer l'impact des indicateurs des marchés financiers sur le PIB des pays du Golfe.

La problématique de cette recherche était le suivant: quel est le rôle des marchés financiers dans le développement économique des pays du Golfe?

L'étude a révélé que les marchés financiers du Golfe sont primitifs par rapport aux marchés financiers développés et le degré de réalisation des objectifs de son établissement est modeste, comme ils n'ont pas encore réussi à mobiliser l'épargne nationale et étrangère et à l'utiliser dans l'économie locale, l'étude est arrivé à des conclusions dont l'absence de lien entre les marchés du Conseil de coopération du Golfe (CCG) et d'atteindre un taux de croissance économique remarquable pour ces marchés et ce à travers la régression linéaire multiple de la relation entre le PIB et les variables indépendantes des résultats du modèle variable (l'indice général des prix du marché, l'indice de la valeur du marché, l'indice volume des transactions, le nombre d'entreprises, le nombre d'actions), et si la relation est trouvée elle est pour une seule variable, à l'exception de l'État de Bahreïn et du Qatar, où la relation entre deux variables a émergé, et l'une de ces deux variables est l'indice général des prix du marché, qui est apparu négatif, ce qui montre une relation inverse entre la croissance économique et les fluctuations des prix du marché.

Mots-clés : Marchés financiers - Bourses du Golfe - Développement économique - Indicateurs des marchés financiers - Croissance économique

Summary:

The research aims to capture the various theoretical aspects related to the financial markets, to identify the Gulf financial markets, their development prospects, their role in the development of the Gulf economy and to measure the impact of financial market indicators on the GDP of the Gulf countries.

The problem of this research was: what is the role of financial markets in the economic development of the Gulf countries?

The study found that the Gulf financial markets are primitive to developed financial markets and the degree of achievement of the goals of its institution is modest, as they have not yet succeeded in mobilizing domestic and foreign savings and use it in the local economy, the study arrived at conclusions which no link between Gulf Cooperation Council (GCC) markets and to achieve a remarkable economic growth rate for these markets this through multiple linear regression of the relationship between GDP and variables independent of the results of the variable model (the general market price index, the market value index, the transaction volume index, the number of companies, the number of shares), and if the relation is found it is for a single variable, with the exception of the State of Bahrain and Qatar, where the relationship between two variables emerged, and one of these two variables is the general index of market prices, which appeared negative, which shows an inverse relationship between economic growth and market price fluctuations.

Keywords: Financial Markets - Gulf Stock Exchanges - Economic Development - Financial Market Indicators - Economic Growth

الفهارس

فـــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

العنوان	الصفحة
الإهداء	I
شكر وعرفان	II
ملخص باللغة العربية	III
ملخص باللغة الفرنسية	IV
ملخص باللغة الانجليزية	V
فهرس المحتويات	VII
فهرس الجداول	XVII
فهرس الأشكال	XVII
فهرس الملاحق	XIV
المقدمة العامة [أ-ج]	
تمهيد	أ
I.تحديد إشكالية البحث	أ
II. فرضيات البحث	ب
III.أهمية البحث	ب
IV.أهداف البحث	ب
V.أسباب اختيار الموضوع	ب
VI.المنهج والأدوات المستخدمة في البحث	ج
VII.الدراسات السابقة	ج
VIII.موقع البحث من الدراسات السابقة	د
IX.خطة وهيكل البحث	د
الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية [1- 68]	
تمهيد	**02**
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	**03**
المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية	03
الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية	03
الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية	04
المطلب الثاني:أهداف الأسواق المالية وشروط قيامها	05
الفرع الأول: أهداف الأسواق المالية	05
الفرع الثاني: شروط قيام الأسواق المالية	06

فـــــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

المطلب الثالث: أركان الأسواق المالية و عوامل نجاحها	09
الفرع الأول: أركان الأسواق المالية	09
الفرع الثاني: عوامل نجاح الأسواق المالية	10
الطلب الرابع: تقسيمات الأسواق المالية	11
الفرع الأول: سوق النقد	11
الفرع الثاني: سوق رأس المال	13
الفرع الثالث: الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد	18
المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية –البورصة-	**19**
المطلب الأول: مفهوم ومقومات إنشاء سوق الأوراق المالية –البورصة-	20
الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية –البورصة	20
الفرع الثاني: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية	21
المطلب الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية	21
الفرع الأول: من حيث التعامل الجغرافي	21
الفرع الثاني:من حيث الاعتراف الحكومي	22
الفرع الثالث: من حيث التداول	23
المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية.	25
الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية	25
الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية	26
المطلب الرابع: المتعاملون ونظام الوساطة في أسواق الأوراق المالية.	31
الفرع الأول: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية	31
الفرع الثاني: : نظام الوساطة	31
المبحث الثالث: طبيعة عمليات ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية	**32**
المطلب الأول: تنظيم البورصة	33
الفرع الأول: نظام البورصة الداخلي	33
الفرع الثاني: كيفية التعامل في البورصة	34
المطلب الثاني: عمليات البورصة	36
الفرع الأول: عمليات البورصة العجلة	36
الفرع الثاني: عمليات البورصة الآجلة	36
المطلب الثالث: أوامر البورصة	38
الفرع الأول: تعريف أوامر البورصة	38
الفرع الثاني: أنواع أوامر البورصة	38

فـــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

المطلب الرابع: نظام التسعير في سوق الأوراق المالية	41
الفرع الأول: تعريف سعر البورصة	42
الفرع الثاني: طرق تحديد السعرٍ	42
الفرع الثالث: التسعيرة الرسمية	45
المبحث الرابع: أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية	**45**
المطلب الأول: الأسهم	45
الفرع الأول: تعريف الأسهم وخصائصها	45
الفرع الثاني: أنواع الأسهم	47
المطلب الثاني: السندات	51
الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها	51
الفرع الثاني: أنواع السندات	53
الفرع الثالث: المقارنة بين الأسهم والسندات	55
المطلب الثالث: القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية	56
الفرع الأول: القيم المتداولة المهجنة	56
الفرع الثاني: المشتقات المالية	57
المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية	63
الفرع الأول: مفهوم المؤشرات	64
الفرع الثاني: أهمية المؤشرات	64
الفرع الثالث أنواع المؤشرات وطرق تكوينها	65
خلاصة الفصل	**68**
الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية [69-104]	
تمهيد	**70**
المبحث الأول: ماهية كفاءة السوق المالي	**71**
المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي	**71**
الفرع الأول: تعريف الكفاءة	**71**
الفرع الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي	**72**
المطلب الثاني:أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية	**73**
الفرع الأول الكفاءة الكاملة	**73**
الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية	**74**

فـــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

المطلب الثالث: شروط وخصائص كفاءة الأسواق المالية	74
الفرع الأول: شروط كفاءة الأسواق المالية	74
الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الكفؤة	75
المطلب الرابع: ماذا تحقق الكفاءة و الكيفية التي تتحقق بها	76
الفرع الأول: ماذا تحقق الكفاءة	77
الفرع الثاني: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة	77
المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي	78
المطلب الأول: مستويات كفاءة السوق المالية	78
الفرع الأول: السوق الكفء بدرجة ضعيف	78
الفرع الثاني: السوق الكفء بدرجة نصف قوي	79
الفرع الثالث: السوق الكفء بدرجة قوي	79
المطلب الثاني: اختبارات كفاءة السوق المالية	80
الفرع الأول: اختبارات الكفاءة على المستوى الضعيف	80
الفرع الثاني: اختبارات الكفاءة على المستوى متوسط القوة	81
الفرع الثالث: اختبارات الكفاءة على المستوى القوي	82
المطلب الثالث:العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي ومشكلاتها	83
الفرع الأول: العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالية	83
الفرع الثاني: مشكلات كفاءة السوق المالي	84
المطلب الرابع: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق	85
الفرع الأول: علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالي	85
الفرع الثاني: علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالي	86
المبحث الثالث: علاقة لسيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي	87
المطلب الأول: علاقة السيولة بالكفاءة في السوق المالي	87
الفرع الأول:مفهوم السيولة	88
الفرع الثاني: علاقة السيولة بالكفاءة في السوق المالي	88
المطلب الثاني: العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق المالي	89
الفرع الأول:مفهوم المعلومات	90

الفرع الثاني: العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق المالي	**90**
المطلب الثالث: عوائق كفاءة السوق المالي والتحوط من الأزمات	**92**
الفرع الأول: العوائق التي تواجه كفاءة السوق المالي	**92**
الفرع الثاني: ميكانيزم عمل السوق المالي الكفء في التحوط من الأزمات	**93**
المبحث الرابع :ماهية مقومات تطور السوق المالي	**94**
المطلب الأول: متطلبات تطوير الأسواق المالية	**94**
الفرع الأول : كفاءة التسعير	**94**
الفرع الثاني : كفاءة التشغيل	**94**
المطلب الثاني: مقومات وأهمية السوق المالية الكفء	**95**
الفرع الأول: مقومات تطور الأسواق المالية	**95**
الفرع الثاني: أهمية كفاءة السوق المالية.	**96**
المطلب الثالث: المعايير الوصفية لأداء الأسواق ومؤشرات قياس درجة تطورها	**97**
الفرع الأول: المعايير الوصفية لأداء الأسواق المالية	**97**
الفرع الثاني: مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية	**100**
خلاصة الفصل	**104**
الفصل الثالث:انعكاس العولمة على الأسواق المالية وعلى التنمية الاقتصادية [105- 153]	
تمهيد	106
المبحث الأول: ماهية العولمة المالية	**107**
المطلب الأول: مفهوم العولمة	107
الفرع الأول: تعريف العولمة وخصائصها	107
الفرع الثاني: أنواع العولمة	109
المطلب الثاني: أهداف العولمة وأدواتها	111
الفرع الأول: أهداف العولمة	111
الفرع الثاني: أدوات العولمة	112
المطلب الثالث: مفهوم العولمة المالية	114
الفرع الأول: تعريف العولمة المالية	114
الفرع الثاني: مراحل نشأة العولمة المالية	115

فـــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

الطلب الرابع: أسس وعوامل تطور العولمة المالية	117
الفرع الأول: أسس العولمة المالية	117
الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تطور العولمة	118
المبحث الثاني: عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها	**120**
المطلب الأول: مفهوم التحرر المالي و مؤشر العولمة المالية	120
الفرع الأول: مفهوم التحرر المالي للأسواق المالية	121
الفرع الثاني: مؤشر العولمة المالية	122
المطلب الثاني: مظاهر عولمة الأسواق المالية	123
الفرع الأول: الترابط بين البورصات	123
الفرع الثاني عولمة الأسهم والسندات	124
الفرع الثالث: تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في أسواق الأوراق المالية	125
المطلب الثالث: الفوائد والمخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية	125
الفرع الأول: الفوائد الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية	126
الفرع الثاني: المخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية	127
المبحث الثالث: ماهية التنمية الاقتصادية	**131**
المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية	131
الفرع الأول: تعريف التنمية	131
الفرع الثاني: مفهوم التنمية والنمو الاقتصادي والتمييز بينهما	132
الفرع الثالث: وسائل قياس التنمية	135
المطلب الثاني: عناصر وأهمية التنمية الاقتصادية	135
الفرع الأول: عناصر التنمية الاقتصادية	135
الفرع لثاني:أهمية التنمية الاقتصادية	136
المطلب الثالث: قيم وأهداف التنمية الاقتصادية	137
الفرع الأول: القيم الجوهرية للتنمية	137
الفرع الثاني: الأهداف الجوهرية للتنمية	138
المبحث الرابع: انعكاس العولمة على التنمية والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية	**140**
المطلب الأول: متطلبات وعقبات التنمية الاقتصادية	140
الفرع الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية	140
الفرع الثاني: عقبات التنمية الاقتصادية	141

المطلب الثاني: تمويل التنمية وانعكاس العولمة عليها	144
الفرع الأول : مصادر تمويل التنمية	144
الفرع الثاني: انعكاسات العولمة على التنمية	146
المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية	147
الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد القومي	148
الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للمؤسسات والأفراد	149
الفرع الثالث: العلاقة بين الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية	151
خلاصة الفصل	**153**
الفصل الرابع: قياس أثر مؤشرات أسواق المال في تنمية اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي وآفاق تطويرها [154 - 203]	
تمهيد	**154**
المبحث الأول :نظرة حول الأسواق المالية الخليجية	**155**
المطلب الأول : نبذة عن سوق الكويت والإمارات للأوراق المالية	155
المطلب الثاني: نبذة عن سوق الدوحة ومسقط للأوراق المالية	158
المطلب الثالث: نبذة عن سوق البحرين والسعودية للأوراق المالية	162
المبحث الثاني: آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية وأهمية تطويرها لإصدار العملة الخليجية الموحدة	**165**
المطلب الأول: مميزات وعيوب الأسواق المالية الخليجية	165
المطلب الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المالية الخليجية	166
المطلب الثالث: آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية	167
المطلب الرابع: أهمية تطوير الأسواق تحضيرا لإصدار العملة الخليجية الموحدة	168
المبحث الثالث: أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي :بيانات ومؤشرات	**169**
المطلب الأول : حجم أسواق دول مجلس التعاون الخليجي	169
المطلب الثاني:مؤشرات على دور السوق في الاقتصاد	175
المطلب الثالث : ملاحظات تقييمية حول الأسواق المالية الخليجية	180
المبحث الرابع: قياس اثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي	**181**
المطلب الأول: توضيح النموذج وصياغة الفروض	181

فـــــــــــــهرس المحتويـــــــــــات

المطلب الثاني: تحليل الارتباط بين المتغيرات واختبار التوزيع الطبيعي وانتشار البواقي	182
المطلب الثالث : نتائج التقدير والتحليل	190
خلاصة الفصل	**203**
الخاتمة العامة [204-207]	
الخلاصة العامة للبحث	204
نتائج الدراسة	205
نتائج اختبار الفرضيات	206
التوصيات المقترحة	206
آفاق البحث	207
قائمة المراجع [209-222]	
ملاحق البحث [224-230]	

فهـرس الجـــداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-2	أشكال الكفاءة والمعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية	73
2-2	أشكال كفاءة الأسواق المالية مع أمثلة	80
3-2	بيان توضيحي لسعة السوق وعمقه	98
1-4	عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي في نهاية الأعوام (2008-2015)	170
2-4	القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي في نهاية السنوات (2008-2015) (مليون دولار)	173
3-4	أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في الربع الرابع 2009-2016(مليون دولار)	175
4-4	الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية في الاقتصاد نهاية السنوات (2012-2015)	176
5-4	معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي(2008-2015)	179
6 -4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة البحرين	183
7-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة السعودية	184
8-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة مسقط	185
9-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت	186
10-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة أبوظبي	187
11-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة دبي	188

12-4	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة قطر	189
13-4	التقدير بوجود جميع المتغيرات التوضيحية	190
14-4	التقدير باستبعاد احد المتغيرات الأقل تأثيرا في النموذج	192
15-4	التقدير باستبعاد المتغير الثاني الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول الذي تم استبعاده في الخطوة السابقة	194
16-4	التقدير باستبعاد المتغير الثالث الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول والثاني اللذان تم استبعادهم في الخطوات السابقة	196
17-4	التقدير باستبعاد المتغير الرابع الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغيرات التي تم استبعادها في الخطوات السابقة	198

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	عناصر السوق المالي	10
2-1	تقسيمات أسواق رأس المال	18
3-1	ملخص أسواق النشاط الاقتصادي	25
4-1	السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه	30
5-1	أنواع عقود المبادلة	63
1-2	العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي	83
1-3	الأهداف الجوهرية للتنمية الاقتصادية	139
1-4	عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)	171
2-4	القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي في نهاية السنوات(2008-2015)	173
3-4	القيمة السوقية الإجمالية للأسهم 2015	173
4-4	أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في الربع الرابع 2008-2015 (مليون دولار)	175
5-4	الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية للاقتصاد2008-2015 (%)	177
6-4	الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية للاقتصاد2015	177

7-4	معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)	179
8-4	معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي2015	179
9-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة البحرين	183
10-4	انتشار البواقي لدولة البحرين	183
11-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة السعودية	184
12-4	انتشار البواقي لدولة السعودية	184
13-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة مسقط	185
14-4	انتشار البواقي لدولة مسقط	185
15-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة الكويت	186
16-4	انتشار البواقي لدولة الكويت	186
17-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة أبوظبي	187
18-4	انتشار البواقي لدولة أبوظبي	187
19-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة دبي	188
20-4	انتشار البواقي لدولة دبي	188
21-4	التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة قطر	189
22-4	انتشار البواقي لدولة قطر	189

فهـرس الملاحـق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
1-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة البحرين	124
2-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة السعودية	125
3-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة مسقط	126
4-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة الكويت	127
5-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة أبوظبي	128
6-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة دبي	129
7-4	نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية) لدولة قطر	130

المقدمة العامة

المقدمـــة العـــامـــة

تمهيد

ترتكز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، ازدادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، ومشروعاتها الاستثمارية ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في السوق المالي، ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

و تعتبر الأسواق المالية، ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

ولذلك نجد معظم دول العالم المتقدمة منها والنامية تولي تطوير أسواقها المالية اهتماما متعاظما وذلك نتيجة الاقتناع المتزايد بأهمية الدور الذي يمكن لهذه الأسواق أن تؤديه في مسيرة التنمية الاقتصادية، ومن بين الدول النامية التي تهتم بتطوير الأسواق المالية نجد دول مجلس التعاون الخليجي التي تمتلك فوائض مالية أدت بها إلى البحث عن مجالات استثمار جديدة داخل المنطقة وخارجها، وهو ما فرض عليها الأخذ بأساليب ووسائل متقدمة في هذه المجالات نتيجة اتساع المجتمع وتطوره عما كان سائدا في مرحلة ما قبل النفط.

ويأتي هذا الاهتمام أيضا في إطار التوجهات الحديثة التي تقودها المنظمات الدولية والإقليمية بخصوص تعزيز دور مثل هذه الأسواق في النظام المالي للدولة، فالأسواق المالية توفر أحد أهم قنوات تعبئة المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية.

كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية مما يقلص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي، هذا إلى جانب قيامها بتقديم العديد من الخدمات المالية الأخرى والتي تساعد على زيادة الوعي والرشد الادخاري والاستثماري لدى جموع المواطنين، وعلى تقليل تكاليف التبادلات الاقتصادية والمخاطر المتصلة بها.

I. تحديد إشكالية البحث

من خلال هذا الطرح وبناء على ما سبق فانه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لبحثنا كما يلي:

- ما هو الدور الذي تحققه الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي؟

من خلال هذا الطرح وبناء على ما سبق فانه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لبحثنا كما يلي:

1- ما هو انعكاس العولمة على التنمية الاقتصادية؟

2- هل تؤدي الأسواق المالية إلى النمو الاقتصادي؟

3- هل هناك علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية الخليجية (المؤشر العام لأسعار السلع، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم) ومعدلات النمو الاقتصادي لها ؟

II. فرضيات البحث

اعتمدنا في بحثنا هذا على مجموعة من الفرضيات تمثلت في:

1- للعولمة آثار ايجابية على التنمية ولكن هذا لا يعني خلوها من الآثار السليبة .

2- تعمل الأسواق المالية على زيادة النمو الاقتصادي.

3- توجد علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية الخليجية (المؤشر العام لأسعار السلع، مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات، عدد الأسهم) والتنمية الاقتصادية، التي تقاس بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي.

III. أهمية البحث:

يكتسي موضوع الدراسة أهمة بالغة نظرا لدور الأسواق المالية في تمويل كثير من المشروعات الاقتصادية الإستراتيجية الكبيرة (مثل الفلاحة، الصناعة، التجارة، السياحة، العقار...)، بالإضافة إلى دورها في استقطاب رؤوس الأموال وتسهيل انتقالها من منطقة إلى أخرى، وبالتالي فإن تطوير الأسواق في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي سوف يسهم في تطوير أدائها.

IV. أهداف البحث:

يرمي هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

1- الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية.

2- التعرف على الأسواق المالية الخليجية من خلال الطرق إلى نشأها وأدائها وأهمية تطويرها لإصدار عملة موحدة.

3- التعرف على دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد.

4- معرفة تأثير الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي على اقتصادها وآفاق تطويرها .

5- قياس اثر مؤشرات الأسواق المالية على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

V. أسباب اختيار الموضوع:

تعود أسباب اختياري لهذا الموضوع إلى أهمية الأسواق المالية في تمويل كثير من المشروعات الاقتصادية الإستراتيجية لكبيرة، بالإضافة إلى دورها في استقطاب رؤوس الأموال وتسهيل انتقالها من منطقة إلى أخرى، كذلك تعتبر هذه المنطقة جاذبة للاستثمارات الأجنبية وللأموال كون المنطقة تتمتع بثروة مالية ذات أهمية على المستوى الدولي .

VI. المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

يعتمد البحث على المنهج الوصفي والتحليلي ،بالإضافة إلى المنهج الاستقرائي لاختبار دور وتأثير أسواق المال الخليجية في النمو الاقتصادي لها.

VII. الدراسات السابقة:

* **دراسة لـ جابر محمد عبد الجواد** 2007، بعنوان تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل الاقتصادي (مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي) مقدمة في مؤتمر الأسواق المالية والبورصات أفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون ، الإمارات العربية المتحدة، تناولت التعريف ببورصة الأوراق المالية،البورصات والتنمية والنمو الاقتصادي، بورصة الأوراق المالية في بعض الدول العربية وعوامل مواجهة معوقات تكامل البورصات،توصلت إلى وجوب ربط البورصة العربية الموحدة بجميع بورصات الأوراق المالية العربية وتبادل المعلومات الفورية عن طريق تداول الأوراق المالية مع تحرير التعامل في كل بورصة في الأوراق المالية المتداولة في البورصات الأخرى حتى يتحقق التكامل والاندماج، كما يجب توحيد الإجراءات وتنسيق السياسات بين بورصات الأوراق المالية العربية المختلفة وتحرير البورصة العربية الموحدة وانفتاحها على البورصات العالمية .

* **دراسة لـ محمد كمال أبو عمشة2011**، بعنوان أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي، مقدمة لمجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد56 ، مركز دراسات الوحدة العربية، تناولت مفهوم أسواق الأوراق المالية، الدور المرجو للسوق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية، الجاهزية المؤسسية والتحتية للسوق، أسواق دول مجلس التعاون الخليجي للأوراق المالية الواقع وآفاق التطور، أهمية تطوير الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي تحضيرا لإصدار العملة الخليجية الموحدة، توصلت إلى أنه قبل الوصول إلى الإصدار الفعلي للعملة الخليجية الموحدة، لابد من انجاز جملة من الترتيبات الاقتصادية والقانونية والفنية ومن بين هذه الترتيبات تطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي بصفته من أهم حلقات الاقتصاد، فحركة الاقتصاد لا تتم بمعزل عن اتجاه حركة جميع حلقاته واتساقها وان الخلل في أداء أية واحدة من هذه الحلقات يؤدي بالضرورة إلى ضعف ما في حركة الاقتصاد الكلي وبالتالي إلى عدم استقرار قيمة العملة.

* **دراسة لـ أديب قاسم شندي2013**، بعنوان الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية)، مقدمة لمجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية العدد الخاص بمؤتمر الكلية، تناولت الدراسة أسواق المال وتطورها ودور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني وسوق العراق للأوراق المالية ومؤشرات أداء الأسواق المالية وقياس أثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي العراقي، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين نشاط كل من السوقين (الأولية والثانوية) فكلاهما تؤثر في الأخرى وتتأثر بها وثبوت صحة الفرضية بانعدام العلاقة بين سوق العراق للأوراق المالية وتحقيق

أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق، افتقار السوق إلى مؤسسات التسوية والمقاصة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها، صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي يمثل عائقا أمام الاستفادة من قدرة السوق على جذب المزيد من الأموال لتأسيس شركات جديدة تدخل لأول مرة إلى سوق العمل الإنتاجي أو لتوسيع الشركات القديمة بزيادة رؤوس أموالها لتتمكن من توسيع طاقتها الإنتاجية ليعمل الجميع معا لخدمة الاقتصاد الوطني و يساهموا في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال.

* **دراسة لـ خلف الله أحمد محمد عربي2011**، بعنوان دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، مقدمة لمجلة بخت الرضا العلمية العدد الثاني، تناولت الدراسة الإطار النظري (النظريات التي تربط التطور المالي وإنتاجية الاستثمار – رأس المال- واختبار العشوائية) وقد توصلت الدراسة إلى أن هيمنة خمس شركات كبرى على السوق وعدم كفاءة السوق وهناك علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار أسهم السوق وحجمها وذلك بسبب كبر حجم تكلفة التعاملات وهو نتيجة لعدم تطور السوق وقلة كفاءته بينما للسياسة النقدية تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي.

VIII. موقع البحث من الدراسة

تناولت الدراسات السابقة أحد الأسواق المالية العربية أو كل الأسواق المالية الخليجية بأسلوب تحليلي فقط، أو بأسلوب استقرائي فقط، ونحن في بحثنا هذا اعتمدنا على الأسلوب التحليلي ثم الاستقرائي، لاختبار دور أسواق المال الخليجية في النمو الاقتصادي لها، باستعمال طريقة الانحدار المتدرج بالأسلوب التراجعي على خلاف بعض الدراسة السابقة التي حاولت إثبات العلاقة بين المتغيرات من خلال إتباع طرق أخرى مختلفة على هذه الطريقة التي اتبعناها، وبالاعتماد على برامج أخرى مختلفة عن برنامج الـ SPSS و الـ EViews الذي تم الاعتماد عليهم في هذه الدراسة .

IX. خطة وهيكل البحث:

سيتم الإجابة على الأسئلة المطروحة مع اختبار صحة الفرضيات المقترحة من خلال تخصيص أربعة فصول:

تناول الفصل الأول **الإطار النظري للأسواق المالية** من خلال أربعة مباحث فالمبحث الأول خصص لماهية الأسواق المالية، وفي البحث الثاني تعرضنا إلى ماهية أسواق الأوراق المالية وفي المبحث الثالث تناولنا طبيعة عمليات ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية وفي المبحث الرابع تناولنا أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية .

أما الفصل الثاني فقد خصص **لكفاءة الأسواق المالية** فقد تناول المبحث الأول ماهية كفاءة السوق المالي وفي المبحث الثاني تمت دراسة الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي أما المبحث الثالث فقد تناولنا علاقة لسيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي أما المبحث الرابع فقد تعرضنا إلى ماهية مقومات تطور السوق المالي.

أما الفصل الثالث فتضمن **انعكاس العولمة على الأسواق المالية وعلى التنمية الاقتصادية** حيث تم التطرق فيه في المبحث الأول إلى ماهية العولمة المالية أما المبحث الثاني فقد تعرضنا فيه إلى عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها وتناولنا في المبحث الثالث ماهية التنمية الاقتصادية أما المبحث الرابع فقد تناولنا انعكاس العولمة على التنمية والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية .

وتناول الفصل الرابع **قياس أثر مؤشرات أسواق المال في تنمية اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي وآفاق تطويرها** من خلال أربعة مباحث حيث تناول المبحث الأول نظرة حول الأسواق المالية الخليجية أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية وأهمية تطويرها لإصدار العملة الخليجية الموحدة أما المبحث الثالث تناولنا فيه أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي :بيانات ومؤشرات وخصصنا المبحث الرابع للدراسة القياسية تناولنا فيه قياس اثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي

وختمنا البحث بخاتمة، تضمنت نتائج الدراسة واختبار الفرضيات ومقترحات البحث وآفاق البحث.

الفصل الأول

الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية(البورصة)

المبحث الثالث: طبيعة عمليات ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية

المبحث الرابع: أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية

خلاصة الفصل

تمهيد

يعتبر المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيرها من الحاجات ووجود الأسواق المالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال تعبئة الادخار الوطني وتوجيهه إلى تمويل الاقتصاد، سواء تعلق الأمر بتمويل استغلال وحدات إنتاجية قائمة أو تمويل الاستثمار في وحدات إنتاجية جديدة.

هذا فضلا عن أنها تتيح للمستثمرين فرصة تمويل بديلة عن التمويل المصرفي ، الذي يظل غير متاح لفئات عريضة من أصحاب المشاريع، بسبب عدم امتلاكهم الضمانات اللازمة للحصول على قرض.

كما أن هذه الأسواق تسمح لأصحاب المدخرات الصغيرة بأن يصبحوا مستثمرين، من خلال تجميع كل هذه المدخرات لتكوين رؤوس أموال كافية لسد حاجيات الجهات الطالبة للتمويل، وتشجع بذلك جموع المواطنين على الادخار أيضا.

وفي أدائها لتلك الوظيفة، فإن سوق المال تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة في استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القوي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية.

ويتناول هذا الفصل ماهية الأسواق المالية وسوق الأوراق المالية وعمليات سوق الأوراق المالية ونظام التسعير فيها بالإضافة إلى أدواتها ومؤشراتها.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

إن السوق عبارة عن منطقة يتصل فيها المشترون والبائعون، لإنجاز تبادل تجاري معين ينطوي على تقابل في المصالح بينهما، أما السوق المالية أداة لجمع المدخرات واستثمارها في أماكن أكثر أماناً وفي هذا المبحث سنتعرف إلى نشأة ومفهوم السوق المالي بالإضافة إلى أهدافها وشروط قيامها وأركانها وعوامل نجاحها وتقسيماتها.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الأسواق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأة وتطور الأسواق المالية ومفهومها في كل من الفرع الأول والثاني:

الفرع الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية

أولا: نشأة الأسواق المالية

أدى التطور في الإنتاج الصناعي وظهور الإنتاج الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الجديدة والكبيرة، مما دعى الأمر إلى ضرورة إنشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الأفراد بمختلف طبقاتهم وشرائحهم وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية.[1]

ويعتبر الرومان أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، أما البورصات قد ظهرت في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية ي ذلك الحين وهي مدينة – بروج – واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة ومقرها بلجيكا، حيث أقيمت البورصة بها سنة 1300 واستمرت إلى سنة 1475، وأقيمت بعد ذلك بورصات في مختلف دول العالم فرنسا، هولندا، ألمانيا.....الخ.[2]

أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد ولا تزال بدائية بالمقارنة بالبورصات الدولية السابقة ومن أهم بورصات الدول العربية: بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية 1883م وبورصة القاهرة عام 1904، بورصة لبنان 1920، المغرب 1967، تونس 1968، الكويت 1977، الأردن 1978، إلا أن أغلبية هذه البورصات بقيت معطلة في النشاط إلى غاية 1995 بسبب ظروف الحروب خاصة في بورصة لبنان، وفي عام 1989 تم إنشاء بورصات في البحرين والعراق، وبدأت السوق المالية تنشط كذلك في السعودية، وفي عام 1999 ظهرت بورصات أخرى في كل من السودان وقطر والجزائر وفلسطين، وفي عام 2002 تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في الإمارات المتحدة.[3]

---

[1] دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009، ص183.

[2] نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال (تجربة ماليزيا نموذجا)، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/ 2013، غير منشورة، ص3.

[3] محفوظ احمد جودة وآخرون، الأسواق المالية – بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، ط1، 2013، ص14.

ثانيا: تطور الأسواق المالية

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل وهي كالآتي:

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

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

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات...الخ.

وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإبداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.[1]

الفرع الثاني: مفهوم الأسواق المالية

يستمد السوق المالي Financial Market مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها ،[2] و وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعا لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتبعا لتغير احتياجات، الأفراد، ولارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم.[3]

وتستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل وتعتمد فكرة تقسيم العمل بدورها على كبر حجم السوق، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج،

---

[1] محفوظ احمد جودة وآخرون، مرجع سابق، ص ص15-16.

[2] محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط5، 2009، ص 163

[3] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 2005، ص59

وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية، من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.[1]

ويعرف السوق المالي: بأنه طريقة لتداول الأوراق المالية بأنواعها المختلفة أو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات وشرائها داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

ولكن ومع نمو شبكات ووسائل الاتصال، أدى ذلك إلى التقليل من أهمية الوجود في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، ومن ثم سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.[2]

المطلب الثاني: أهداف الأسواق المالية وشروط قيامها

إن للأسواق المالية مجموعة من الأهداف، ولكن هذه الأهداف لا تتحقق إلا بقيام السوق المالي ولإنشاء هذه السوق تتطلب مجموعة من الشروط ويمكن التعرف على هذه الأهداف وشروط قيام السوق في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: أهداف الأسواق المالية

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي[3] ويمكن إجمال الأهداف التي تنشئ من أجلها السوق بما يلي:

- إتاحة الفرصة لاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد الوطني.
- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة.
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم جهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.

---

[1] مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013، ص ص87-88

[2] ديما وليد حنا الربضي، الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، لقاهرة 2015، ص3

[3] سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية،مقالة في مجلة موسوعة الاقتصاد والتمويل الاسلامي، ص12، 2016/5/5 http://iefpedia.com/arab/

- ترشيد وتطوير أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويوفر الحماية للمتعاملين.

- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار.

- قيد الأوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.

- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية، وجميع البيانات الأخرى التي من شانها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات.[1]

الفرع الثاني: شروط قيام الأسواق المالية

لا تنشا سوق مالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرار من السلطات المختصة، ولكنها تتطلب مجموعة من الشروط الأساسية متمثلة في: [2]

- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة.
- تحويل المدخرات إلى استثمارات.
- إنشاء بورصات للأوراق المالية.
- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة.
- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها.
- وجود حد ادني من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد.[3]

وسنتناولها بالشرح بالآتي:

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات الاقتصادية المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد والتي تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من اجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة والتي تعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي .لذا فان تشجيع السوق المالي يقتضي

[1] احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص 81-82

[2] نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص10

[3] يعقوب محمود السيد، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي طبع وتوزيع، سودان، 2011، ص14

تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة، من هنا يتطلب من هذه المؤسسات ما يلي:

1- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية
2- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار
3- تحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعه وقربها من عامة الشعب.

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: تعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة، سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في السندات.

فالسوق المالي تمثل مجموعة أنشطة (سياحية، صناعية او عقارية) تداول أوراقها في السوق. وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

1- اقتطاعات إجبارية من الموظفين وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة أو مدهم بسندات قومية. كما تقوم بعض الدول باقتطاع جبري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي وتخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة

2- تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة البورصات من اجل معرفة عمل البورصة، وتسمى هذه المحاولة بجعل البورصة شعبية في متناول الجميع.

3- إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا معينا من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

ت- إنشاء بورصات للأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن.

فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد والبنوك التجارية وصناديق التامين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ويتداول فيها الأوراق المالية التي تمثل حصصا في رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية، ومن أهم مهام البورصات المالية ما يلي:

1- تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في دور التكوين.
2- تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.[1]

[1] محفوظ احمد جودة، وآخرون، مرجع سابق، ص ص18-20.

د-ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق المشتركة ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب فيها من قبل مواطني جميع الدول الأعضاء ويتم تداول أسهم هذه المشاريع في بورصات الأوراق المالية لتلك الدول كما هو معمول في السوق المالي الأوروبي ويتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية لمثل هذه الشركات يتم استخدامها في جميع الدول الأعضاء.

ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية، وما يجدر ملاحظته في هذا الشأن وجود اتفاقيتين ضريبيتين على نطاق الدول العربية هما:

1- اتفاقية تجنب الازدواج الضريبي ومنع التهرب من الضرائب.

2- اتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

هـ-الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصحبه إعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين فانه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب ذلك التدخل لحذف البيانات غير الصحيحة إذا كان هناك ضرورة لذلك وعن طريق الإعلانات المنظمة يمكن توجيه صغار المدخرين إلى المشروعات الهامة والواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للاقتصاد القومي، فعلى سبيل المثال:

عند نشر بيانات عن الخطة الاقتصادية للدولة يستطيع القطاع الخاص وصغار المدخرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها وبالتالي توفير النقد اللازم لهذه المشروعات بدلا من المجهودات التي تبذلها الخزانة العامة لتوفير النقد اللازم لها.

و-**وجود حد أدنى** من الاستقرار السياسي داخل الدولة وعدم وجود رقابة على النقد:

وتعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، وإذا كان هذا العامل مهم بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الوطن ومن خارج الدولة فالاستقرار السياسي يعتبر عامل مهم لجذب رؤوس الأموال. والى جانب الاستقرار السياسي فيقتضي من الدولة المضيفة أيضا أن توفر للمستثمرين وخاصة للمستثمرين الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي أيضا عند نهاية الاستثمار إلى بلده.[1]

[1] محفوظ احمد جودة، وآخرون، مرجع سابق ، ص ص21-22.

المطلب الثالث: أركان الأسواق المالية وعوامل نجاحها

الأسواق المالية لم تنشأ من فراغ وإنما قامت كمحطة لتطورات اقتصادية استوجبت نشأة هذه الأسواق من اجل تيسير وتطوير المعاملات الاقتصادية والمالية، ولنجاح هذه الأسواق يقتضي توفر مجموعة من الشروط وسنحاول في هذا المطلب التعرف على أركان وعوامل نجاح الأسواق المالية في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: أركان الأسواق المالية

وهي العناصر أو المكونات التي تتجمع معا حتى تنشا السوق فهي:[1] ركن خاص بفئة المقرضين أو المستثمرين (الطالبون) وركن خاص بفئة المصدرين أو المقترضين (العارضون) وركن خاص بالوكلاء (مجموعة الوسطاء)، للعلاقة بين الطالبين والعارضين، يختلفون باختلاف مفهومنا للعرض والطلب، فيمكن النظر إليهم من خلال زاوية العرض والطلب على رؤوس الأموال، أو من خلال زاوية العرض والطلب للقيم المنقولة فالأركان الثلاث تكون كما يلي:

1- **الطالبون**: يمكن تقسيم الطالبون إلى نوعين هما: الطلب على الادخار الجماعي أو الطلب على رأس المال من قبل المؤسسات التي تتمثل في المصارف وشركات التامين وصناديق الإيداع والادخار وشركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار وهي الشركات التي من أهم وظائفها توظيف أموالها وأموال عملائها في البورصة. أما الادخار الفردي قليل في وقتنا الحاضر وغالبا ما يفضل الادخار الجماعي نظرا لما يتميز به من، تجميع وتعبئة الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منظمة، تقديم ادخارات وتوظيفات ثابتة ومستمرة، تقليل المخاطر.

2- **العارضون**: وهي الشركات التي تصدر السندات والأسهم لتمويل احتياجاتها، إضافة إلى الحكومة التي تصدر السندات لتمويل العجز الموازي أو لامتصاص السيولة أو لخصخصة الشركات عن طريق القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تلجأ المؤسسات الأجنبية المقيدة في البورصات المحلية للحصول على فوائض رؤوس الأموال من غير بلدانها.

3- **الوسطاء الماليون**: يعرف الوسطاء الماليون على أنهم الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز المالي. وفي بورصة الأوراق المالية نجد أن السمسار هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع وشراء الأوراق المالية، يمكن أن يتخذ شكل شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم كما يعمل باسمه ولحساب الغير.[2]

ويوضح هذه العلاقة الشكل التالي: [3]

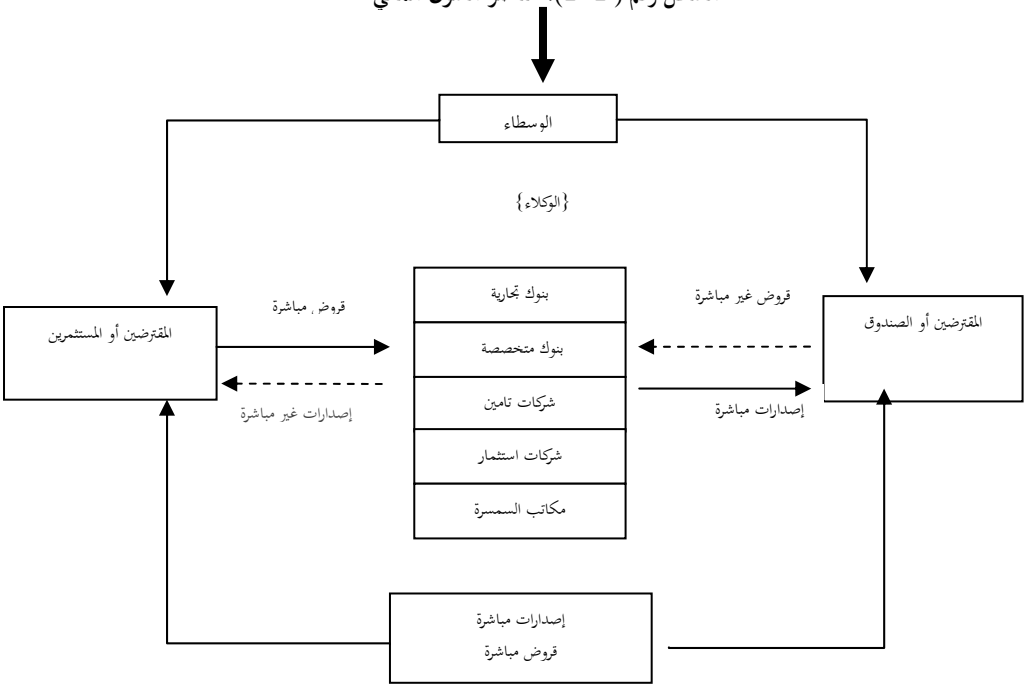
---

[1] زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص6

[2] يعقوب محمود السيد، مرجع سابق، ص ص 14-15.

[3] وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص39.

الشكل رقم (1-1): عناصر السوق المالي



المصدر: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص39

الفرع الثاني: عوامل نجاح الأسواق المالية

هناك شروط موضوعية وأخرى شكلية سنقوم بعرضها فيما يلي:

أولا: الشروط الموضوعية: فيأتي في مقدمتها ما يلي:

1- ضمان سلامة الادخار وحمايته ومراقبة ميزانية الشركات والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات والتدخل لإزالة الغش لمنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين.

2- إنشاء بورصات للأوراق المالية داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية سواء للمدخر او المستثمر.

3- إتباع سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات وهذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.

4- جعل الادخار ديمقراطيا اختياريا وليس إجباريا.

5- تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب.[1]

ثانيا: العوامل الشكلية: بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة فانه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص بالآتي:

1- الوضع الجغرافي، موقعه الجغرافي ومدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.

[1] محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص39-40.

2- الاهتمام بالمرافق العامة وفي مقدمتها سهولة المواصلات والاتصالات السلكية واللاسلكية والمساكن ...الخ

3- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار

4- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

5- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

6- عدم وضع رقابة على الصرف.

7- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغالى في أسعاره.

وعندما تتوفر الشروط الموضعية والشكلية فإنها تتهيأ الفرصة لقيام سوق مالية أو نقدية فعالة وناجحة.[1]

المطلب الرابع: تقسيمات الأسواق المالية

تعتبر السوق المالية المنظمة والفعالة من الركائز الأساسية للتقدم الاقتصادي في أية دولة من الدول، فهي حلقة الصلة بين عرض الأموال والطلب عليها، وبالتالي تسهيل تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وهناك عدة تصنيفات للأسواق المالية تقوم على أسس مختلفة ولكن رغم هذه التصنيفات اعتمدنا في بحثنا هذا على فترة استحقاق أداة التمويل لتقسيم الأسواق المالية إذ يوجد أسواق للأدوات المالية قصيرة الأجل (السوق النقدي) وأسواق للأدوات المالية طويلة الأجل (سوق رأس المال). ويمكن تصنيف سوق رأس المال إلى السوق الأولى الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية للمرة الأولى، وسوق ثانوي يتم فيه تبادل الأوراق المالية المصدرة وسنتناول هذه الأسواق بالتفصيل في هذا المطلب وذلك في الفروع الآتية:

الفرع الأول: سوق النقد

- **تعريف سوق النقد:**

هو سوق يتم التعامل فيه بالأموال لفترات تصل لعام أو اقل من العام.[2] وقد يتم فيها تداول الأوراق المالية سريعة التسويق والأوراق التجارية. ومن أهم المشاركين في الأسواق النقدية سماسرة الأوراق المالية الحكومية والبنوك التجارية.[3]

إن مواصفات سوق النقد تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا بنشاط السوق. لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، كما أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لان قيمتها الاسمية شبه مؤكدة ولا

[1] حسني علي خريوش، وآخرون الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 24.

[2] Didier marteau, les marchés de capitaux, Armand colin éditeur, paris2011, p10.

[3] فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004، ص229.

تتحمل أي خسائر رأسمالية لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي.[1]

- **خصائص السوق النقدي:**

– يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملون فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة

– أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة

– يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة. لان مخاطر الدين وعدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه معدومة. لان أدوات الدين في هذا السوق غالبا تكون مصدرة من قبل الحكومة.[2]

- **أدوات الاستثمار في سوق النقد:**

إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، تتوفر في سوق النقد مجموعة أخرى من[3] الأوراق المالية المستحقة خلال عام واحد يطلق عليها بأدوات أسواق النقد وهي تشمل[4]:

1- **أذونات الخزانة**: وهي أدوات دين قصيرة الأجل وتستحق كل (3، أو 6 أو 12) شهرا ويتم تداولها بمعدل خصم من القيمة الاسمية لها، ويتم إصدارها لتمويل عجز الحكومات الفدرالية.

تعتبر أذونات الخزينة أكثر أدوات سوق النقود سيولة، ويتم تداولها بكثرة، وتعتبر أكثر أدوات سوق النقود أمانا لأنه لا يوجد أي احتمال للاختلاس والاحتيال، وسبب ذلك أن أذونات الخزينة يتم إصدارها عن طريق الحكومات والتي بدورها تلتزم بدفع جميع الديون الموجودة عليها من خلال زيادة الضرائب أو إصدار نقد جديد. وتحتفظ البنوك بأكبر قدر ممكن من أذونات الخزينة، أما الأفراد والشركات المساهمة والوسطاء الماليون فيحتفظون بنسبة اقل.

2- **شهادات الإيداع:** هي شهادات تبين أن حامليها لديهم ودائع لدى البنوك التي أصدرتها بقيمة معينة وبتاريخ استحقاق معين. وفي السابق كان لا يسمح لحاملي هذه الشهادات بيعها لشخص آخر وكذلك لا يسمح بإرجاعها إلى البنوك التي أصدرتها قبل تاريخ الاستحقاق إلا بدفع غرامة، لكن لجعل هذه الشهادات أكثر سيولة ولتشجيع المستثمرين لشرائها سمح بيعها من شخص لآخر أو من جهة لأخرى وكذلك يمكن إعادة بيعها في الأسواق الثانوية.

---

[1] صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية (مع إمكانية تطبيقها على الجزائر)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 2012/2011، غير منشورة، ص113.

[2] وليد صافي، مرجع سابق، ص31.

[3] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص64.

[4] فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية (محاور التمويل الاستراتيجي)، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص184.

تقوم البنوك التجارية الكبرى في كثير من الدول الصناعية بإصدار شهادات الإيداع وتعتبرها مصدرا هاما لزيادة السيولة النقدية.

3- **الأوراق التجارية:** هي أدوات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها عن طريق البنوك العملاقة والشركات المساهمة المعروفة. وفي حالة تعرض الشركات المساهمة إلى نقص الأموال فأنها تقوم ببيع الأوراق التجارية لبعض الوسطاء الماليين أو للمنشآت بدلا من الاقتراض من البنوك. ويعتبر بيع الأوراق التجارية من قبل هذه الشركات المساهمة العملاقة نوعا من التمويل المباشر.

4- **القبولات البنكية:** تستخدم القبولات البنكية لتشجيع التجارة الخارجية، عند قيام شركة ايطالية بتصدير منتوجاتها إلى شركة سعودية، فان الشركة الايطالية تطلب من الشركة السعودية، توفير ضمانات بنكية حتى ترسل لها البضاعة وبهذه الحالة تقوم الشركة السعودية بإيداع مبلغ مقابل قيمة البضاعة لدى بنك الشركة السعودية ليقدم الضمانات.[1]

- **تقسيمات سوق النقد:** لسوق النقد فرعان أساسيين هما:

أ- سوق الخصم: وفيها يتم خصم الأوراق المالية العادية والمتمثلة في الكمبيالات والسندات الاذنية وأذونات الخزانة، وذلك بان تقدم المؤسسات أوراقها التجارية للخصم.

ب-سوق القروض قصيرة الأجل: تبرم في هذه السوق عمليات قصيرة الأجل بين الأفراد والمؤسسات من ناحية والبنوك التجارية من ناحية أخرى، ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات.[2]

الفرع الثاني: سوق رأس المال

- **تعريف سوق رأس المال:** يمكن تمييز الأسواق المالية المختلفة بعضها عن بعض عن طريق مدة القرض الذي يتم منحه. وهكذا يمكن تعريف[3] سوق رأس المال بأنه من الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية لمدة تزيد عن السنة، ونظرا لان مدة استحقاقها طويلة جدا مقارنة بفترات الاستحقاق في أسواق النقد فهي تعمل على تحويل المدخرات إلى استثمارات.

كما انه " يتم التعامل فيها بآجال متوسطة وطويلة، حيث يتعلق الأمر بتكوين رؤوس الأموال اللازمة للمشروعات العامة أو الخاصة، التي تحتاج إلى تمويل استثماري لآجال طويلة، تغطي فترة التكوين وإنشاء المشروع حتى يبدأ الإنتاج".

كما تم تعريفها بأنها: "تلك السوق التي يتم من خلالها تبادل الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ويتم ذلك في شكل قروض أو شكل مساهمات في رؤوس أموال الشركات على اختلاف أنواعها وبصفة خاصة

---

[1] غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، النقود والبنوك الجزء الأول(الأساسيات)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، 2002،ص ص43-44.

[2] مختار حميدة، مرجع سابق،ص ص89.

[3] مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال(النظرية والمؤسسات النقدية بورصة الاوراق المالية في مصر تطور النظام المصرفي)، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2000، ص149.

شركات المساهمة". ولهذه الأسواق أهمية بالغة في الاقتصاديات حيث توجه المدخرات إلى تكوين رؤوس الأموال اللازمة للمشروعات الكبرى التي تحتاج إلى الكثير من الأصول المالية لقيامها.[1]

والمتعاملون في أسواق رأس المال هم الجمهور والشركات والبنوك والحكومة حيث تبيع السندات مثل سندات التنمية.

- **خصائص سوق رأس المال**

1- تمتاز أسواق رأس المال بأنها أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل[2]، ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

2- الاستثمار في سوق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة واقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثلا السندات طويلة الأجل الأمر الذي يحتمل مخاطر سعرية وسوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم بالرغم من أنها ذات عائد كبير نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

3- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا وبالتالي فان اهتمام المستثمرين في سوق رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة. .[3]

4- سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.

5- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال، وحتى يتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.[4]

- **أدوات سوق رأس المال**

تتكون أدوات هذه السوق من نوعين هما أدوات الدين وأدوات الأسهم العادية وكلاهما أدوات تمويلية طويلة الأجل ومن أهمها:

1- **الأسهم:** وهي جزء من حقوق الملكية (استثمار مباشر) وهي أصول للشركات المساهمة.

2- **الرهن العقاري:** يعتبر الرهن العقاري قرضا يعطى للأفراد والمنشآت لشراء البيوت والأراضي، ويعتبر سوق الرهن العقاري من أكبر أسواق الدين الطويلة الأجل في الولايات المتحدة.

3- **سندات الشركات المساهمة:** وهي سندات طويلة الأجل يتم إصدارها عن طريق الشركات المساهمة ذات مركز مالي قوي جدا، وهناك السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

---

[1] مختار حميدة، مرجع سابق، ص90.

[2] زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص ص 124-125.

[3] طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص34.

[4] وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص32.

4- **السندات الحكومية طويلة الأجل:** وهي أدوات دين طويلة الأجل يتم إصدارها لتمويل الإنفاق الحكومي مثل بناء المدارس، الجامعات، الطرق، وما يميز هذه السندات إن عوائدها معفاة من الضرائب، وتقوم البنوك التجارية بشراء مبالغ ضخمة جدا من السندات الحكومية.

5- **الأوراق المالية الحكومية:** أدوات دين طويلة الأجل تقوم وزارة المالية بإصدارها لتمويل عجز الموازنة العامة. وتعتبر الأوراق المالية الحكومية أكثر الأوراق المالية سيولة ويتم تداولها في سوق رأس المال.[1]

- **تقسيمات أسواق رأس المال:** تنقسم سوق رأس المال إلى:

أ- أسوق الإصدار أو الأسواق الأولية:

السوق الأولية هي سوق الإصدارات الجديدة، التي تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم والمكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، والترويج والتسويق لتلك الإصدارات (الأوراق المالية) وتغطية الاكتتابات فيها من خلال منشآت مالية مصرح لها مثل: البنوك، وذلك قصد ضمان مهمة تمويل الاقتصاد الوطني. .[2]

ب- أسواق التداول أو الأسواق الثانوية:

يعرف بالسوق الثانوية والذي[3] يتم التعامل فيه على الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها، وهذا التعامل أما أن يكون منظما عن طريق البورصة أو غير منظم عن طريق البنوك وسماسرة الأوراق المالية.[4]

ويوفر السوق الثانوي للسوق الأولي عنصر السيولة، ولذلك فان كفاءة السوق الأولي تأتي من كفاءة وفاعلية السوق الثانوي، وان انخفاض كفاءة التداول في هذا السوق يعني احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها، مما يخفض درجة السيولة المالية في السوق وانخفاض الأموال المتاحة لدى المستثمرون للاكتتاب بالإصدارات الجديدة. والسوق الثانوي على نوعين:[5]

ب-1-أسواق حاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشترين.[6] أي تسليم الأدوات المالية المشترات (الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية...الخ) فورا وقد يكون اجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة.

وقد تكون الأسواق الفورية أسواقا نقدية أو أسواق رأس المال حسب طبيعة الأداة التي يتم الاتجار بها، فان كانت الأداة من أدوات الأسواق النقدية فان السوق تكون سوقا نقدية فورية، كان يذهب أحدنا إلى

---

[1] غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سابق، ص ص44-45.

[2] جمال لعمارة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 21/ 22 نوفمبر، 2006، ص ص 4-5

[3] خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص72

[4] حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص19,

[5] دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2007، ص252

[6] زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص256

أحد الصرافين ويشتري عملة أجنبية دولارات أو جنيهات إسترلينيه أو ليرات سورية أو ليرات لبنانية ويدفع ثمنها وقبضها في نفس اللحظة فالسوق هنا سوق نقدية فورية.

وقد تكون سوق رأس المال فورية فقد يشتري أحدنا أسهما أو سندات ويدفع ثمنها وتسلم إليه شهادة الملكية (شهادة الأسهم أو السندات) فورا أو خلال ثلاثة أيام من الشراء ريثما يتم نقل الملكية من سجلات الشركة المصدرة وإصدار شهادة جديدة باسمه بعد إلغاء الشهادة القديمة التي تكون باسم البائع فتكون هذه الحالة تعبيرا عن صفقة فورية تمت في سوق رأس المال.[1] وتنقسم إلى:

ب-1-1-أسواق منظمة (البورصة): ويطلق عليها السوق المنظمة وسوق المزاد، والسوق الرسمية.[2] وهي أسواق يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وزمان محدد وباسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفقة الواحدة بحيث يتكون هذا الحد الأدنى من عدد من الأسهم يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغا محددا تسمى وحدة التعامل.

يتم التعامل في الأسواق المنظمة في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول مجهزة بالأجهزة اللازمة من كمبيوتر وأجهزة إرسال للأسعار وموظفين نشيطين مخصصين وألواح لإجراء المزايدات عليها أو يكون التعامل الكترونيا وهو تطور حديث بعد انتشار تكنولوجيا المعلومات وفي كل الأحوال يحكم التعامل في الأسواق المنظمة قوانين وإجراءات رسمية، وتشرف عليها هيئات متخصصة، ولا يتم في هذه الأسواق سوى تداول أسهم وسندات الشركات المدرجة في السوق.[3]

ب-1-2-أسواق غير منظمة: ويطلق عليها السوق الموازي أو المعاملات على المنضدة، يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل. وليس لها نضمها الرسمية كالأسواق المنظمة، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالأسواق المنظمة (البورصات)، ويقوم بإدارتها شبكة من الوسطاء منتشرين في أنحاء مختلفة، ويتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية موضوع التبادل من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط هاتفية أو أطراف الحسابات الآلية أو غيرها من وسائل الاتصالات السريعة، ويتم تحديد أسعار التعامل فيها بالتفاوض بين الوسطاء وفقا لظروف العرض والطلب .فهي في حقيقتها طرفا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات. ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة عدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، والذي يحدث نتيجة غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب على عكس ما هو عليه الحال في الأسواق المنظمة حيث يمكن لإدارة البورصة إيقاف التعامل في ورقة مالية معينة على أمل دخول مشترين أو بائعين إضافيين لتحقيق التوازن بين العرض والطلب.

---

[1] زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص18

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، محاضرات الأسواق المالية من منظر إسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، مركز النشر العلمي، جدة، ط1، 2010، ص8.

[3] طارق محمد خليل الأعرج، مقرر الأسواق المالية، دكتوراه إدارة مصارف كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2013، غير منشورة، ص11.

هذا ومن الجدير بالذكر أن السوق غير المنظمة في الولايات المتحدة الأمريكية تتضمن أسواقا أخرى فرعية منها:

ب-1-2-1-السوق الثالث: هي بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وان كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.[1] أي هو عبارة عن التداول بأوراق مالية مدرجة في قائمة البورصة خارج السوق الرسمي[2]

ب-1-2-2-السوق الرابع (المباشرة أو الخاصة): حيث يتم التعامل فيه مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الكترونية وتسمى Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.[3] وتسمى أيضا بالسوق الاحتكارية، ويمكن أن نعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق غير المنظمة بسبب عدم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق من ناحية، وعدم تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بهذه الأسواق من ناحية أخرى.[4]

ب-2-أسوق آجلة أو أسواق العقود المستقبلية: وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كأن تشتري أوراقا مالية وتتعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور، والهدف من هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها الآن وبسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم، ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه ويسمى السعر الآجل سيكون أعلى من السعر الفوري بمقدار يتفق عليه مبنيا على توقعات الفرقاء المتعاقدين.[5]

---

[1] عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار) المكتب العربي الحديث، مصر، دون سنة، ص58.

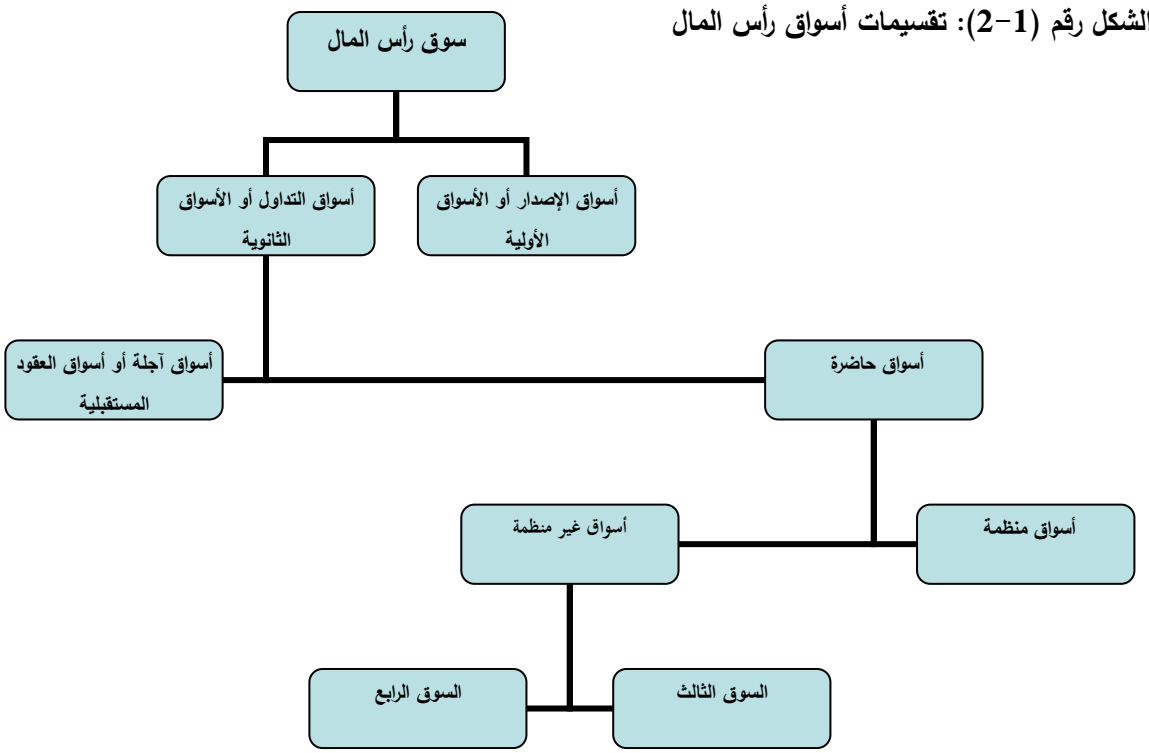
[2] محمد صبري هارون، (الأسواق المالية (الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2009، ص44.

[3] عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار)، المرجع سابق، ص ص58-59.

[4] دينا احمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، تنمية الرافدين العدد 96 مجلد 31 لسنة 2009، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، ص60.

[5] طارق محمد خليل الأعرج، مرجع سابق، ص14.

الشكل رقم (1-2): تقسيمات أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق(عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار) المكتب العربي الحديث، مصر ، دون سنة، ص 58.)

الفرع الثالث: الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد

ويمكن إيجاز هذا الفرق فيما يلي:

– تتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلا منهما يعد مجالا للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالي في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، إلا أنهما يختلفان في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها.

– أما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فيأتي المصرف المركزي والمصارف التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فاهم هذه المؤسسات: مصارف الاستثمار، والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

– أما بالنسبة للأدوات المالية، ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الإيداع، والأوراق التجارية، والقبولات المصرفية، وأذونات الخزانة، وغيرها، أما في سوق رأس المال فيتم تداول الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات.

– فأما ما يتعلق بآجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير، أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.[1] ومن هنا كان سعر الفائدة في السوق المالي أعلي منه في السوق النقدي.

– تعتمد السوق النقدية في ممارسة عملياتها على الفوائض النقدية لديها، أما السوق المالية فيعتمد في تقديم الائتمان على رأسمال البنوك وعلى القروض التي تعقدها في السوق لنفسها والتي تصدرها في صورة سندات وأسهم.

– يلجأ المقرضون للسوق النقدية في مواجهة عسر في السيولة النقدية حين تكون فيها الإجراءات سهلة وسريعة ومكيفة حسب طبيعة التمويل، في حين أن المقترضين من السوق المالية يحصلون على الأموال من أجل الاستثمار في رأس المال الثابت.

– تزود السوق النقدية المشروعات برأس مالها العامل، أما السوق المالية فهي تزودها برأس مالها اللازم للتأسيس أو التجديد.

– وأخيرا يمكن القول بأن السوق النقدية هي سوق الادخار أي السوق التي تحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخارها، أما السوق المالي فهو سوق استثمار أي السوق الذي يحرك الأموال التي تسعى وراء الاستثمار سواء في البنوك أو في البورصة.[2]

المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية -البورصة-

عرفت البورصة منذ نشأتها تطورا عظيما لاسيما في الدول الغربية و دول شرق آسيا، إذ قطعت خطوات عملاقة على مستوى المنتوجات و الهياكل المالية، التشريعات و التنظيمات و غير ذلك من أوجه التطور و التحسن، فقد بدأت البورصة نشاطاتها بمنتوجات محدودة و بدون وسائل تقريبا و وصلت إلى وضعية من التقدم في التقنيات و الأدوات، ساعدها في ذلك التقدم التكنولوجي الهائل، ولقد لعبت البورصة دورا فعالا في تطوير اقتصاديات الدول الكبرى، نظرا للأهمية الكبرى التي تتسم بها البورصة والمتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية العالمية التي تحدث دوريا وفي فترات قصيرة، فالبورصة هي بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة أو هي دائرة من الدوائر

---

[1] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ج1، ط1، 2005، ص ص66-67.

[2] رايس حدة، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع، جامعة محمد خيضر بسكرة مارس 2006، ص 3.

الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات.و في هذا المبحث سنتطرق إلى مفهوم ومقومات إنشاء البورصة و أنواعها وخصائصها ووظائفها .

المطلب الأول: مفهوم ومقومات إنشاء سوق الأوراق المالية –البورصة-

ظهرت سوق الأوراق المالية نتيجة لحاجة بعض الجهات إلى تمويل ووجود فوائض مالية لدى بعض الجهات الأخرى، وكذلك نتيجة لتعذر تصفية الشركات عند رغبة أحد أو بعض المساهمين في الانسحاب من الشركة، حيث تباع حصصهم وتشترى دون تصفية أو بيع لأصول المشروع.

ولذلك، فان التعامل في هذه الأسواق لا يجرى على الثروة ذاتها (السلع كما هو الحال في الأسواق السلعية) وإنما يجري على حقوق هذه الثروة والتي تتمثل في الأسهم والسندات.

وفي هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم ومقومات إنشاء سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية –البورصة-

المفهوم التقليدي الشائع للسوق هو مكان البيع والشراء وأما المفهوم الاقتصادي للسوق يكمن في كونه المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لتبادل سلعة أو خدمة معينة. [1]

وتعتبر البورصة سوق منظمة.[2]وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة في تلك السوق.[3]

وتختلف هذه الأسواق عن غيرها من الأسواق في أن البائع والمشتري لا يلتقيان بل يحظر عليهما دخول المقصورة أو قاعة التداول، وإنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية باعتبارهم وكلاء بالعمولة عن البائعين والمشترين.

وقد يطلق على سوق الأوراق المالية اسم "البورصة"، والتي يقال إنها مشتقة من اسم فان دير بورسيه وهو أحد صيارفة مدينة بروج في بلجيكا، والذي كان يجتمع في قصره تجار المدينة لعقد الصفقات التجارية.[4]

---

[1] ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تاطير نظري، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 1، 2011، ص ص3-4.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مكتبة المعهد، القاهرة، ط1، 1996، ص27,

[3] عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس2004، ص5

[4] عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة)في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 2006، ص ص9-10.

الفرع الثاني: مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

تلعب البورصة دورا مهما في كل اقتصاديات دول العالم الصناعية بحيث تسمح للمؤسسات العامة والخاصة والدولة بالحصول على الأموال اللازمة لاستثماراتهم[1] ولكن إنشاءها لا يتم لمجرد الرغبة ولا لصدور قرار من السلطات المختصة وإنما تنشأ نتيجة لتوافر عدة مقومات أساسية:

1- وجود مؤسسات مالية ومصرفية ومن كافة التخصصات مما يشكل بيئة متكاملة من المؤسسات المالية تسمح بتعبئة المدخرات وتولد قروض الاستثمار.

2- إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية وإخراجها من الإطار العائلي[2].

3-وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع التغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية، وفي الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.[3]

4-مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصر الثقة والتنظيم.

5-تنوع أدوات الاستثمار وتعدد الخيارات أمام المدخرات.

6-حجم مناسب من المدخرات القابلة التحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال.

7-نظم اتصال فعالة ومتطورة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة

8-المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار[4]

المطلب الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية

في بداية نشأة البورصات لم يكن هناك فصل بين إدارتها وأعمالها، وبمرور الزمن تطور جهاز البورصات وعملياتها وحصل تنوع وتعدد في أنواعها، ليمتد نشاطها ويشمل مختلف مجالات الحياة الاقتصادية وفي هذا البحث اعتمدنا في تقسم البورصات على التعامل الجغرافي والاعتراف الحكومي والتداول وهي كالآتي:

الفرع الأول: من حيث التعامل الجغرافي

تنقسم البورصات من حيث التعامل إلى بورصات محلية وبورصات دولية.

1-بورصات محلية: وهي التي لا تمتد معاملاتها دوليا، ونشاطها محدود للغاية أي في حدودها الجغرافية.[5]

---

[1] Josette Peyrard, la bourse, Vuibert entreprise, paris, 6é, 1998, p14.

[2] ميسون علي حسين، مرجع سابق، ص 4 .

[3] حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي،مجلة الوحدة الاقتصادية العربية،العدد 33،مجلس الوحدة العربية ،القاهرة ،2006،ص11 http://t1t.net/book/save.php?action=saveattach&id=373

[4] بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012، غير منشورة، ص29.

[5] نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص20.

2-بورصات دولية: وهي التي تمتد معاملاتها إلى الدول المختلفة، بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.[1]

الفرع الثاني: من حيث الاعتراف الحكومي

تنقسم البورصات من حيث التعامل الجغرافي إلى بورصات رسمية وبورصات غير رسمية

1-بورصات رسمية: وهي بورصات تعمل بشكل رسمي، وتمارس المعاملات في ضوء قواعد ونظم محددة وتحت رقابة حكومية.[2]

2-بورصات غير رسمية: وهي بورصات تعمل في ضوء قواعد خاصة بها تعمل بشكل غير رسمي، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل فيها من جهاتها الرسمية، وبالتالي فإنها تتضمن مخاطر حتمية.[3]

البورصة الرسمية يجري فيها التعامل على الأوراق المالية المقيدة في البورصة، أما السوق غير الرسمية يجري التعامل فيها على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية أي خارج البورصة، ولذلك فهي تعرف أيضا باسم "السوق الموازية".

وعلى ذلك، لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات في السوق الموازية أو السوق غير الرسمية كما هو الحال بالنسبة للبورصة إذ قد تتم من خلال الخطوط التليفونية أو الحاسب الآلي أو غير ذلك من وسائل الاتصال.

ولذا، فانه يمكن اعتبار الأسواق غير المنظمة أسلوبا أو طريقة لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكان لإجراء هذه المعاملات.

وكما سبقت الإشارة تتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة ولاسيما السندات كما تتعامل كذلك في أسهم الشركات الصغيرة ولا يمنع ذلك من تعامل هذه الأسواق في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة.

كما تتعامل هذه السوق أيضا في أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة وكذلك في عقود الاختيارات (كالسوق الرسمية). بالإضافة إلى عقود المبادلات بلا منافس.

ويتحدد سعر الورقة في الأسواق غير المنظمة بالتفاوض بين التجار ويؤخذ على الأسواق غير المنظمة غياب آليات الحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار.[4]

---

[1] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2012، ص25.

[2] نفس المرجع، ص25.

[3] نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص21.

[4] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص31.

الفرع الثالث: من حيث التداول

هذا التصنيف يوضح أنواع البورصات حسب نشاطها وبالتالي يمكن تقسيم الأنواع إلى ثلاث كما يلي:

1-بورصة العقود: هي البورصة التي يكون موضوعها عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعليا، والتحلل منها بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية.

2- **بورصة الأفكار:** وهي أحدث أنواع البورصات، والتي تتعلق ببيع الحقوق كحقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية ونظم المعلومات...الخ.[1]

3- **بورصة الخدمات:** وهذه السوق خاصة بخدمات النقل البحري والجوي وخدمات التامين. والتعامل في هذه البورصة يعتمد على العلاقات، حيث لا تتوفر فيها النوعية المحددة قانونا، ولذا يفضل إعادة التأمين وتوزيع المخاطر.[2]

4- **بورصة البضائع:** "بورصة التجارة" هي أقدم أنواع البورصات وأول ما ظهرت في أمستردام، فلورنسا، برشلونة، لندن. "وهي عبارة عن سوق منظمة تجمع بين المتعاملين من باعة ومشترين ولا تكون البضائع موضوع التبادل في البورصة بل تتم المبادلات أما وفقا لنماذج معينة أو بناء على تسمية صنف معين متفق عليه مسبقا".

أما أهم البورصات للبضائع في الوقت الحاضر فهي بورصة نيويورك ولندن وبومباي بروكسل باريس، يتم التعامل بها نقدا أو بالبيع الأجل.

5- **سوق الذهب والعملات الأجنبية: سمحت** بعض الدول بالتبادل في أسواقها وسمحت للقيام ببورصات الذهب والعملات الأجنبية فيها ويعتبر سوق بورصة ذهب لندن من أهم هذه الأسواق، وانحصرت هذه الأسواق بسوق لندن لأن الدول وبعد الحرب العالمية الثانية تعرضت تجارة الذهب والعملات الأجنبية فيها إلى العديد من القيود وغالبا ما حصر النشاط فقط بالمصارف المركزية.[3]

6- **بورصة الأوراق المالية:** وهي أسواق مالية منظمة، يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التقليدية-كالأسهم والسندات والمستحدثة كالمشتقات-بواسطة سماسرة مرخص لهم، في أوقات محددة، تحت رقابة السلطات العامة للدولة، وتحكمها قواعد ولوائح حكومية سواء من حيث القيد في البورصة أو عمليات التداول أو تسوية العمليات ونقل الملكية. وتنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين:

أ-السوق الأولية (سوق الإصدار): ويقصد بالسوق الأولية أو سوق الإصدار، السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة وذلك بطريقتين مباشر أو غير مباشر، ويتم البيع بالطريق المباشر. عن طريق قيام الجهة المصدرة ببيع أوراقها المالية إلى كبار المستثمرين، أما الطريق غير المباشر فيتم بالاكتتاب العام في الأوراق المالية من خلال مؤسسات متخصصة تعرض الأوراق المصدرة للجمهور، وغالبا ما يطلق

---

[1] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص25.

[2] ميثم صاحب عجام، علي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2002، ص 83.

[3] وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص ص227-228.

على هذه المؤسسات التي تباشر عملية الاكتتاب نيابة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية تسمية(بنكية) أو (بنك الاستثمار) وهو عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، ولا يخرج هذا البنك عن كونه وسيطا بين الجهات المصدرة للأوراق المالية والجمهور الراغب في شراء تلك الأوراق المالية، كما تظهر السوق الأولية (سوق الإصدار) أيضا عند الاكتتاب لزيادة رأسمال تلك الجهات، أو لدى تحويل شركات القطاع العام المملوكة للدولة لتصبح شركات خاصة، وهو ما يعرف اصطلاحا بـ (التخصصية)، أو لدى حاجة شركة أو جهة حكومية قائمة لقرض.[1]

ب-السوق الثانوية (سوق التداول): السوق الثانوية هي السوق التي يجري فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وبمعنى آخر يتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية بين المستثمرين ولا علاقة للشركة بذلك، إذ سبق أن باعتها في السوق الأولية. ولذلك يطلق على هذه السوق أيضا اسم "سوق التداول".[2]

وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

- سوق منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المسجلة لديها.
- سوق غير منظمة (سوق المفاوضة على الأسعار) يقوم بإدارة هذه السوق مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية غير المقيدة في جداول أسعار الأسواق الرسمية.

ونود أن نشير إلى أن سوق التداول ليست هي السوق الرسمية (البورصة) فقط ولكنها تشمل كافة الأسواق التي يجري فيها التعامل من خلالها على الأوراق التي أصدرت من قبل، سواء كانت الأوراق مقيدة في السوق الرسمية، أو غير مقيدة فيها ويجري التعامل عليها في السوق الرسمية، وسواء تم التعامل عليها بطريقة مباشرة بدون الوسطاء أو بطريق غير مباشرة، ويتكون سوق الأوراق المالية بدوره من السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية (سوق التداول).[3]

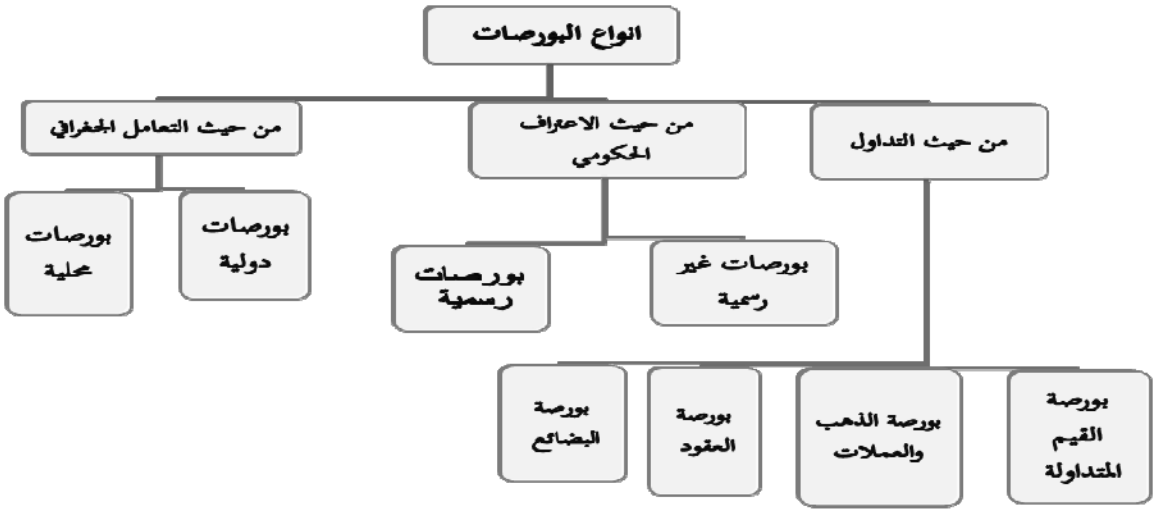
---

[1] أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015، ص26.

[2] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص30.

[3] علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص24.

الشكل رقم (1–3): ملخص أسواق النشاط الاقتصادي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات السابقة(أحمد باز محمد متولي، الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015، ص26.)

المطلب الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

يتميّز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص كما تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فيمكن عرض هذه الخصائص والوظائف في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

إن أهم ما تتصف به أسواق البورصة هي:

أ- يمكن بيع وشراء جميع أنواع السلع والعملات، وكل السلع الاقتصادية الأخرى.

ب-موقع السوق ثابت (العرض مقابل الطلب)، ولكن هذه الميزة خسرت من أهميتها بعد دخول وسائل الاتصالات الحديثة (الكمبيوتر).

ت-وجوب الحصول على رخصة حكومية بإقامة السوق، يحدد فيها مواعيد الافتتاح، والإغلاق، إضافة إلى تحديد مكان السوق (الموقع).

ث-ليس من الضروري جلب السلعة أو الأصل المعروض للبيع أو الشراء إلى السوق، إنما يتم التعامل على أساس مواصفات خاصة معروفة دوليا.[1]

[1] ميثم صاحب عجام، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص ص 83-84.

ج- سوق الأوراق المالية هي سوق منتظمة في معظم البلدان هناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

ح- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة ي الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.

خ- التداول في الأسواق المالية توفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة كاملة وبالتالي تتحدد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

د- نظرا للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

ذ- أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.

ر- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فان الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمر والمجتمع.[1]

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

قامت البورصة حينما اقتضت الضرورة لقيامها، لتقوم بوظائف معينة لم يكن من المتصور القيام بها في غيابها لذلك كان قيامها من لوازم النماء الاقتصادي وإحداث التنمية.

وبورصة الأوراق المالية بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال، وهي في أدائها أشبه ما تكون بالجهاز العصبي الذي تنعكس من خلاله كافة المؤثرات السياسية والقرارات الإدارية والسياسات الاقتصادية.

ويمكن تقسيم وظائف البورصة إلى قسمين رئيسيين وظائف رئيسية ووظائف مكملة

أولا: الوظائف الرئيسية للبورصة: هي تلك الوظائف التي إذا عجزت البورصة عن أدائها فقدت أهم مقوماتها وأسباب وجودها والتي يمكن إجمالها في الاتي:[2]

1- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته: فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها .فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الإفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمر في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة

[1] طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص35.

[2] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص33.

محسوسة، كما سبق و ذكرنا أن صاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشاة وتبقى طالما أن المنشاة باقية ومن هنا يتمتع حملة هذه الأسهم بالحق في التنازل عنه لشخص آخر بالبيع أو أي وسيلة أخرى. وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجاته، ومن ناحية الطلب والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة وإلا تعرض اقتصاد الدولة كله لهزات عنيفة، فالبورصة هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة تسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.

2- **مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:** وهذه الوظيفة الأساسية الثابتة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار.

وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فانه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا لاستثماراته. والبورصة لها دورا في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما لديها من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة.

أيضا تساهم البورصة في تحقيق السعر المناسب وذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها-طبقا للوائح بعض البورصات –من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم والتي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية.

3- **تعتبر البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية:** فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها. فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فان الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، وبالإضافة إلى ما سبق فان ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لا شك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها.[1]

مما تقدم يتبين لنا أهمية وجود البورصة فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية والمستثمرون في تلك الأوراق. وكون أنها تجمع بين البائع والمشتري في مكان واحد يساعد على سهولة تداول الأوراق المالية من حيث توفير ركن العلانية للمستثمر عن مركز الشركة المالي،

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص ص31-35.

وحالة الطلب والعرض على أي ورقة مالية، واتجاه الأسعار وهذا كله يساعد بدوره على جذب المستثمرين وتوجيه مدخراتهم ووضع خططهم الاستثمارية نحو هذه المنشآت.[1]

4- خلق سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة بحيث يكون بوسع المستثمر في أي وقت تسييل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وتتحقق السوق هنا من خلال وجود عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، سواء كان الدافع إلى تصفية استثماراتهم هو الحاجة إلى السيولة المطلقة المتمثلة في النقدية، أو الانتقال من قطاع استثماري إلى آخر تتعاظم فيه معدلات الربحية، أو لإيثار المستثمر الخروج من سوق رأس المال كمستثمر ليلج سوق النقد كمدخر إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق الأخيرة.

ومن المعروف إن رؤوس الأموال تنجذب دائما نحو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة وتحجب نفسها عن الاستثمارات ذات العوائد المنخفضة.

5- مع أن تداول الأسهم بالبورصة لا يعني استثمارا جديدا إلا انه ينعكس وبصورة واضحة على الإصدارات الجديدة.

6- المساهمة في تنشيط الأعمال وذلك بتوفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الجاري للمشروع دون تفريط في الأوراق المالية المملوكة والاكتفاء باستخدامها كضمان مقبول للحصول على القروض اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية، مع تحوط مؤسسات الإقراض بخصم نسبة من قيمتها السوقية لمواجهة التقلبات في أسعار الأسهم والسندات في بورصات الأوراق المالية، ويصطلح على قوة الضمان هنا بالتعبير المقابل.

وهناك وظيفتان أخريان أضافهما الباحثون والمختصون في شؤون البورصات، وهما من جهة نظرنا ليستا من وظيفة البورصة ولكنهما من مثالب المعاملات التي تتم من خلالها وهما:

أ- إن البورصة أداة للتامين التجاري التي يقوم بها المضارب بفضل عملية التحويط التي يقوم بها في البورصة، بغية تامين مركزه ضد تقلبات الأسعار، فالمضارب في البورصة الذي يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها فانه يحتاط لنفسه فيبيع في نفس الوقت كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فانه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.

ب-ذهب خبراء البورصات الغربية إلى اعتبار المضاربة "بمفهومها الغربي" أحد الوظائف الهامة للبورصة، بمعنى أنها ليست من مثالب وعيوب التطبيق لفئة من محترفي المضاربة والمقامرين ولكن باعتبارها وظيفة أساسية من وظائف البورصة. وذهب البعض إلى أن المضاربة يمكن أن تكون ظاهرة صحية تفيد الاقتصاد طالما كانت في حدود معقولة، ويرون انه في عالم تسوده التوقعات وعدم اليقين يكون من المفيد وجود مجموعة من الأفراد المتخصصين في عمليات التحويط ضد المخاطر وعدم اليقين. وذهب جول

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، مرجع سابق، ص 35.

خلاط إلى القول بأنه إذا بطلت المضاربة بطلت البورصة والى أن البائع على المكشوف يضغط وقتيا على السوق إلا انه عنصر من عناصر الثبات المقبل، ونقل عن برودون ما يثير الدهشة في شان المضاربة.

ثانيا: وظائف مكملة تابعة:

1- تمثل البورصة سلطة رقابية خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار تداولها فور تطاير أية أنباء عنها إلى البورصة، فترتفع أسعارها ثوابا أو تنخفض عقابا، فيكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء.

وغنى عن البيان أن القيم السوقية لأسهم شركة ما تمثل قيمة الشركة من وجهة نظر المجتمع.

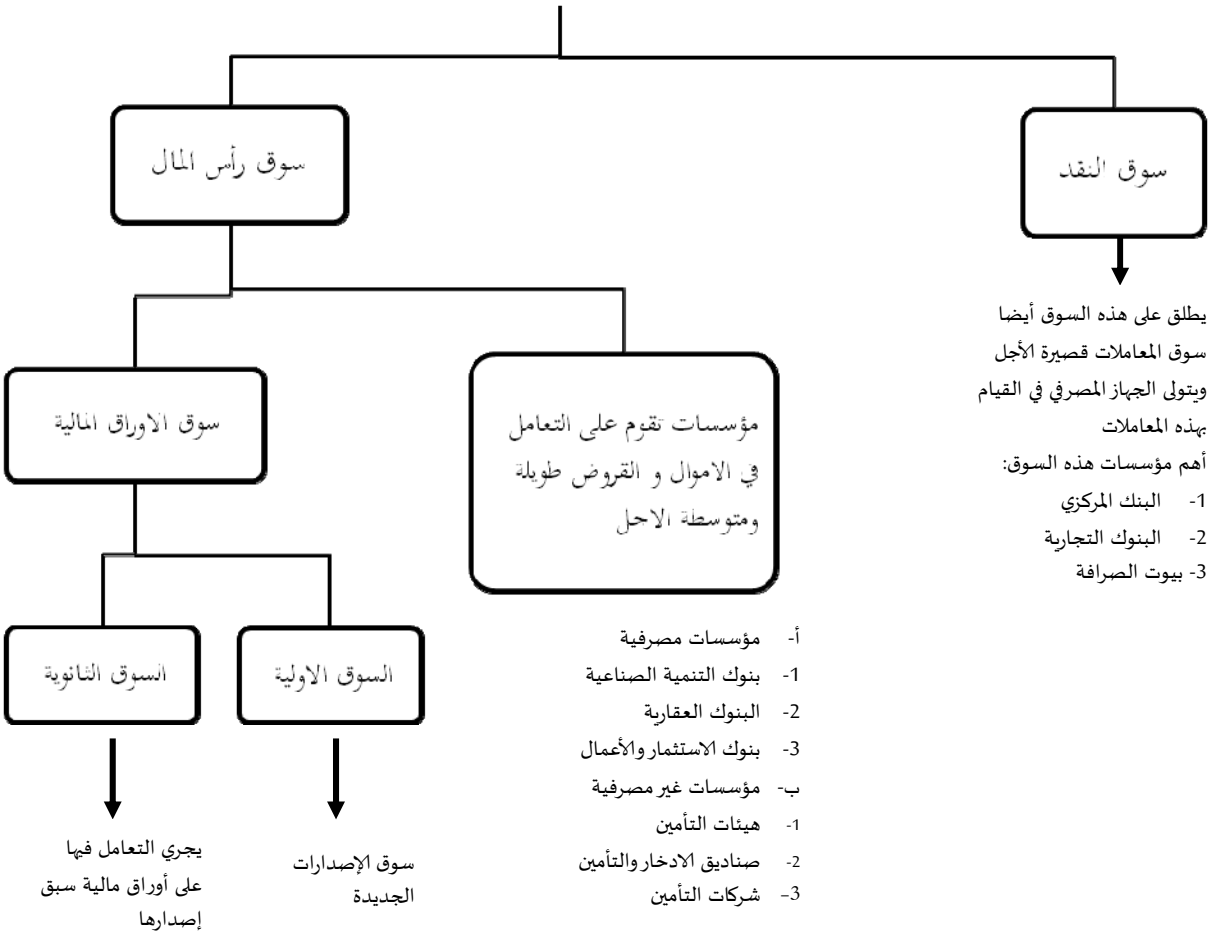
2- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى بورصات الأوراق المالية استنادا إلى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوى الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار.[1]

3- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر: وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم العامل فيها. فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار بها. وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها.[2]

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص33-35

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص34.

الشكل رقم 1-4 **السوق المالية وموقع سوق الاوراق المالية منه**



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مكتبة المعهد، القاهرة، ط1، 1996، ص26

المطلب الرابع: المتعاملون ونظام الوساطة في أسواق الأوراق المالية

يعتبر الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة لحسن سير البورصة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وسنحاول التعرف على هؤلاء المتعاملين والوسطاء في هذا المطلب من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية

سنتناول في هذا الفرع المتعاملين في أسواق الأوراق المالية وهم:

1- **المستثمر:** وهو الشخص الذي يوظف أمواله في شراء الأوراق المالية لتحقيق الأرباح ي المدى الطويل، وتشترط معظم البورصات ألا يقل عدد الأسهم التي يتم التعامل بها عن عدد معين، وذلك لتحقيق جدية التعامل وعدم دخول متعاملين غير جادين إلى البورصة ومن ثم تحقيق حماية للمستثمر.

2- **المضارب:** هو الشخص الذي يقوم بالشراء بقصد إعادة البيع بعد مدة وجيزة والاستفادة من فروق الأسعار، وتقتضي المضاربة دراسة دقيقة لحركة الأسعار في البورصة واحتمالات رواجها أو كسادها. وتحقق المضاربة بعض المزايا للبورصة أهمها تحقيق السيولة.

3- **قناصي الفرص:** وهو الشخص الذي يسعى إلى تحقيق أرباح نقدية ناتجة عن اختلاف سعر الورقة المالية في نفس اللحظة من مكان إلى آخر فيقوم بالشراء بالسعر المنخفض مع الارتباط على البيع لنفس الورقة بالسعر المرتع، وبطبيعة الحال لا تتوافر مثل هذه الفروق في الأسعار في البورصات الكفؤة والتي تتوحد فيها أسعار كل سهم في اللحظة الواحدة.

4- **المقامر:** هو الشخص الذي يقوم بعقد الصفقات اعتمادا على الحظ ودون أي خبرة أو دراسة، البورصة في نظرهم كمائدة القمار تماما، وتعتبر المقامرة ذات أثر سيء على البورصة إذ لها القدرة على الإخلال بميزان العرض والطلب في السوق وتحويل الأسعار عن مجراها الطبيعي وتعريض السوق لهزات عنيفة ضارة بالاقتصاد القومي.[1]

الفرع الثاني: نظام الوساطة

تتم جميع العمليات داخل البورصة بين شركات السمسرة إذ يتم الشراء من خلال سمسار يمثل البائع، ويقوم سمسار المشتري بطلب الكمية المطلوبة وبالسعر المطلوب، كما يقوم سمسار البائع بعرض الكمية المعروض بيعها وبالسعر المطلوب ويشترط ي هؤلاء السماسرة توافر شروط معينة تفرضها الجهات المسئولة بما يضمن إلمام السمسار بالنواحي الفنية والقانونية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية.[2] وفيما يلي نوضح باختصار وظائف الوسطاء في البورصة:

---

[1] حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص37-38.

[2] نفس المرجع، ص38.

1. تنفيذ أوامر العملاء: وذلك بتنفيذ عملية البيع والشراء للقيم المنقولة محل أمر العميل دون أن يبين الوسيط رأيه حول تلك القيم، كما أنه يتعين على هذا الوسيط أن يحرص على إتمام متطلبات تنفيذ الأمر المخول له وذلك بالتنفيذ الكامل للصفقة والتأكد من حصول أطراف الصفقة على حقوقهم.

2. تسيير المحافظ المالية: فهناك من الوسطاء من يقومون بتسيير المحافظ المالية لفائدة عدد من المتعاملين في البورصة حيث يتطلب من الوسيط تقديم معلومات دقيقة لصاحبها حول طريقة تسيير المحفظة وكذا الأرباح المحققة وغيرها من المعطيات المفيدة للحفاظ على مستوى المحفظة المالية.

3. تقديم النصائح والإرشادات: فهناك من الوسطاء من تتسع دائرة نشاطهم لأعمال تتمثل في إجراء دراسات للبحث في مختلف القيم المنقولة وتحليلها على نحو يسهل لهم تقديم النصائح والإرشادات لمن يطلب ذلك من المتعاملين والمتدخلين في البورصة وذلك مقابل عملات تدفع من قبل المتعاملين والتي يتم تحديدها إما بصفة تفاوضية أو قانونية.

4. حفظ وحماية الأوراق المالية: قد لا يرغب العميل في أن يأخذ الأوراق ويأتي بها في كل مرة يرغب ي إجراء صفقة ما في البورصة وخاصة ما إذا كانت قيمتها كبيرة جدا، أي ستكون في خطر من السرقة أو الضياع، لذا يقوم وسطاء البورصة بالاحتفاظ بالأوراق المالية للعميل وذلك في أماكن مخصصة لذلك، حيث يوفر هؤلاء الوسطاء خزائن لحفظ الأوراق المالية للعميل، كما أنهم قد يضعون تأمينا لها ضد حوادث السرقة أو الضياع أو الحوادث (كالاحتراق مثلا)، وبالتالي يورون على العميل الكثير من الجهد في المراقبة و المحافظة على أوراقه المالية.

5. توظيف الأموال: يقوم الوسيط بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلني للادخار، وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

3. تخفيض التكاليف: يعمل وسيط عمليات البورصة على تقليل تكاليف التعامل استنادا إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديه وبما تحقق استفادة المتعاملين منها.[1]

المبحث الثالث: عمليات ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية

البورصة هي سوق تتم فيه عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، وهي معروفة بالأرباح الكبيرة التي يجنيها من يقومون بهذا النوع من الاستثمار في فترات قصيرة من الزمن. ومع زيادة حجم التداولات في البورصة أدى ذلك إلى تزايد عمليات التحايل والغش للهروب من الضرائب وتحقيق مكاسب سريعة، لذلك كانت الرقابة المستمرة على عمليات البورصة من الأمور اللازمة نتيجة خطورة عمليات البورصة وآثارها الخطيرة، على سلامة السوق والاقتصاد المحلي من جهة أخرى. لذا سنحاول في هذا المبحث التعرف على تنظيم

[1] بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، غير منشورة، ص ص 101-103.

البورصة وعمليات البورصة وأوامر البورصة ونظام التسعير في سوق الأوراق المالية وتعريف سعر البورصة وطرق تحديد السعر والتسعيرة الرسمية.

المطلب الأول: تنظيم البورصة

يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة. وحماية المصلحة العامة بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية[1].وسنتطرق في هذا المطلب إلى نظام البورصة الداخلي وكيفية التعامل في البورصة.

الفرع الأول: نظام البورصة الداخلي

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية وهي:

1-الجمعية العامة: تتكون هذه الجمعية من أعضاء البورصة العاملين، إذ تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة الأعمال والأنشطة.

2-هيئة التحكيم: تختص هذه الهيئة بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

3-مجلس التأديب: يتكون هذا المجلس برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه وعضوية أحد الأعضاء العاملين ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.

4-مندوب الحكومة: يقوم هذا المندوب بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.[2]

5-لجنة البورصة La commission: تشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة ومن قبل الدولة. مهمة هذه اللجنة تحقيق حسن سير العمل في البورصة بإصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة، على أن توزع في اليوم التالي وتسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو بغرامة مالية.

6-اللائحة الداخلية: تعين هذه اللائحة نظام العمل الداخلي في سوق الأوراق المالية. إن أهم المواضيع التي تتناولها:

-طريقة العمل في المقصورة Corbeille

-مواعيد العمل وأيام العمل

-الرسوم والاشتراكات

-العمليات وجداول الأسعار

---

[1] شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 38.

[2] محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة "دراسة مقارنة"، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص ص80-81.

7-المقصورةLa corbeille: هي المكان الذي تعينه البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء تبنى المقصورة عادة على شكل مدرج نظرا لدقة وخطورة العمليات التي تتم في المقصورة، فقد حرم الدخول إليها على غير السماسرة والوسطاء المقيدة أسماؤهم في جدول البورصة يصرح للأفراد الدخول إلى البورصة بعد أداء رسم مقرر لأنه يحضر عليهم دخول المقصورة يجب أن ينفذ في المقصورة كل أمر يصدر عن السماسرة وإلا كانت الأوامر باطلة، هذه الأوامر تبقى قائمة طوال الجلسة ما لم يتفق على خلاف ذلك.

8-غرفة المقاصة: يعهد إلى غرفة المقاصة تسوية كافة العمليات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين يمكن للجنة البورصة أن تعهد بأعمال غرفة المقاصة إلى نقابة السماسرة.

9-نقابة السماسرة: أنشا سماسرة الأوراق المالية فيما بينهم جمعية سميت نقابة سماسرة الأوراق المالية مهمتها رعاية مصالحهم والدفاع عنها وتامين انتظام العمليات وتحديد حقوق وواجبات السماسرة تجاه بعضهم البعض ودراسة كافة الشؤون التي تهم بوجه عام البورصة. يدير النقابة لجنة تنتخبها الجمعية العمومية وتتألف من عدة أعضاء من بينهم رئيس ونائب رئيس وأمين صندوق ومستشارين[1]

الفرع الثاني: كيفية التعامل في البورصة

إن التعامل في البورصة لابد أن يكون عن طريق السماسرة أو مندوبيهم، ولا يجوز لغيرهم عقد عمليات بيع او شراء داخل البورصة [2]

وعند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فان ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه (السمسار) أو (شركات السمسرة)، وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة سواء بيعا أو شراء، وعليه الرجوع إلى السمسار الذي يؤدي ذلك العمل داخل البورصة (فيما عدا الأسهم فهي لحاملها، لان طبيعتها تقتضي أن مستند الملكية هو الحيازة).

ويقوم السمسار بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسميا من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها، ولكن السؤال هو: كيف نعرف أن هذه الأسهم جيدة، خصوصا إذا كانت هذه الأسهم حديثة التداول في البورصة؟

والإجابة عن هذا السؤال تكون عن طريق دراسة خصائص الأوراق المالية من خلال فحص خصائص الشركات المصدرة لها، وكل شركة تصدر ما يسمى قوائم مالية (ميزانيات)، وكل شركة مرخص لها بالعمل في السوق يجب أن تتطابق معايير وأنظمة محاسبية تساعد وتنظم عملية إصدار القوائم المالية لها.[3]

وينظم علم المحاسبة المالية استعراض الموقف المالي للشركة فيما يعرف بالقوائم المالية التي يتبين من خلالها إجمالي أصول الشركة واستثماراتها، ومصادر تمويل تلك الاستثمارات والأصول في تاريخ معين فيما

---

[1] شمعون شمعون، مرجع سابق،ص ص 40-41.

[2] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر للنشر، دمشق، 2002،ص ص70-71.

[3] عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008،ص ص89-90.

يعرف باسم الميزانية أو المركز المالي للشركة في تاريخ معين، فالميزانية هي قائمة المركز المالي في نهاية الفترة، توضح طبيعة وقيمة الأصول والخصوم ورأس مال الشركة.

كما يتم بيان نتائج أعمال الشركة خلال فترة زمنية فيما يعرف بقائمة الدخل خلال مدة من كذا إلى كذا، يتم فيها استعراض نتائج الأعمال عن الفترة السابقة التي توضح الإيرادات والمصاريف والأرباح والخسائر ومصادر الإيرادات والتكلفة للوصول إلى صافي الربح أو رقم الأعمال النهائي، ومن القوائم المالية أيضا قوائم مصادر الأموال التي تم الحصول عليها خلال الفترة الزمنية.

وكذلك التقرير السنوي وهو تقرير عن عمليات الشركة عن السنة المنتهية، ويمثل التقرير وثيقة مفيدة جدا لحملة الأسهم وتتيح لهم متابعة أداء الشركة وبالتالي استثماراتهم فيها، ويتضمن التقرير السنوي عادة:

-قسم يوضح فلسفة الشركة أو كيفية قيامها بأعمالها، ويحدد هذا القسم ما تعتبره الشركة رسالتها الحضارية التي تميزها عن الشركات المشابهة أو المنافسة لها.

-البيانات المالية: وتشمل حسابات الأرباح والخسائر ونتائج عمليات العام والميزانية العمومية، وتظهر الميزانية العمومية، موجودات ومطلوبات الشركة في نهاية ذلك العام المالي بالمقارنة مع العام المالي السابق.

-تقارير مفصلة عن كل قطاع من عمليات الشركة، وقد تلقي هذه التقارير الضوء على أي حلقة ضعيفة في بنيتها الإدارية.

-تقرير للمدققين يؤكد فيه أن الأرقام والبيانات الواردة ضمن التقرير السنوي، خضعت للتدقيق من قبل مدققين خارجيين، وما إذا كانت تعكس صورة صحيحة وعادلة للأوضاع المالية للشركة.

وتفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للشركة "التحليل الأساسي"، للوصول إلى استقراء ومعرفة حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة، ...الخ، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ويتضمن التحليل الأساسي أيضا اخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، وأسعار الفائدة، ومعدلات البطالة والمدخرات لكي يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات الشركة.

ويمكن أيضا أن يتم معرفة الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودها، من خلال التحليل الفني لتلك الأسهم الذي يدرس السهم من خلال اتجاه حركته وعدة مؤشرات إحصائية أخرى، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الأسهم من خلال الصعود والهبوط.[1]

[1] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص ص94-95.

المطلب الثاني: عمليات البورصة

البورصة قد يسرت للمستثمر سبل التخلص من الأوراق المالية بالبيع ويستطيع أن يسدد أمواله عكس الاستثمار في المجالات الأخرى، أما عن عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء نميز بين عمليات آجلة وعاجلة. [1]

الفرع الأول: عمليات البورصة العاجلة

يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية: المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة قصيرة.

وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك الأسهم – الراغب في البيع – بتسليم الأسهم إلى الوسيط أما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم وأما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة وفي كلا الحالين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري. ومثل ذلك يقال لتسليم الثمن. [2]

ويعمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما.

أ-الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشترات.

ب-المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة اقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة[3].

الفرع الثاني: عمليات البورصة الآجلة:

العمليات الآجلة هي تلك العمليات التي تتم بصفقات مباشرة بين البائع والمشتري إلا أن تصفية الصفقة أي تسديد قيمتها يؤجل إلى موعد قادم. [4]

ولذلك فان أنظمة السوق تشترط على المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تأمين مالي (تغطية) حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا يختلف حسب نوع العمليات المعقودة. وتتميز الأوراق المالية (الأسهم-السندات) التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية بأنها أوراق مسعرة أي لها سعر سوقي، حيث يمكن للمستثمر أن يعرف السعر الحالي للورقة المالية من خلال السمسار أو النشرة اليومية للسوق، بل يمكن معرفة أسعار التداول خلال يوم العمل داخل السوق من خلال الاشتراك في شبكات الاتصالات المحلية والعالمية. وتختلف الأوراق المالية من حيث السعر السوقي، وتوقيت الحصول على العائد ومقداره ودرجة تذبذبه من فترة

---

[1] محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003، ص135.

[2] مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص75.

[3] بن أعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص ص40-41.

[4] دريد كامل الأشيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص197.

لأخرى ويتطلب ذلك قيام المستثمر بالمفاضلة بين الأوراق المالية على أساس أخذ تلك العوامل في الاعتبار، والتي يمكن إجمالها في متغيرين أساسيين هما: العائد والمخاطر للورقة المالية.[1]

- **المتعاملون في السوق المالية الآجلة:** هناك نوعان من المتعاملين في الأسواق الآجلة وهما:

1-متعاملون لديهم النية الجازمة للتنفيذ الفعلي للعقد عن طريق تسليم الصكوك والوفاء بثمنها، فهم ينتظرون موارد معينة يحصلون عليها قبل يوم التصفية بحيث يكون باستطاعتهم الوفاء بالثمن إن كان مشتريا، أو ينتظرون صكوكا تؤول إليهم، أو تكون تحت أيديهم قبل هذا اليوم يقومون بتسليمها.

2-متعاملون يضاربون على فارق سعر الشراء وسعر البيع في التاريخ المحدد للتصفية، وفي خلال الفترة التي تفصل إبرام العقد عن تنفيذه يقوم المتعاملون بإعادة بيع الصكوك التي اشتروها، وتتم التسوية بطريقة المقاصة. فالنوع الأخير من المتعاملين قد يكونون مضاربين على ارتفاع السعر، بحيث تكون لديهم النية لإعادة بيع الصكوك التي قد قاموا بشرائها بحيث يكون لديهم في النهاية دفع الفرق بين ثمن الشراء وثمن البيع دون أن يتم التسليم والتسلم. وقد يكون هؤلاء المتعاملون مضاربون على النزول في الأسعار بحيث يبع المتعامل منهم صكوكا لا يمتلكها، وينوي شراءها عندما تهبط الأسعار قبل يوم التصفية، فان تحقق توقعه كان ربحه الفارق بين ثمن البيع وثمن الشراء بسعر اقل. فان حدث العكس وارتفعت الأسعار خسر الفارق بين ثمن البيع وثمن الشراء بسعر أعلى.

- **أنواع العمليات الآجلة:** تتنوع المعاملات الآجلة إلى عدة أنواع باعتبارات متعددة وهي كالآتي:[2]

1-العمليات الباتة: كما تسمى بالعمليات القطعية أو العمليات الثابتة وهي عمليات تصفى في تاريخ معين وعادة ما تكون في مدة شهر، حيث يلتزم كل من البائع والمشتري على التصفية وعند الموعد تخضع هذه العمليات لذات الشروط المعمول بها في العمليات العاجلة، أي انه يجري التسليم والتسلم في يوم العمل التالي ويمكن أن يتمتع البيع البات بشرط اختيار التنازل عن الأجل فعندما يلاحظ أن الأسعار بدأت في الهبوط يطلب من البائع تسليمه الأوراق المالية موضوع الصفقة قبل الموعد المتفق عليه مما يضطر البائع إلى شراء الأوراق من السوق بالسعر الحالي، وبذلك يزيد إلى الطلب عن هذه الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها أو إيقاف حركة هبوطها.[3]

2-العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي العملية التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على انه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة. وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

---

[1] صلاح الدين حسن السيسى، الموسوعة الاقتصادية البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة 2014، ص ص129-130.

[2] حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية (دراسة حالة السوق المالي السعودي)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، غير منشورة، ص ص33-34.

[3] مختار حميدة، مرجع سابق، ص 94.

u O • ´ , p f ^ | } b @ l ° 7 p . A < n ˆ l 2 U f V 3 p } l b V f Š (. A < n Š h G 3 < Š h – n ÷ P f
Š h n \ P h f P Z } 8 Ý f 3 m u | n ÷ D p ÷ # ˆ | A < ž n ÿ n 2 ˆ T 3 f \ f m 5 Q h ÿ m] l b ‹ ‡ ˆ } P f
\ h P Z } 8 Ý f 3 m u | n ÷ D p ÷ # ˆ | A < ž n ÿ n 2 ˆ T 3 f \ f m 5 Q h ÿ m] l b ‡ ˆ } P F 3 ; h ! Ú
. Š X @ p ÷ f E ˆ } P 2 f / – \ 3 P 8 • Â 3 | ? s O E ˆ } P F 3 ; h ! Ú Š h n P f
1 Š X ‹ 3 s < f } ! l } † • - Q ÿ] (H f Š h u P h f s f 1 x ÷ Q ÿ Š h G 3 < Š h – n P f

وإحدى المخاطر الناجمة عن أوامر الإيقاف أن السعر الحقيقي الذي يمكن أن ينفذ به الأمر قد يكون بعيدا عن سعر الإيقاف، ويحدث ذلك إذا تحرك سعر السهم بسرعة كبيرة في اتجاه معين.[1]

ثانيا: أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر:

1- **الأمر المؤقت بمدة معينة، كيوم، أو أسبوع، أو شهر، أو أكثر:** الأمر اليومي وهو محدد بفترة زمنية معينة مثل اليوم، ويكون الأمر سار المفعول في اليوم الذي يصدر فيه فقط.[2]

والأوامر اليومية مناسبة حيث يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل البورصة. فمثلا إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 3000 سهم بسعر ¼ 25 جنيه ولكن تم تدبير 1000 سهم فقط في هذا اليوم –فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغيا في نهاية يوم العمل.[3]وفي بعض الأحيان يرتبط هذا النوع من الأوامر بتوقيت زمني للتنفيذ وتندرج تحت هذا الإطار عدة أنواع من الأوامر حيث أنها أوامر تصدر ليتم تنفيذها في فترات زمنية محددة من قبل المستثمر، تكون غالبا أوامر محددة ليوم، وتنفذ العملية خلال يوم واحد أو أوامر محددة بأسبوع أو شهر.[4]

2- **الأمر مفتوح المدة:** الأوامر المفتوحة يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية –وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأوامر أو إلى أن يلغي العميل الأمر.[5]

ثالثا: أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر

1-الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك

2-الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

3-الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه وإلغاء الأمر فيما لم ينفذ.

4-الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة بشرط أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراقا مالية أخرى وكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

رابعا: أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المطلوب بيعها أو شراؤها:

وتتنوع إلى الأنواع الآتية:

1-الأمر الزوجي، أو الأمر غير الكسري، وتسمى أيضا بالأوامر الدائرية

---

[1] محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، المكب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص43.

[2] سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص201

[3] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، مرجع سابق، ص47.

[4] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص14.

[5] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003، ص49.

ويتم التنفيذ طبقا لها على أساس وحدة التعامل،[1] ويقصد بها تلك التي تصدر بكميات نمطية أو مضاعفاتها وتكون وحدة إصدار هذه الأوامر 100 سهم أو مضاعفاتها (100، أو 200، أو 300).

2-الأمر الفردي، أو الأمر الكسري، بما أن وحدة التعامل في البورصة تبلغ 100سهما وتأسيسا على ذلك يفترض أن تصدر الأوامر بهذه الكمية ومضاعفاتها غير انه في كثير من الأحيان تصدر الأوامر متضمنة كميات كسرية (أقل من 100 ومضاعفاتها)، فقد يتصادف أن يتسلم السمسار من العميل أمرا يتضمن 250 سهما، في هذه الحالة يعتبر السمسار هذا الأمر بمثابة أمرين يحتوي أولهما على 200 سهم، في حين يحتوي الثاني على 50 سهم. وتأسيسا على ذلك فان الأوامر الشاذة أو الكسرية هي التي تشمل على عدد أسهم اقل ومن وحدة التعامل الأساسية في البورصة (مائة سهم). وتنطوي الأوامر الشاذة على تكلفة أعلى مقارنة بنظيرتها العادية، ويفسر ذلك بالآتي:

– إن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية أو الشاذة يفوق مثيلة في الكمية العادية غير الكسرية.

– عادة ما يضاف إلى سعر السهم داخل الكمية الكسرية نسبة إضافية.[2]

خامسا: الأمر المطلق:

وبموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسمسار حرية مطلقة في بيع (أو شراء) الأوراق التي يراها من مصلحة المتعامل سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت وهو نادر الاستعمال.[3]

المطلب الرابع: نظام التسعير في سوق الأوراق المالية

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب). فان سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظرا لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة، العائد المتوقع من فرض الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة.[4]

---

[1] السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 169.

[2] عاطف وليم أندرسون، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات الحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص ص 38-39.

[3] زياد رمضان، مرجع سابق، ص 132.

[4] شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 75.

الفرع الأول: تعريف سعر البورصة

إن سعر سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى الجلسات في السوق المالية، والذي يسجل في لوحة التسعيرة بعد انتهائها، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية.[1]

الفرع الثاني: طرق تحديد السعر

لتحديد أسعار الأوراق المالية عدة طرق متبعة في معظم البورصات العالمية، وهي:

1- **التسعير بالمناداة:** تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بان لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولا في البورصة من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.[2]

2- **التسعير بالإدراج:** إنها الطريقة الأكثر استعمالا والأسهل وصفا ويتم التعامل بغالبية الأسهم التي يجري تداولها نقدا فقط، حيث توزع الأسهم الخاضعة لهذه التقنية بصورة محدودة على جميع مكاتب وسطاء الصرف، التي يتحمل كل منها مسؤولية تسجيل سعر السهم الذي يتعامل به يوميا.

كل مكتب يملك حجرة عليها شعاره الخاص، تترصف الأسهم التي هو متخصص بها في أدراج صغيرة تحمل اسم السهم. وفي بداية الجلسة يجمع كتاب الحجرات جميع بطاقات الأوامر الواردة من المكاتب الأخرى، ومن مكاتبهم الخاصة والمتعلقة بهذه الأسهم. وفي أثناء الجلسة يفرز المسعر البطاقات المجمعة في كل درج ويدون الطلبات والعروض الواردة إليه (كميات وأسعار كل سهم). حينئذ يسهل استخلاص السعر التوازني (تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب)، وتسجيله رسميا على لوائح تسعير الهيئة النقابية.

بعد أن يتم تسجيل سعر اليوم على كل درج، يعيد الكاتب المتخصص إلى زملائه بطاقات الأوامر التي سلموه إياها، مكملة حسب الأصول ببيان الأسعار والكميات المتداولة.

3- **التسعير بالاعتراض أو المقارنة:** تأخذ هذه الطريقة عن التسعير بالإدراج مبدأ توزيع الأسهم، فهنا يتدخل المسعر من الهيئة النقابية للبورصة ويدون على (سجل الاعتراضات) أفضل الحدود –أعلى الأسعار للشراء وأدنى الأسعار للبيع – التي تلقى كل مكتب أمرا بتنفيذها بخصوص كل سهم، والتي أرسلت إليه قبل انعقاد جلسة البورصة دون ذكر الكميات.

---

[1] بن أعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 62.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 107.

ويتلقى المأمور المتخصص قبل الجلسة الأوامر بالسعر المفضل من زملائه، ويمكنه أن يستخلص من مقارنتها رصيدا للشراء أو البيع. وفي بداية الجلسة يطلع المأمور على سجل الاعتراضات، ويدون لديه تلك التي من شانها أن توازن السوق. ويراجع المكاتب التي صدرت عنها هذه الاعتراضات، من اجل معرفة الكميات التي تقابلها. ويستفيد بالتالي من فرز الأوامر، بحيث يتمكن من تحديد السعر التوازني الذي يعرضه على مسعر هيئة النقابة. وبعد أن يتحقق هذا الأخير، من أن أي حد أعلى للشراء، وأي حد أدنى للبيع، لا يبقى بدون تنفيذ بهذا السعر المعروض، فانه يثبت هذا السعر رسميا.[1]

4- **التسعير بالصندوق:** وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، ويلجأ إليها عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، تقوم بعده لجنة السوق بفرز العروض والطلبات،[2] وتحديد السعر من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات.

5- **التسعير بالنسبة المئوية:** في هذه الطريقة تظهر الأسعار على جدول التسعيرة بالنسبة المئوية من قيمة السهم الاسمية مخصومة منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ الاقتطاع الأخير.

6- **التسعير بالمطابقة:** عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع والأخر بالشراء وبالكمية نفسها، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني. وهي طريقة محظورة في كثير من الأسواق المالية، إلا بعد أن يتأكد الوسيط بواسطة أحد السماسرة من انه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.[3]

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

قانون العرض والطلب يترجم بصفة فعالة السلوكيات المتضادة للبائعين والمشترين إزاء تغيرات الأسعار في السوق. التنبؤ بهبوط الأسعار سيؤدي بالمشترين إلى زيادة طلبهم بينما سيقوم البائعون بالتقليل من عرضهم، هذا ما قد يؤدي إلى زيادة الطلب بالنسبة للعرض، ابتداء من هذا الوقت بعض المشترين سيصبحون قادرين على الشراء بسعر أعلى، وبالتالي تطور الأسعار نحو الأعلى سيؤدي بالبائعين إلى زيادة

[1] ميثم صاحب عجام، علي محمد سعود، مرجع سابق، ص ص 92-93.

[2] مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص572.

[3] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص76-77.

عرضهم .فالسوق عبارة عن لعبة تصحيحات دائمة تؤدي إلى تحديد سعر التوازن وهو السعر الذي يسمح بتلبية اكبر عدد من العروض والطلبات .ونظام التسعير في البورصة يعرف على انه :" مجموعة من التقنيات تسمح بتحييد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة"، وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة:

أ- **التسعير بالتثبيت:** هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات، وهي مستعملة لتحديد سعر يدعى بسعر التثبيت وذلك بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم). وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لابد وان تنفذ أولا.
- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لابد وان تنفذ.
- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لابد وان تنفذ.

ب- **التسعير بالتواصل:** يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح)، ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام. وهذا النوع من التسعير يعطي القدرة على التداول مباشرة، كما هو واضح من اسم هذه الطريقة. أن التسعير هنا يكون بشكل مستمر ويعتبر سعر التوازن تلقائيا بمجرد إدخال أوامر جديدة، ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله.

وهناك ثلاث تسعيرات وهذا حسب توقيت عمل البورصة وهي:

- **سعر الافتتاح:** هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.
- **السعر خلال جلسة العمل:** وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.
- **سعر الإقفال:** وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة. [1]

[1] صلاح الدين شريط، ، مرجع سابق، ص ص108-109.

الفرع الثالث: التسعيرة الرسمية

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة. وغايتها إعلان السعر الذي يتم بموجب التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية:

- عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة
- عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التداول
- اسم الورقة المالية
- بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت يذكر أيضا الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.
- موعد السحب في حال وجوده.
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.
- السعر السابق.
- أسهم الشركات الوطنية. [1]

المبحث الرابع: أدوات ومؤشرات سوق الأوراق المالية

إن التعامل في البورصة يتم بالأوراق المالية التي بجانب تحقيقها عائد مناسب للمستثمرين فإنّها تمنح لهم سهولة تحويلها إلى نقود عند الحاجة ببيعها في البورصة والحصول على عائد من النقود. وفي هذا المبحث سنتطرق إلى هذه الأوراق التي يتم التعامل بها في البورصة بالإضافة إلى اهم مؤشرات البورصة، التي تعتبر مقياس لتقييم الأنشطة الاقتصادية للدولة وتعكس الحالة الاقتصادية لها في أي زمن كان.

المطلب الأول: الأسهم

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الأسهم وخصائصها مع ذكر كل أنواعها.

الفرع الأول: تعريف الأسهم وخصائصها

سنذكر في هذا الفرع تعريف الأسهم وخصائصها

أولا: تعريف الأسهم

هي جزء أو حصة من رأس مال الشركة قيمتها الاسمية تمثل قيمة رأس المال المكتتب به.[2]أو هي أدوات دين (ائتمان) طويل الأجل وتمثل حقوقا لمن يحملها على الدخل الصافي وأصول الشركات التي تصدرها، فحملة الأسهم هم شركاء في صافي الدخل الذي تحققه مؤسسات الأعمال ورأس مال تلك المؤسسات التي تصدر

[1] شمعون شمعون، البورصة مرجع سابق، ص ص46-47.

[2] Mohamed Salah, les valeurs mobilières, ibn khaldoun EDIK, Oran, sans année, p18.

الأسهم، ولا يحصلون على فوائد، وإنما يحصلون على أرباح أو خسارة تبعا لما يسفر عنه المركز المالي للشركة التي أصدرت هذه الأسهم.

ويمتلك أفراد القطاع العائلي في الولايات المتحدة – على سبيل المثال – نصف قيمة الأسهم المتداولة (المستعملة) في السوق القانوني، ويمتلك باقي الأسهم المتداولة في السوق صناديق المعاشات، أو الصناديق المشتركة، وشركات التامين.[1]

ولصاحب الأسهم حق حضور الجمعيات العمومية لمساهمي الشركة والتصويت على المقترحات المقدمة منها كما أن له الحق في مناقشة ميزانية الشركة كل سنة. ويحصل صاحب الأسهم على قيمة متساوية من صافي أرباح الشركة بعد خصم الالتزامات والاحتياطات وفوائد الدائنين حاملي السندات.

وفي حالة تصفية الشركة يكون للمساهم نصيب متساوي في صافي تصفية موجودات الشركة بعد سداد مستحقات الدائنين بما فيهم حاملي السندات.[2]

ثانيا: خصائص الأسهم

الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة تتسم بتساوي القيمة، وبعدم القابلية للتجزئة بالنسبة إلى الشركة، وبالقابلية للتداول على الوجه المبين في القانون. ويتعرض لكل خاصية على حدة وبالتفصيل.[3]

أ-تساوي قيمة الأسهم: الأسهم صكوك متساوية القيمة، وهذا يمنح لكل حامل سهم بالضرورة نفس حقوق حامل السهم الآخر طالما كانت أسهمها عادية. وعادة ما تحدد التشريعات في كل دولة الحد الأدنى والأعلى للقيمة الاسمية للسهم.

ب-عدم القابلية للتجزئة: عدم قابلية السهم للتجزئة، ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد أمام الشركة إذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لأرث أو هبة أو غير ذلك، فهذه التجزئة وان كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة. ولذا يتعين عليهم تحديد أحدهم أو غيره لتمثيلهم أمام الشركة. وهذه الخاصية من شانها تسهيل مباشرة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها كحق التصويت في الجمعية العمومية.[4]

ج-قابلية الأسهم للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها .وخاصية التداول وان كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة .لكن القوانين التجارية تضع في معظم

---

[1] إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 137-138.

[2] عبد السلام أبو قحف، عبد الغفار حنفي، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية (السياسات المصرفية، تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية، البنوك العربية)، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص ص435-436.

[3] أسامة كامل، عبد الغني حامد، مبادئ في المالية، (شركات الأموال)، مؤسسة نورد العالمية للشئون الجامعية، البحرين، 2006، ص87.

[4] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص ص56-57.

الأحيان شروطا خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم .منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائيا، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين.[1]

د-عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم: عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم طالما أن الشركة مستمرة في مزاولة أنشطتها.[2]

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم بحسب الزاوية التي ينظر منها إليها: فبحسب شكلها تنقسم إلى أسهم اسمية ولحاملها وللأمر. وبحسب طبيعة الحصة التي تمثلها، تنقسم الأسهم إلى نقدية وعينية. وبحسيب الحقوق التي تمحها لأصحابها، تنقسم إلى أسهم عادية واسهم ممتازة. وبحسب علاقتها برأس المال، تنقسم إلى أسهم رأس المال واسهم تمتع. وسنتكلم عنها على النحو الآتي:[3]

أولا: أنواع الأسهم من حيث شكل الإصدار: تنقسم الأسهم حسب شكل إصداره إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

1- **أسهم اسمية:** يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكه الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة. ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة.[4]

2- **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم والتسلم دون الرجوع إلى الشركة، حيث تنتقل ملكيتها بالتداول بين البائع والمشتري، وتثبت هذه الملكية بشهادة من السمسار أو البنك الذي تمت عملية البيع عن طريقه ويكون لحاملها الحق في إعادة بيعها أو رهنها أو صرف كوبوناتها المستحقة، ولا تحمل هذه الأسهم اسم المساهم إنما يذكر فيها أن السهم لحامله.[5]

3- **السهم الإذني أو لأمر:** ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن. وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة.[6]

---

[1] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص78.

[2] عصام أبو النصر، المرجع سابق، ص57.

[3] أسامة كامل، عبد الغني حامد، مرجع سابق، ص89.

[4] دريد كمال آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص191-192.

[5] سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، (دراسة تطبيقية وتحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص116.

[6] محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص80.

ثانيا: أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدمة من المساهم

وتنقسم الأسهم، من حيث طبيعة الحصة المقدمة من المساهم إلى أسهم نقدية واسهم عينية.

1- **الأسهم النقدية:** كما يدل عليها اسمها، هي التي تمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة. ولا يقع الاكتتاب العام إلا عليها وحدها، ويتعين الوفاء بربع قيمتها نظام الشركة أو في المواعيد التي يقترحها مجلس الإدارة.

وهذه الأسهم يجوز تداولها حتى قبل سداد قيمتها الاسمية بالكامل، شريط أن تظل محتفظة بالشكل الاسمي.

2- **الأسهم العينية:** فهي تلك التي تمثل حصة عينية يلتزم الشريك بتقديمها للشركة، يستوي في ذلك أن تكون هذه الحصة عقارا أم منقولا ويجب الوفاء، بهذه الحصص كاملة. ويحظر تداولها قبل مضي سنتين كاملتين من تاريخ تأسيس الشركة.[1]

ثالثا: أنواع الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها لأصحابها

1- **أسهم عادية:** وهي النوع الشائع من صكوك الملكية والتي يعتبر مالكوها مالكين للشركة المصدرة لها: وتتميز الأسهم العادية بالخصائص الآتية:

– ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.

– لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكين لهذه الشركة.

– في حين أن حامل السند يحصل على فائدة دورية ثابتة، فان حامل السهم العادي يحصل على عائد متغير طبقا لما تحققه الشركة من ربح.

– من المفترض أن يكون العائد على السهم العادي أعلى من الفائدة على السند باعتبار أن أصحاب الأسهم العادية يحصلون على كل الأرباح المتبقية بعد سداد الالتزامات الأخرى.

– المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.

– في حين أن الفوائد الدورية على السندات تعتبر التزاما قانونيا على الشركة نجد أن توزيعات الأرباح على المساهمين متوقفة على قرار الجمعية العمومية للمساهمين، وبعبارة أخرى فان الشركة قد تكون في حاجة إلى تمويل إضافي، وبالتالي تقرر الجمعية العمومية توزيع جزء من الأرباح فقط أو عدم إجراء توزيعات على الإطلاق.

– عند تصفية الشركة فان أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.[2]

---

[1] أسامة كامل، عبد الغني حامد، مرجع سابق، ص80.

[2] محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، 2016/06/12، ص13-14. www.kotobarabia.com

2- **أسهم ممتازة:** يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شانه في ذلك شان السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، [1] والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق، وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، إما لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فانه لا يحق للمنشاة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات.[2]

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين– فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية– وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذا السهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.

يتضح من هذا أن الأسهم الممتازة تجمع في خصائصها بين الأسهم والسندات.[3]

رابعا: أنواع الأسهم من حيث علاقتها برأس المال

1- **أسهم رأس المال واسهم التمتع:** أسهم التمتع أو الانتفاع هي الأسهم التي تعطى للمساهم الذي استهلكت أسهمه أثناء حياة الشركة، أما الأسهم التي تستهلك فهي أسهم رأس المال.

والأصل انه لا يجوز رد قيمة السهم للمساهم إلا عند انقضاء الشركة وبعد الوفاء بديونها، إلا أن الشركة قد تجد من الضروري أن ترد للمساهمين أو لبعض منهم قيمة أسهمهم أثناء حياتها وقبل انقضائها وهو ما يعرف باستهلاك الأسهم إذ بغير هذه الوسيلة لا يحصل المساهمون على قيمة أسهمهم عند انقضاء الشركة. ويحدث ذلك في حالة شركات الامتياز مثل شركات المياه والإنارة والنقل التي تلتزم بتسليم موجوداتها للحكومة في نهاية مدة الامتياز أو في حالة الشركات التي تتعرض موجوداتها للحكومة في نهاية مدة الامتياز أو في حالة الشركات التي تتعرض موجوداتها للنقص أو النضوب بمرور الزمن مثل شركات المناجم والمحاجر، وتمنح هذه الشركات أصحاب الأسهم المستهلكة أسهم تمتع بدلا منها بشرط أن يجيز نظام الشركة ذلك آو تقرره الجمعية العمومية غير العادية التي تملك تعديل النظام.

هذا ويمكن استهلاك أسهم رأس المال بأحد طريقتين:

أ- استهلاك بعض الأسهم سنويا عن طريق القرعة. ويتم رد القيمة الاسمية للأسهم المستهلكة بالكامل.

---

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص19.

[2] السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال-البورصات-البنوك – صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص93.

[3] عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار)، مرجع سابق، ص 41.

ب-استهلاك كل الأسهم تدريجيا عن طريق رد جزء من القيمة الاسمية لكل سهم سنويا بحيث تستهلك جميع الأسهم في نهاية حياة الشركة. وهذه الطريقة اعدل من الطريقة السابقة إذ يترتب على استخدامها استمرار المساواة بين جميع المساهمين سواء في الاستفادة من أي أرباح تحققها الشركة بعد استهلاك الأسهم أو مقابلة أي خسائر تلحق بها. ويشترط لاستهلاك الأسهم أن يتم ذلك من أرباح الشركة أو الاحتياطات القابلة للتوزيع، ولا يجوز أن تدفع القيمة الاسمية للأسهم المستهلكة من رأس المال الذي يجب أن يظل سليما ضمانا لحقوق الدائنين. ونظرا لان الشركة تظل مستمرة رغم استهلاك الأسهم فلا يكون من العدل أن يحرم أصحاب الأسهم المستهلكة أسهم التمتع التي يحصل عليها فيما تحققه من أرباح لذلك فان أسهم التمتع التي يحصل عليها أصحاب الأسهم المستهلكة تمنحهم الحق في نسبة من أرباح الشركة وتعطيهم حق التصويت في الجمعية العمومية إلا أن أصحاب أسهم التمتع لا يشتركون في قسمة صافي موجودات الشركة عند التصفية إلا بعد أن يحصل أصحاب أسهم رأس المال التي لم تستهلك بعد على القيمة الاسمية لهذه الأسهم حيث يكون أصحاب أسهم التمتع قد سبقوهم في هذا.[1]

خامسا: أنواع أخرى من الأسهم

هناك أنواع أخرى من الأسهم لم يتم إدراجها في التصنيفات السابقة، أهمها ما يلي:

1- **الأسهم المجانية:** وهي أسهم تمنح للمساهمين كمكافأة دون أن يطلب منهم سداد مقابلها. وتعتبر هذه الأسهم بمثابة توزيعات، حيث يستطيع المساهم بيع هذه الأسهم.

وبالطبع فان الأسهم المجانية تعنى زيادة عدد أسهم الشركة ومن ثم انخفاض في قيمة السهم كما سيتضح عند تناولنا لاشتقاق أو تجزئة الأسهم.[2]

2- **الأسهم العادية المضمونة:** الأصل في السهم العادي انه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشاة التي أصدرته إذا انخفضت قيمته السوقية. غير انه في عام 1984م ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشاة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار. إما إذا لم يصل انخفاض القيمة السوقية إلى الحد المعين فلا يكون لحامل السهم (المستثمر) الحق في المطالبة بأي تعويض.[3]

3- **الأسهم ذات التوزيعات المخصومة:** تسمح تشريعات بعض الدول –ومنها الولايات المتحدة الأمريكية- للمنشآت التي تبيع حصة أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخصم التوزيعات لهذه الأسهم من الإيراد قبل

---

[1] صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علميا –عمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000، ص ص163-165.

[2] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص61.

[3] موسى محمد أبو تمة، أساليب تقويم الأسهم ودورها في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للاوراق المالية)، أطروحة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، 2012، ص71.

الفائدة والضريبة ويمكن استخدام هذه الفكرة في زيادة مشاركة العاملين في ملكية شركات قطاع الأعمال في مصر في ظل برنامج الخصخصة.[1]

المطلب الثاني: السندات

سنقوم في هذا المطلب بتعريف السندات وذكر خصائصها وذكر أنواعها والمقارنة بين الأسهم والسندات

الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها

في هذا الفرع سنتطرق إلى تعريف السندات وذكر خصائصها

أولا: تعريف السندات

تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعا والسند هو ورقة مالية ذات دخل ثابت ووثيقة تحدد مقدار العائد والجدول الزمني لدفعه، وبالنسبة لأجل استحقاق السندات هناك سندات الدين العام التي تتحدد بتاريخ استحقاق معين قد يطول أو يقصر، ومنها السندات الأبدية التي ليس لها اجل محدد للاستحقاق أي لا تلتزم الحكومة بسداده في اجل معين، بل تلتزم بدفع الفوائد حتى يحين وقت السداد الذي تحدده هي بإرادتها في الوقت الذي تراه مناسبا خاصة في أوقات تحقيقها لفائض في موازنتها العامة وتتباين السندات من حيث آجالها، فقد تكون سندات طويلة الأجل حينما يزيد اجلها عن 10 سنوات، وقد تكون متوسطة الأجل عندما يتراوح اجلها بين 3-10 سنوات، وهناك سندات قصيرة الأجل حين يقل اجلها عن 3سنوات، وهناك سندات تكون قابلة للاستهلاك عند الطلب مثل : القروض تحت الطلب التي تقدمها المصارف إلى السماسرة الأوراق المالية (call money loan) .[2]

هي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة لها والمستثمر الذي يشتريها، ويقضي هذا الاتفاق بان يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا معينا (القيمة الاسمية للسند عادة 1000 دينار) لمدة محددة وبسعر فائدة معين، ويختلف السند عن القرض التجاري بان السند له قيمة سوقية قد تساوي أو تختلف عن قيمته الاسمية وهو قابل للتداول بالبيع أو الشراء في الأسواق المالية ولذلك تعتبر أدوات مالية عالية السيولة.

يمنح السند حامله الحق في استرداد قيمته الاسمية عندما يحين تاريخ الاستحقاق وخلال تلك الفترة يحصل على فائدة دورية وفقا لمعدل الكبون المثبت على وثيقة السند.

وفي حالة تعرض المنشاة التي أصدرت السند لحالة من الإفلاس فان حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية، أما من حيث العائد فان حملة السندات يحصلون على قدر ثابت منه في تواريخ محددة بغض النظر عن الأرباح أو الخسائر التي تحققها الشركة المصدرة للسندات وغالبا ما تتقلب القيمة السوقية للسندات ولكن بشكل

---

[1] نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص73.

[2] سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص74-75.

اقل من تقلب أسعار الأسهم العادية ولذلك معدلات الفائدة عليها والتي يطلبها المستثمرون تكون اقل من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.

وهناك نوعان من السندات: السندات الحكومية التي تصدرها الحكومة ممثلة بوزارة المالية عبر البنك المركزي وهذا النوع مخاطرته منخفضة وفائدته أيضا منخفضة طالما أن احتمالات تعرض الحكومة إلى الإفلاس هامشية وحتى لو تعرضت إلى أزمة نقدية تستطيع التمويل بالتضخم بطبع العملة دون غطاء من الذهب أو العملات الأجنبية.

أما السندات غير الحكومية فتصدرها منشآت الأعمال والشركات ولذلك تكون أكثر عرضة لمخاطر عدم قدرة هذه الشركات على سداد قيمتها الاسمية في تاريخ لاستحقاق أو سداد الفوائد الدورية وعليه فان معدلات فائدة هذا النوع من السندات مرتفعة.[1]

ثانيا: خصائص السندات

وللسندات خصائص معينة تميزها عما قد يشتبه بها من صكوك وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

– السند يوضح الخصائص الأساسية للأوراق المالية ومصدرها ومعدل الفائدة الاسمية في وقت الاستحقاق، كما يعتبر قيمة حقيقية لان مبلغ السند يمثل دينا كما تعتبر القيمة الحقيقية للسند هي القيمة التي يتم تسديدها بعد الاستحقاق.

– معدل الفائدة الاسمية أو الكوبون: هو المكافئة أو التعويض الذي يعطيه مصدر السند إلى حامله ويتم تحديد هذه النسبة بعد إصدار السند ويمكن آن تتراوح على فترات من الوقت أو يمكن ان تكون ثابتة ثباتا مطلقا، كما يستخدم أيضا تحديد معدل الكبون الذي يتم رده على أقساط منتظمة ويطلق عليه النسبة المئوية للقيمة الحقيقية.

– تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائده في التاريخ الذي حدد له دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدته مختلفة أقصرها يسعون يوما وبعضها يمتد المائة عام، على أن بعض السندات تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق.

– لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة ما بين الشركة والغير ما لم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.[2]

– يمثل السند دينا طويل الأجل على الشركة

– يستوفي حامل السند فائدة محددة مقدما سواء ربحت الشركة أم خسرت

– لا يشترك حملة السندات في الجمعيات العمومية للمساهمين[3]

– السند وثيقة قرض تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الاسمية.

---

[1] اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2012، ص231.

[2] حوحو فطوم، مرجع سابق. ص ص41-42.

[3] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص70.

– وحامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة.

– وفي حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.[1]

الفرع الثاني: أنواع السندات

كما أن للأسهم أنواعها المتراوحة بين العادية والممتازة فان للسندات أنواعها كذلك والتي نجملها فيما يلي من أنواع وهي:

أ-من حيث آجالها:

1-السندات قصيرة الأجل: يتم تداولها بالقيمة الاسمية مع إضافة العمولات والمصاريف ولأننا نتحدث عن الأجل القصير فان القيم لا تتغير بشكل كبير ومن أهم هذه السندات سوق سندات اليورو دولار وهي محبذة من طرف المستثمرين لما تحمله من خصائص نذكر من أهمها:

-آجالها لا تتجاوز السنة وتصدر بفئات مختلفة وآجال متنوعة الاستحقاق.

-تسمح للمستثمر تحقيق أهدافه من خلال اختياره للجهة المصدرة وآجال الاستحقاق.

-بما أنها ذات آجال قصيرة فدرجة تغير قيمتها بسيطة.

-يسهل تسييلها نظرا لقصر آجالها.

-صدورها عن جهات ذات ثقة كالحكومات والمؤسسات الكبيرة ذات السمعة المرموقة.

2-**السندات طويلة الأجل**: وهي سندات تزيد آجالها عن خمس سنوات تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل، ويمكن للمستثمر تسييل السند عند حاجته إليه، وللسندات طويلة الأجل أنواع مختلفة[2]

ت- من حيث الضمانات:

1-السندات المضمونة: سندات مرهونة بأصول معينة (كالأراضي والمباني، والتجهيزات...)، عند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم:

- إذا كانت القيمة البيعية لهذه الأصول أكبر من ديونهم فإنهم يستوفون حقوقهم ويسددوا الباقي للشركة.

- إذا كانت القيمة المتحصلة من عملية البيع اقل فان أصحاب السندات يصبحون من الدائنين العاديين بمقدار المبلغ المتبقي.[3]

---

[1] الطاهر لطرش، تقنيات البنوك (دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص88.

[2] ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، ط1، 1999، ص ص216-217.

[3] مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2003، ص69.

2-السندات غير المضمونة: في هذه الحالة تصدر السندات ولكن دون أي ضمانات مما يسبب لحاملها مخاطرة كبيرة كونها غير مضمونة برهن عقاري أو رهن لبعض الموجودات، إلا أن ما يبرر إصدار مثل هذه السندات صدورها عن شركات أو جهات ذات درجة تصنيف ائتماني جيدة وتحقق أرباح عالية مما يدفع المستثمرين لشرائها.

بالمقابل فهذا النوع من السندات تحمل فائدة أعلى من غيرها، ناهيك عن إتاحة الفرصة للجهة المصدرة لكي ترهن موجوداتها في الحصول على قروض أخرى.

ج-من حيث القابلية للتحويل والسداد:

1-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تعتبر من الأدوات الشبيهة بأدوات الملكية[1]، ويقصد بها تلك التي يمكن تحويلها إلى حصص من الأسهم العادية، بسعر ثابت، طبقا لخيار حامل السند. يكون للمتحولات معدل كوبون (معدل فائدة) اقل من الدين غير المتحول، إلا أنها تقدم للمستثمرين فرصة للمكاسب الرأسمالية في مقابل معدل الكوبون المنخفض.[2]

ولقد قدم المهندسون الماليون هذه الورقة لمد يد العون للمنشآت التي تحدوها الرغبة في إصدار أسهم عادية، غير أنها تجد صعوبة في ذلك، ربما لكونها قد تحولت حديثا من شركة خاصة إلى شركة مساهمة، تتسم السندات بصفة عامة بانخفاض المخاطر التي تنطوي عليها مقارنة بالأسهم العادية. [3]

3-السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق: ففي حالة السندات القابل للتمديد يسمح لحاملها اخذ قيمتها بتاريخ استحقاقها أو الاستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة.

أما في السندات القابلة للدفع يعطى المستثمر الحق في تقديمها للجهة المصدرة لدفع قيمتها قبل استحقاقها بعدد من السنوات أو أن يحتفظ بها لحين استحقاقها.

4-السندات القابلة للاستدعاء: حيث يحق للجهة المصدرة شراء جزء من سنداتها آو كلها في السوق بسعرها الاسمي ولو بعد سنين، على ألا يتجاوز ذلك تاريخ الاستحقاق.

د-أنواع أخرى للسندات: نذكر منها:

1-السندات ذات الضمان بالتملك: حيث تصدر بقيمة اسمية محددة وفائدة ثابتة وتاريخ استحقاق معلوم ولكن ما يميزها عن غيرها إعطاء الحق لحاملها بالاكتتاب باسهم رأسمال الجهة التي أصدرتها على أساس محدد عند الإصدار.

---

[1] عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص114.

[2] أوجين بريجهام، ميشيل ايرهاردت، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 346.

[3] حوحو فطوم، مرجع سابق. ص ص40-41.

ويمكن فصل حق الضمان بالتملك عن السند وإمكانية التداول في كل منهما بشكل مستقل، فإذا انخفض سعر السهم انخفض سعر السند والعكس، فإذا ارتفع سعر سهم الجهة المصدرة أدى ذلك إلى انخفاض سعر السند، ولذلك لا يتعامل بهذا النوع من السندات إلا المستثمرون المضاربون غالبا.

2-السندات عالية المردود: تمتاز بمردود عال وذلك لان مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية وسريعة النمو قادرة على تحقيق الأرباح، إلا أن درجة المخاطرة النظامية للجهات المصدرة للسندات تكون إلى حد ما بسيط في حين أن المخاطرة غير النظامية تكون أكثر من غيرها.

3-السندات المباشرة: وهي سندات تصدر بسعر فائدة ثابت وبتاريخ محدد وتستحق السداد في تاريخها الأصلي دون تمديد، وغالبا ما تكون درجة مخاطرتها متدنية ويستعملها في الغالب المستثمرون العاديون.

4-السندات ذات سعر الفائدة العائم: كان أول ظهور لها عام 1970م من طرف مصلحة الطاقة الكهربائية بإيطاليا، حيث أصدرت سندات بسعر فائدة عائم مضمونة من الحكومة لتستعمل كوسيلة لتمويل البنوك، وأكثر من استعملها الصناعيون كوسيلة إقراض ذات آجال استحقاق طويلة.

وتتميز هذه السندات بان سعر الفائدة يتغير كل ثلاثة أشهر أو ستة حسب تغير سعر الفائدة للإيداعات الآجلة.

ويتم التسعير بإضافة نسبة مئوية إلى سعر الإقراض حسب الهامش المتفق عليه، فلو فرضنا أن سعر الفائدة السائد 10 % والهامش المتفق عليه هو 1% فان سعر الفائدة العائم هو: (10% + 1%-11%)[1]

5-السندات بالأنصبة "ذات اليانصيب": وهي السندات التي تمنحها الحكومة مبالغ كبيرة عند استهلاكها بطريق القرعة، وهذه المبالغ تزيد بكثير عن القيمة الاسمية للسند.[2]

الفرع الثالث: المقارنة بين الأسهم والسندات

يمكن تلخيص أهم الفروق الجوهرية بين السهم والسند فيما يلي:

1- **من حيث الإدارة والتصويت:** يحق لحامل السهم لعادي التدخل في الإدارة والتصويت والترشيح عند اتخاذ القرارات أو غير ذلك، على حين ملاك الأسهم الممتازة وتحديدا السندات لا يحق لهم ذلك إلا إذا أعلنت الشركة إفلاسها تماما.

2- **من حيث التصفية:** في حالة تصفية المؤسسة يكون لحامل السند أولوية استرداد حقوقه ثم أصحاب الأسهم الممتازة فالأسهم العادية أخيرا.

3- **من حيث الضمانات:** ليس ضروريا رهن الموجودات في حالة إصدار الأسهم وبالذات العادية أما السندات فأغلبها يتطلب رهن بعض العقارات أو الضمانات.

4- **من حيث استمرارية ونمو الدخل:** الدخل المتحقق لمالك السند لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة أما ملاك الأسهم العادية فتنمو دخولهم بنمو الأرباح وحجمها المتحقق.

---

[1] ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص ص219-220.

[2] سعيد سيف النصر، مرجع سابق، ص ص118-119.

5- **من حيث الاستحقاق:** للسندات مدة زمنية ثابتة تحسب على أساس القيمة الاسمية للسند حصيلتها، أما الأسهم فلا تاريخ محدد لاستحقاقها.

6- **من حيث الحقوق:** تعتبر الأسهم حقوق ملكية تخول صاحبها حيازة عدد من حصص رأسمال الشركة بقدر الأسهم المشترات بينما السندات فهي حقوق دائنية تمثل دينا يجب الالتزام بسداده عندما يحين تاريخ الاستحقاق.[1]

المطلب الثالث: القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية

سنتناول في هذا المطلب كل من القيم المتداولة المهجنة والمشتقات المالية في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: القيم المتداولة المهجنة

أولا: تعريف الأوراق المهجنة:

الأوراق المالية الهجينة هي أوراق مالية تقترب مميزاتها سواء من الأسهم أو السندات، [2]وتعتبر مزيجا من ميزات أوراق المدينية وأوراق الملكية، فهناك السندات ذات الفائدة المتغيرة حيث تتغير فيها الفائدة خلال عمر السند إما وفقا لتواريخ محددة أو فاصل زمني معين، حسب الاتفاق المبرم بين الشركة المصدرة للسند وحامل السند.

وتعد السندات القابلة للتحويل والسندات التي ترافقها الصكوك نوعا هجينا من الأوراق المالية، حيث يستطيع حملة السندات القابلة للتحويل استبدال هذه السندات ذات الفائدة الثابتة باسهم صادرة عن نفس الشركة وفقا لسعر محدد يسمى سعر التحويل، والذي عادة ما يكون موجودا في شروط السند. علما بان سعر التحويل من سوق مالي ربوي لآخر. أما العائد المتمثل بالفائدة التي يدفعها مصدر الورقة الهجينة هي اقل من الفائدة على مثيلاتها، وذلك مقابل إعطاء الحق للمشتري بتملك بعض الأسهم وفقا لاختياره.[3]

ثانيا: أنواع الأوراق المهجنة

1- **الأسهم الممتازة:** يمكن تعريفها كما يلي:

– تعريف الأول: جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية حيث انه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية.

---

[1] ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص ص220-221.

[2] دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص5.

[3] حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ماي 2007، ص 173.

– تعريف الثاني: مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية سوقية شانه في ذلك شان السهم العادي، غير إن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة، فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

2- **شهادات الاستثمار: وتعرف** كما يلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

من خلال التعريف نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

3- **الأوراق التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.[1]

الفرع الثاني: المشتقات المالية

اكتسبت المشتقات دورا مهما ومتزايدا في السنوات الأخيرة ليس فقط كأداة لتخفيف آثار المخاطر، ولكن كذلك كمصادر للدخل، والمشتقة المالية هي أداة تعتمد قيمتها على قيمة شيء آخر.[2] وسنتناولها بالتفصيل في هذا الفرع.

أولا: تعريف المشتقات :يمكن تعريف المشتقات المالية كونها عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (عملات أجنبية، أوراق مالية) لينشا عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة في إطار ما يسمى بالهندسة المالية ويتميز الاستثمار في المشتقات المالية بالمخاطرة الشديدة نظرا لارتفاع درجة حالة عدم التأكد التي تحيط بأسعارها كونها تتعامل مع المستقبل، وعلى الرغم من ذلك فالمشتقات المالية تحقق للمستثمر مزايا الرفع المالي الذي تحققه نتيجة استخدام أسلوب الهامش الذي يحقق فرصا واسعة لجني الأرباح نتيجة لتقلب أسعار الأدوات المالية الأصلية التي تعد الأساس الذي يقوم عليه عقود المشتقات، وتعد عقود المشتقات المالية من أهم الأدوات المالية الحالية للتحوط بهدف حماية الاستثمارات في الأدوات المالية الحالية ضد المخاطر لان السمة الأساسية لأسعار الأدوات المالية في الوقت الحاضر هي

---

[1] بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص70-71.

[2] خان طارق الله، حبيب احمد، ترجمة عثمات بابكر احمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، ورقة مناسبات رقم (5)، البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 2003، ص58.

التغير مما يؤثر بالضرورة على معدلات العائد (المخاطر السوقية) التي تجعل الأداة المالية من خلال تحركات الأسعار (أسعار السلع والخدمات، أسعار الفائدة، أسعار لصرف، أسعار الأوراق المالية) المستقبلية اقل من القيمة الحالية، فنستطيع القول بأنها تستخدم كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمار ومن خلال التعريف نستطيع القول أن المشتقات المالية هي أداة مالية تتصف بخاصيتين أساسيتين هما:

1- تتغير قيمتها استجابة للتغير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى.

2- تتم تسويتها بتاريخ مستقبلي.[1]

ثانيا: أنواع المشتقات: يمكن تصنيف المشتقات إلى:

1- عقود الاختيار

- **تعريف عقد الخيار:** اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه احدهما للآخر الحق، وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين، أو أداة معينة، بسعر محدد، وخلال فترة معينة.[2] حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول أي المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، و تشمل عقود الخيارات بالإضافة إلى طرفي العقد المشتري والبائع مجموعة من العناصر الآتية:

- تاريخ العقد.
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند التنفيذ العقد.
- تاريخ التنفيذ إذا كان الخيار من النوع الأوروبي أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها عملية التنفيذ إذا كان الخيار من النوع الأمريكي.
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يستوجب على المشتري الخيار دفعها لمحرر الخيار وتتوقف عادة قيمة العلاوة على عدة عوامل مثل القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار، سعر التنفيذ تاريخ التنفيذ أسعار الفائدة.[3]

[1] دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ط1، ص ص91-92.

[2] هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص68.

[3] دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، مرجع سابق، ص94.

- **خصائص الخيارات المالية:**

1- عقود الخيارات المالية لها قيمة مثل الأوراق المالية الأخرى ممثلة في التدفقات المالية التي تتحقق في المستقبل، ولكن تعتمد قيمة الخيار لمالي على قيمة وتقلب أسعار الأصل المالي الممتد عليه الخيار وغالبا ما يكون ورقة مالية أخرى (سهم. سند. إذن خزانة)

2- لكل عقد خيار مالي قرار شراء لشراء أحد الأصول الرأسمالية بسعر ثابت لفترة محددة.[1]

- **أنواع عقود الاختيارات:**

أ- عقد خيار الشراء: سيمنح خيار الشراء الحق في شراء أصل معين بسعر محدد في خلال فترة معينة مقابل مكافئة محددة، ففي حالة شراء الخيار من قبل المشتري يعطي المشتري لبائع هذا الخيار علاوة أو ثمنا مناسبا وهذا الحق يلزم محرر الخيار بعملية البيع.

ب- عقد خيار البيع: يسمى كذلك خيار الاستدعاء وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة، يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار، وفي هذا النوع يتوقع مشتري حق الخيار أن تنخفض أسعار الأوراق المالية على عكس محرر حق الاختيار الذي يتوقع الارتفاع.[2]

ت-عقد الخيار المزدوج: أوالخيار المركب وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لمالكه الحق في أن يكون بائعاً أو أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد، بحسب ما تقتضيه مصلحته.[3]السعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.[4]

ث- عقد الخيار على أسعار الفائدة: هو عقد يعطى لحامله الحق في اقتراض مبلغ معين بسعر فائدة معين ولأجل معين في تاريخ لاحق يجرى تحديده سلفا، فالهدف من العقد هو تثبيت سعر الفائدة خلال مدة سريان العقد، وبالطبع فان لحامل هذا العقد الحق في تنفيذ العقد خلال مدة سريانه أو إلغائه، لأنه حق وليس التزاما.

ويلزم الإشارة هنا إلى أن تنفيذ عقد الخيار على أسعار الفائدة لا يقتضي تسليم القرض، إذ أن الخيار على أسعار الفائدة. ولذا فالتسليم يكون قاصرا على ناتج التسوية أي الأرباح أو الخسائر.

ويتضح مما سبق أن عقود الخيارات لا تخرج عن كونها مراهنات على أداء ورقة مالية أو حزمة من الأوراق.[5]

---

[1] فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص26.

[2] مختار حميدة، مرجع سابق، ص127.

[3] يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات، ص18 WWW.SHUBILY.COM

[4] مختار حميدة، المرجع سابق، ص127.

[5] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص91.

2- العقود المستقبلية

- **تعريف العقود المستقبلية** هي: عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، "قد يكون سلعة، أو ورقة مالية" بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل.[1] ويجب الإشارة إلى أن العقود المستقبلية تخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التامين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر.

وتقوم غرفة المقاصة بدور الضامن لكل من البائع والمشتري فهي تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته، كما تضمن للبائع وفاء المشتري بالتزاماته.

ويقوم كل طرف بدفع تامين لغرفة المقاصة يودع في حسابه، وإذا ما اتجهت الأسعار في صالح طرف ما فان فرق السعر يضاف إلى حسابه والعكس صحيح وهذا لضمان تنفيذ طرفي العقد المستقبلي لالتزاماتها. ولذا، يقال إن العقد المستقبلي يخضع للتسوية اليومية.

- **خصائص العقود المستقبلية:**

أ- إن العقود المستقبلية عقود نمطية ولذا فهي لا تختلف من عقد لآخر ولا يجري تفصيلها وفقا لرغبة الطرفين من حيث حجم العقد أو مدته أو سعره.

ب-إن العقود المستقبلية تتم في أسواق منظمة وهي البورصة.

ت-إن العقود المستقبلية تخضع لتسوية يومية حيث يتم تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.

ث-إن العقود المستقبلية توفر لأحد المتعاقدين أصلا مقابل ما يدفعه من مال.

ج- تتطلب العقود المستقبلية تقديم ضمان في شكل تامين لشركة الوساطة التابع لها العميل قبل تنفيذ العملية، وعادة لا يزيد الضمان عن 20% من قيمة العقد.

ح- الهدف من العقود المستقبلية هو المضاربة أو نقل المخاطرة أو المراهنة على صعود أو هبوط الأسعار لا الحصول على الأصل محل التعاقد.[2]

- **أنواع العقود المستقبلية**

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

ب- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية

[1] هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 69

[2] عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص92.

تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.[1]

ت-عقود مستقبلية على السلع: العقد المستقبلي على السلع هو بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.[2]

3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

من الناحية اللغوية، فان العقود الآجلة هي عقود مستقبلية، والعقود المستقبلية لا تخرج عن كونها عقود آجلة.

أما من الناحية العملية، فان هناك بعض أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة أهمها ما يلي:

أ- يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية في حين يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية.

ومن المعروف أن السوق الرسمية هي سوق منظمة تحكمها قوانين ولوائح وأعراف، في حين تخضع السوق غير الرسمية لتفضيلات الأفراد.

ب-طالما أن التعامل في العقود المستقبلية يجري في السوق الرسمية، فان العقود المستقبلية تتسم بالنمطية في بنودها خلافا للعقود الآجلة التي يتم تفصيلها وفقا لرغبات المتعاقدين.

ت-يقوم كل طرف في العقود المستقبلية بإيداع تامين ابتدائي لدى غرفة المقاصة، والتي تقوم بدورها كضامن لكل عملية تتم في البورصة أي في السوق الرسمية، في حين يتعرض المتعاملون في السوق الغير الرسمية لمخاطر عدم الوفاء في ظل غياب دور المقاصة.

وعلى الرغم من أوجه الاختلاف السابقة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية إلا أن هناك أوجه تشابه بينهما، لعل أهمها ما يلي:

أ- إن كلا منهما لا يترتب عليه تسليم وتسلم للأصول محل التعاقد.

ب-إن كلا منهما يستخدم كأداة للمضاربة أو للتحوط ضد تقلبات الأسعار.

وفي ضوء ما سبق يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها عقود آجلة يجري التعامل عليها من خلال الأسواق الرسمية أو البورصة.[3]

---

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص69.

[2] احمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 235.

[3] عصام ابو النصر، مرجع سابق، ص94-95.

4- عقود المقايضة (المبادلات):

- **تعريف عقود المقايضة:** هو اتفاق تعاقدي يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق ويتعهد بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر وذلك دون الإخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما على تلك الأصول وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة عدة عناصر رئيسية:

- طرفي العقد
- الالتزام (الأصل) المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات (المقبوضات محل المقايضة)
- العملة التي تسدد فيها المقبوضات أو تحصل فيها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها ومدة سريان العقد [1]

- **خصائص عقود المقايضة:**

عقود المبادلة هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...الخ) .ويتميز عقد المبادلة بـ:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.
- لا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يوميا كما هو الحال في عقود المستقبليات.
- لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.[2]

- **أنواع عقود المقايضة:**

إن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية[3]، وتسري عقود المقايضة على عدة أدوات من أهمها: عقود مبادلة أسعار الفائدة، عقود مبادلة العملات عقود مبادلة البضائع، حق الاختيار على عقود المبادلة، و النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال، و الشكل التالي يبين أنواع عقود المبادلة: [4]

---

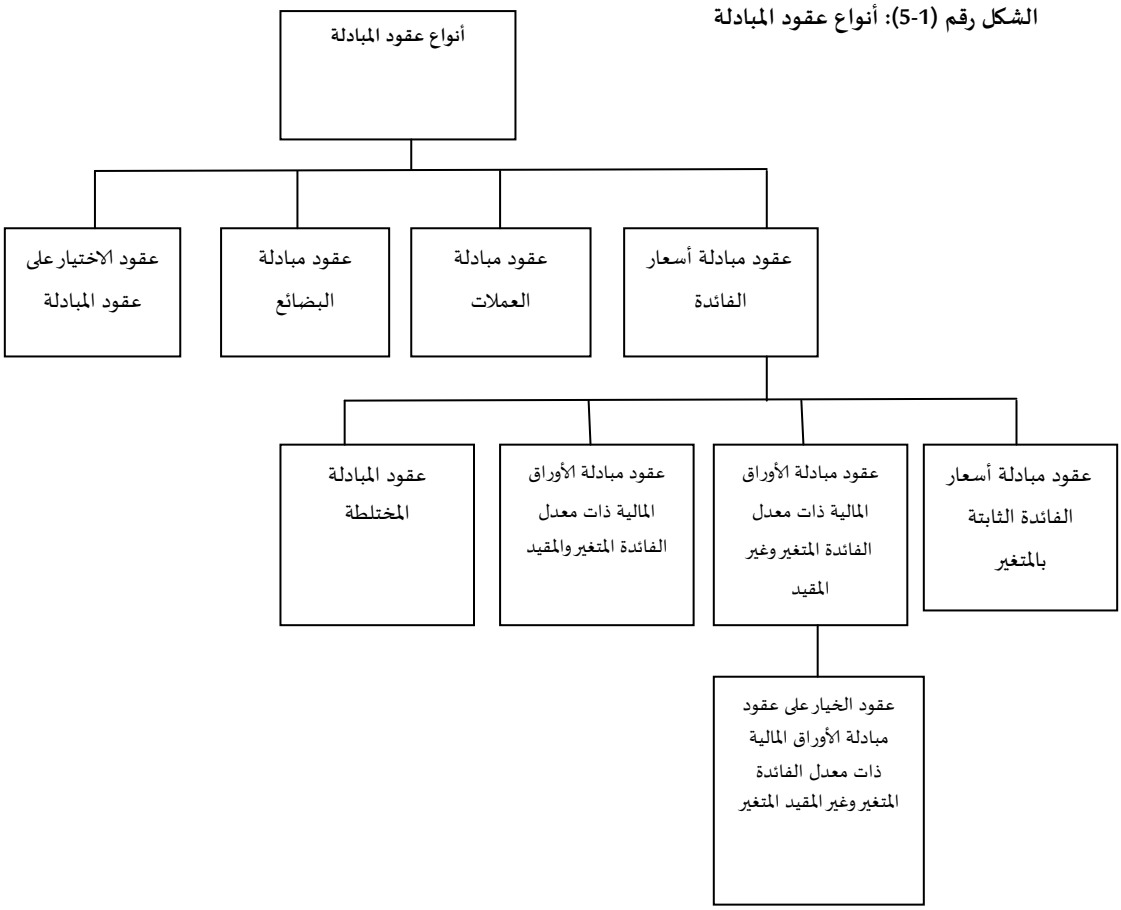
[1] دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، مرجع سابق، ص128.

[2] بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف 21/20، أكتوبر 2009، ص6

[3] عساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال (دراسة حالة سوق راس المال الفرنسي)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والاسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص161. .

[4] بباس منيرة،المرجع ابق، ص6

الشكل رقم (1-5): أنواع عقود المبادلة



المصدر: بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف 20-21، أكتوبر 2009، ص6

المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية

تقوم البورصات في مختلف الدول بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبيا، سنذكر منها الأهم فقط في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم المؤشرات

المؤشر هو قيمة رقمية تقيس التغيرات في سوق الأوراق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من أسهم المنظمة التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمة في البداية (الأساس) ثم يتم بعد ذلك مقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياسا شاملا يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ويعتمد بناء المؤشر على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب (عينة ملائمة وأسلوب محدد لتحديد وزن كل سهم داخل العينة، طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر)، وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق.

بصفة عامة مثل: مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة "DJIA" ومؤشر 500 لستاندر اندبور "SXP500" ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق لقطاع صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز للصناعة والنقل أو مؤشر SXP لصناعة الخدمات العامة.[1]

الفرع الثاني: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فان المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شانه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية. وهنالك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فانه حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فانه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي.

ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه – وفقا للمؤشر – على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقا للمؤشر اقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بان السوق سوف تأخذ منحى الصعود فانه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا اعتقد بان الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط.[2]

[1] بن أعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص64.

[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص ص 37-38.

الفرع الثالث أنواع المؤشرات وطرق تكوينه

أولا: أنواع لمؤشرات

هناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف بعضها عن بعض في طريقة حسابها، وعدد الشركات التي تضمها، إلا أن القاسم المشترك بينها جميعا، هو قيامها بجمع أسعار أعداد كبيرة من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي.

وتتغير أنواع الأسهم التي يضمها المؤشر كلما حدث تغير جوهري في حجم ونشاط شركة ما أو قطاع معين، كما حدث عند اكتشاف النفط حيث دخلت عدد من الشركات الرائدة في هذا المجال ضمن أرقام هذا المؤشر أو ذاك[1].

• **مؤشر Dow Janes :** يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستربت سنة 1884م، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1986، ثم إلى 20 سهم في 1916م، وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين . وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأي وسيط حسابي.[2]

• **مؤشر NAS DAQ:** وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة. [3]

• **مؤشر ستاند اندبور:** يشمل على أسهم 500 شركة[4] و يقيس هذا المؤشر متوسط أسهم 500شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي ومؤشر ستان اند بورز (Index 500 S&P) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء الاتصالات والماء، يحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كلاهما، ويتكون من أربعة مجموعات رئيسية كل مجموعة من 40 شركة صناعية و40 شركة خدمات وكهرباء وماء والاتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتامين، وتمثل هذه المجموعات 80% من أسهم بورصة نيويورك. [5]

---

[1] شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص242-243.

[2] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص149.

[3] دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص216.

[4] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص89

[5] دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، المرجع سابق، ص216.

• **مؤشر CAC40: الكاك 40** يتضمن أسهم أكبر 40 شركة مقيدة في بورصة باريس من حيث رأس المال السوقي.[1]

• **مؤشر FT 100:** مؤشر الفايننشال تايمز للمؤشرات الدولية من أشهر المؤشرات المالية البريطانية والذي يحتوي على 100 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من إجمالي رسملة البورصة.[2]

ثانيا: طرق تكوين المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقود جميعا على ثلاثة أسس هي: ملائمة العينة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب قيمة المؤشر.[3]

• **ملائمة العينة:** نقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين وحتى تمثل هذه العينة أساسا ملائما لحساب المؤشر، توفر الشروط التالية:

– **حجم العينة:** كلما زاد حجم العينة كلما أدى ذلك إلى زيادة مصداقية المؤشر، نظرا لتمثيله أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية.

– **اتساع العينة:** ونعني به التوازن في التمثيل، فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات من مختلف القطاعات الممثلة للاقتصاد، وإذا كان المؤشر يمثل قطاع معين، يجب أن يتضمن أهم المؤسسات الكبرى المسيطرة على ذلك القطاع.

– **مصدر العينة:** ونقصد مصدر المعلومات المتعلق بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، ويتمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.[4]

• **تحديد الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي:

– **مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting):** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشاة إلى مجمع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ولكن يؤخذ على هذا المدخل إن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشاة أو حجمها، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر داوجونز(DowJones) الذي يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

---

[1] مختار حميدة، مرجع سابق، ص108.

[2] علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص321.

[3] بن أعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص64.

[4] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006، ص447.

– **مدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting):** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

– **مدخل الأوزان حسب القيمة (Value Weighting):** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشاة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي دخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

ومن أهم الأمثلة على المؤشرات التي تتبع مدخل الأوزان حسب القيمة يأتي مؤشر500 ستاندرد اند بور أو(S&P500) (Sandard&Poor Index 500) والذي يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك منها:400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال [1]

•**إجراءات حساب قيمة المؤشر:** تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر. وفي هذا الصدد هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. وبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، وفي عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي. وبالطبع ينبغي أن يتعرف المستثمر على طريقة حساب قيمة المؤشر. فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي، يسفر عن معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسي هذا إلى جانب أن الصورة التي يظهر بها عائد مؤشر محسوب على أساس الأرقام القياسية، يختلف عن الصورة التي يظهر بها عائد مؤشر محسوب على أساس المتوسطات.[2]

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص196.

[2] منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص258.

خلاصة الفصل

من دراستنا في هذا الفصل للإطار النظري للأسواق المالي توصلنا إلى أن:

1- الأسواق المالية تؤدي دورا فعالا في تنشيط الحياة الاقتصادية من خلال أدائها لوظيفتها المتكونة من شقين أساسيين وهما تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمارات من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

2- تقسم البورصات من حيث المنتجات المتداولة فيها إلى بورصات سلعية، بورصات الخدمات، بورصات الأفكار ومن حيث المدى الزمني إلى بورصات منتجة حاضرة بورصات عقود آجلة، ومن حيث التسجيل والاعتراف الحكومي إلى بورصات رسمية بورصات غير رسمية.

3- إن التعامل في هذه الأسواق لا يجرى على الثروة ذاتها (السلع كما هو الحال في الأسواق السلعية) وإنما يجري على حقوق هذه الثروة والتي تتمثل في الأسهم والسندات ويكون هذا التعامل عن طريق السماسرة أو مندوبيهم، ولا يجوز لغيرهم عقد عمليات بيع أو شراء داخل البورصة

4- يهدف تنظيم بورصة الأوراق المالية إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة. وحماية المصلحة العامة بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة وذلك بسن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل في الأوراق المالية.

5- البورصة يسرت للمستثمر سبل التخلص من الأوراق المالية بالبيع ويستطيع أن يسدد أمواله عكس الاستثمار في المجالات الأخرى، وعمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء نميز بين عمليات آجلة وعاجلة.

6- هناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف بعضها عن بعض في طريقة حسابها، وعدد الشركات التي تضمها، إلا أن القاسم المشترك بينها جميعا، هو قيامها بجمع أسعار أعداد كبيرة من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي، وتتغير أنواع الأسهم التي يضمها المؤشر كلما حدث تغير جوهري في حجم ونشاط شركة ما أو قطاع معين.

الفصل الثاني

كفاءة الأسواق المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية كفاءة السوق المالي

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

المبحث الثالث: علاقة لسيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي

المبحث الرابع: ماهية مقومات تطور السوق المالي

خلاصة الفصل

تمهيد

يبرز الدور الهام والحيوي للأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة. بالإضافة إلى أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي تخدم أهداف التنمية في أي دوله.

وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق المال بمعدلات النمو الاقتصادي، حيث يمكنها أن تقوم بدفع عملية التنمية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بوظائفها على أتم وجه، ولذلك تم إثارة فكرة الأسواق المالية الكفؤة الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش في كافة الاقتصاديات المعاصرة.

ويتناول هذا الفصل ماهية كفاءة السوق المالي والصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي بالإضافة إلى علاقة السيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي وماهية مقومات تطور السوق المالي.

المبحث الأول: ماهية كفاءة السوق المالي

حتى يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لابد وان يكون سوق كفؤة، حيث أن مفهوم كفاءة السوق المالي تتلخص بقدرة السوق على توفير المعلومات المتاحة لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء، وانعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة. بما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

سنتعرض في هذا المبحث لمفهوم كفاءة السوق المالي وأنواعها بالإضافة إلى شروطها وخصائصها وماذا ستحقق الكفاءة والكيفية التي تتحقق بها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي

سنقوم في هذا المطلب بتعريف الكفاءة ومفهوم كفاءة السوق المالي من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: تعريف الكفاءة

تعرف الكفاءة لغة: على أنها الحالة التي يكون فيها الشيء مساوي لشيء آخر

أما اصطلاحا: فتعرف الكفاءة على أنها الطريقة المثلى لاستعمال الموارد.

أ- ويعرف (Shone) الكفاءة على أنها الكيفية المثلى استخدام الموارد لإنتاج شيء ما.

ب- كما تعرف الكفاءة على أنها الوصول إلى أفضل علاقة بين المدخلات والمخرجات.والكفاءة هي انجاز الكثير بأقل ما يمكن، أي العمل على تقليل الموارد المستخدمة سواء كانت بشرية أو مادية أو مالية، كذلك العمل على تقليل الهدر والعطل في الطاقة الإنتاجية.

ت- والكفاءة هي القدرة على تحقيق أقصى المخرجات من مدخلات محددة، أو القدرة على تحقيق الحجم نفسه باستخدام ادني قدر من المدخلات.

ث- ارتبط مفهوم الكفاءة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي بالمشكلة الاقتصادية الأساسية والمتمثلة في كيفية تخصيص الموارد المحدودة المتاحة للجميع، من أجل تلبية الحاجيات ورغبات الأفراد المتجددة والمتكررة

ج- ويعود مفهوم الكفاءة تاريخيا إلى الاقتصادي الايطالي " فلفريدو باريتو" (1848-1923) الذي طور صيغة هذا المفهوم وأصبح يعرف "بأمثلية باريتو".

وحسب باريتو فان أي تخصص ممكن للموارد فهو إما تخصيص كفء أو تخصيص غير كفء وأي تخصيص غير كفء للموارد فهو يعبر عن اللاكفاءة. والتخصيص الكفء للموارد المالية هو الذي يؤدي إلى تحسين حالة الفرد أي جعل حاله أفضل مما كان، أو جعله أكثر غنى، دون جعل فرد آخر أسوأ حالا، أو أكثر فقرا.[1]

[1] حوحو فطوم، مرجع سابق، ص ص 48-49.

الفرع الثاني: تعريف كفاءة السوق المالي

السوق الكفء يعني أن سعر أسهم أي منشأة معينة سوف يعكس أفضل وأحدث[1]المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.[2]

أي أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس واقع الأوراق من حيث قوتها وضعفها، وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح أو عائدات غير عادية، أو أن يجد بعض المستثمرين أنفسهم قد استثمروا أموالهم في أوراق مالية مسعرة بأكثر مما يجب، مما ينتج عنه الحصول على عائدات منخفضة بدرجة غير عادية.

والسوق الكفء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصصا كفئا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا.[3]وعلى هذا يمكننا القول إن السوق الكفء هي تلك السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.[4]

إن أهم المعلومات التي تحتاجها أطراف ووحدات الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

1- أسعار وعوائد أوراق الدين.

2- أسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات.

3- معلومات عن مصدري الأوراق المالية.

4- بيانات اقتصادية كلية والوضع المالي بشكل عام.

5- بيانات عن الحسابات القومية (الناتج المحلي، عرض النقود، الاستخدام والتضخم...الخ)[5]

وعلى هذا الأساس، تنعكس المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية داخل السوق الكفء ولكن ما هي هذه المعلومات؟

من التعاريف الشائعة للمعلومات ما يلي:[6]

---

[1] محمود عبد الرازق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص345.

[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص31.

[3] محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص30.

[4] حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص29.

[5] مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2014، ص50.

[6] محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص82.

الجدول رقم (2-1): أشكال الكفاءة والمعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية

شكل الكفاءة	مجموعة المعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية
ضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
شبه مرتفعة (متوسطة)	كل المعلومات العامة المتوافرة
مرتفعة	كل المعلومات العامة والخاصة

المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص82.

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة للأسواق المالية، والمتمثلة في الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وهذا ما سنتناوله في الفرعين التاليين:

الفرع الأول الكفاءة الكاملة

السوق الكفء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة، يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح فرصة لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره. فالكفاءة الكاملة في إطار هذا المفهوم، تقتضي توفر أربعة شروط أساسية، هي شروط السوق الكاملة التي تتمثل في الأتي:[1]

1- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بان تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

2- عدم وجود قيود على التعامل، [2]مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى

3- وجود عدد كبير من المستمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم – أي أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلمة بها.

4- يتصف المستثمرين بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.

قد يتحقق الشرط الأول (حيث تتوافر المعلومات للكافة سواء المنشورة أو غيرها وبتكاليف لا تذكر)، ولكن الشرط الثاني لا يتحقق حيث قد تعتبر هذه التكاليف عقبة في إبرام بعض الصفقات. أما فيما يتعلق بالشرط الثالث (حيث تدل الشواهد على أن ما بين 70% - 75% من المعاملات التي أبرمت خلال

[1] عماد صالح سلام،إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة،شركة ابوظبي للطباعة والنشر، ابوظبي، 2002، ص237.

[2] صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص138.

العشر سنوات الأخيرة في بورصة نيويورك)، لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمارات كان يترك في بعض الأحيان أثارا على سعر الورقة المالية .

أما الشرط الرابع فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة. ويعني ما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى –أما الشرط الرابع فهو واقعي وهو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط ولذلك تنتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية.[1]

الفرع الثاني: الكفاءة الاقتصادية

تتسم الكفاءة الاقتصادية بوجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية،[2] –ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت-غير انه يعتقد بسبب وجود تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها لن يكون هناك فارق كبير بين سعر السهم وقيمته الحقيقية.[3]

إن مفهوم الكفاءة الكاملة يعد مفهوما نظريا يصعب –إن لم يكن مستحيلا– توفره، خاصة فيما يتعلق بالشروط الثلاثة الأولى. فلا يبقى إلا التسليم بوجود الشرط الرابع، بوصفه المحور الأساسي لكفاءة السوق، حيث يمكن تحقيقه، ويعبر عنه بالكفاءة الاقتصادية. فمفهوم الكفاءة الاقتصادية يقضي بان المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة، وانه دائما في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعده في بلوغ ذلك الهدف.

ويشير فرنسيس Francis وساميلس وولكس Samuels &Wilkes إلى أن السوق الكفء هو الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المالية المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

ولكي يحقق سوق رأس المال هدفه المنشود، والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن يتوفر فيه سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.[4]

المطلب الثالث: شروط وخصائص كفاءة الاسواق المالية

هناك شروط أساسية يجب توافرها في الأسواق حتى تتسم بالكفاءة، وعندما تتحقق هذه الشروط يعني أن هذه الأسواق ستساعد على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة. وسيتم عرض هذه الشروط بالإضافة إلى ذكر الخصائص التي تتميز بها الأسواق الكفؤة في هذا المطلب.

الفرع الأول: شروط كفاءة الأسواق المالية

الشروط التالية لكفاءة السوق المالي وهي:

1- أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وبالتالي تحقق هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبيرا من البائعين والمشترين، وان يكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق، ويحقق هذا الشرط ما يعرف

[1] محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص27.

[2] مختار حميدة، مرجع سابق، ص98.

[3] محمد الصيرفي، المرجع سابق، ص32.

[4] عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص237.

بخاصية (العمق والاتساع)، وهي تقلل من نشوء ما يسمى بالاحتكار، وكما يمكن أن تظهر لنا خاصية أخرى داخل هذا الشرط وهي الاستجابة وهذه الخاصية تجعل كل التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية خاضعة فقط (لعوامل العرض والطلب).

2- أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه.

ومن خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر سواء كان بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة وبالوقت والسرعة المناسبة. ويوفر هذا الشرط خاصية (استمرارية الأسعار السائدة) وهي تعمل على تقليل ما يسمى (بالمضاربة) لأنها تقلل من التقلبات المفاجئة للأسعار.

3- أن تتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة. وغالبا تكون هذه المعلومات خاصة بالسعر أو حجم عمليات التبادل، ومعلومات عن

مؤشرات العرض والطلب سواء كان في الوقت الحاضر أو المستقبل، ونتيجة لذلك ظهرت لنا نشره حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

4- يشترط أن يكون المتعاملين في السوق المالي محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق.ويجب أن تكون هذه الهيئة محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة كافية وان يتوفر لهم مجموعات استشارية، وتستمد هذه الهيئة سلطتها من خلال اللوائح والقوانين التي تساعد على توفير جو من الاستقرار داخل السوق يزيد من فاعلية السوق المالي.[1]

5- توفر عنصر الشفافية وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.

6- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات.

7- أن تكون كلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.[2]

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الكفؤة

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية. من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث كل من هذه الخصائص على حدة فيما يلي:

1- **السيولة**: تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني السيولة المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر.والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة.فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصومات و/أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.

---

[1] وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص ص18-19.

[2] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص165-166.

2- **استمرارية السعر**: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة.وتعني استمرارية السعر إن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3- **عمق السوق**: تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق. والسوق العميق هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشترين (أوامر شراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية)، دخل هؤلاء البائعين والمشترين المحتملين إلى السوق فورا للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى تقليص أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين من مستثمرين ومضاربين). [1]

4- **شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الوساعة)، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، فان السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا.

5- **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن. وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فان هذا يدل على حيوية السوق في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية، يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقا، ويتم انجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا. ويعتبر وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

6- **كفاءة المعلومات (أو التسعير):** يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية.إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن السعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية او كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر. [2]

المطلب الرابع: ماذا تحقق الكفاءة والكيفية التي تتحقق بها

سنتناول في هذا المطلب إلى ماذا تحقق الكفاءة بالإضافة إلى الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة.

---

[1] زاهر عبد الرحيم عاطف، مرجع سابق، ص ص 267-268.

[2] سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص ص191-192.

الفرع الأول: ماذا تحقق الكفاءة

تخلق السوق الكفء المنافسة بين المستثمرين، فالكثير من الأفراد يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر اقل من قيمتها الحقيقية، لذلك تتم الدراسة بالنسبة لسهم معين ما حدث للسهم في الماضي فيما يتعلق بسعر السهم وتوزيعاته، حيث تتم دراسة ما يحتمل أن تكون عليه ربحية الشركة، ومديونيتها، والضرائب التي تدفعها، ونوع النشاط الذي تمارسه، والاستثمارات المخطط تنفيذها، ودرجة حساسية تلك مع التغيرات في الظروف الاقتصادية.

يتطلب الأمر معرفة الدافع، فإذا أمكنك معرفة بعض المعلومات عن شركة معينة وعن الشركات الأخرى داخل المنطقة فانه يمكنك الاستفادة من هذه المعلومات في اتخاذ قرارات بالاستثمار في أسهم الشركة، إذا كان لديك معلومات طيبة عن هذه الشركة، أو بيع تلك الأسهم إذا كانت المعلومات المتوافرة لديك سيئة، ومن المنطقي انه يترتب على تجميع وتحليل المعلومات المتوافرة أن الأسهم المسعرة بسعر اقل من حقيقتها ستقل تدريجيا بسبب المنافسة بين المستثمرين مما يؤدي إلى اتجاه السوق نحو الكفاءة، هذا يعني أن جودة المعلومات التي يتم جمعها وحداثتها وتحليلها تؤدي إلى اتجاه السوق نحو التوازن .

في حين تعتبر السوق غير كفء عندما تنحرف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية له وتخفض الكفاءة كلما زاد الانحراف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم.[1]

مما يتضح أن السوق الكفء يوفر للشركة عندما تبيع أسهمها أن تحصل على السعر العادل حيث يعكس هذا السعر المعلومات عن الشركة –ولكن هل يعني حدوث تقلب في سعر السهم بين يوم وآخر أن السوق غير كفء؟ في حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق–فالمستثمرين يواجهون بالمزيد من المعلومات من يوم لآخر –مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى هذه المعلومات المتدفقة. وفي حقيقة الأمر فغياب التحركات السعرية في ظل هذا العالم المتغير هو في حد ذاته دليل على عدم الكفاءة.[2]

الفرع الثاني: الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة

وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل فيما يلي:

1- يفترض وجود سوق لرأس لمال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين والعلاقة طردية بمعنى انه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

2- في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما

[1] مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص49.

[2] عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم –سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، مرجع سابق، ص187.

يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

3- فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول الى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

4- وحتى نقول إن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فانه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شانها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

خلاصة القول انه لا يكون السوق كفأ إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.[1]

المبحث الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي

تتمثل صيغ كفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي: فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة، فرضية الصيغة القوية، ولفهم هذه الصيغ أكثر سنقوم بعرض مستويات واختبارات كفاءة السوق المالية ثم نبين العلاقة بين أشكال الكفاءة ومشكلاتها.

المطلب الأول: مستويات كفاءة السوق المالية

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا، فقد قام عالما التمويل المشهوران هاري روبرت ويوجين بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات، حيث يحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة وهذه المستويات هي:[2]

الفرع الأول: السوق الكفء بدرجة ضعيف

وفي هذا المستوى يعكس سعر السهم جميع المعلومات التاريخية الماضية عن الشركة مثل أحجام التداول السابقة والعوائد والبيانات المالية السابقة وبالتالي فانه لا يمكن لأي مستثمر أن يستخدم المعلومات التاريخية للتنبؤ بسعر السهم المستقبلي.[3] وذلك لأن الأسعار في الأسواق المالية ذات الكفاءة تتبع نظرية السير العشوائي في سلوكها أي أنها لا تتبع نمطا معينا لذلك لا يمكن التنبؤ بها اعتمادا على المعلومات

---

[1] مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث عدد 2009،07/2010، ص185.

[2] حسني علي خريوش،عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ احمد جودة ، مرجع سابق ، ص157.

[3] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص85.

التاريخية أي الماضية.[1] وفي هذا المستوى فان فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية تكون إما عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة) أو عن طريق تحليل البيانات المنشورة بكفاءة أكثر من غيرهم.[2]

الفرع الثاني: السوق الكفء بدرجة نصف قوي

وفي هذا المستوى يعكس سعر الورقة المالية جميع المعلومات التاريخية والحالية عن الشركة، [3] وتكون المعلومات المهمة عن الشركة وتوقعات سير عملها وأرباحها ونموها وأسعار أسهمها ومصادر موادها الخام وأسواقها...الخ منشورة ومتاحة للجميع في وقت واحد ومن السهل الحصول عليها بسرعة وبدون تكلفة تذكر، [4] وفي هذا المستوى يصعب تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة،لان هذه البيانات والمعلومات معكوسة في أسعار الأوراق المالية وكذلك في هذا المستوى فان فرص المستثمرين في تحقيق أرباح استثنائية تكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة).[5]

الفرع الثالث: السوق الكفء بدرجة قوي

وفي هذا المستوى يعكس سعر الورقة المالية جميع المعلومات التاريخية والحالية وأي معلومة خاصة من داخل الشركة وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أو أي طرف من داخل الشركة[6]، تحقيق أرباح استثنائية بناء على المعلومات الخاصة.[7]

وهنا تكون المعلومات الداخلية التي غالبا ما تعتبر سرية عن مشاريع الشركة أو سياساتها أو رغباتها في توزيع أرباح أو في التوسع أو في إغلاق أحد فروعها أو إلغاء أحد نشاطاتها...الخ تكون هذه المعلومات متاحة للمتعاملين وبحيث لا يستطيع أحد أن يحقق أرباحا غير عادية عن طريق معرفته بها وهذا أمر نظري لان إتاحة هذه المعلومات للمستثمرين والبائعين يجعلها معلومات غير داخلية وغير سرية وتكون وكأنها معلومات منشورة وعدم إتاحتها لهم يجعل المرء يتساءل كيف ستجيب الأسعار لمعلومات لا تزال سرية ولم تنشر بعد؟ وفي الحقيقة فان هذا المستوى من الصعب جدا أن يتوفر في الحياة العملية لذلك فان المستوى الشائع أكثر من غيره هو مستوى الكفاءة الضعيف يليه والى درجة معقولة المستوى شبه القوي في البورصات العريقة في الدول المتقدمة.[8]

---

[1] زياد رمضان، مرجع سابق، ص129.

[2] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص164.

[3] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص85.

[4] زياد رمضان، مرجع سابق، ص19.

[5] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص165.

[6] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص85.

[7] قاسم نايف علوان، المرجع سابق، ص165.

[8] زياد رمضان، مرجع سابق، ص129.

الجدول رقم(2-2): أشكال كفاءة الأسواق المالية مع أمثلة [1]

	أشكال (صيغ) كفاءة السوق المالية		
	الشكل (الصيغة)الضعيفة	الشكل (الصيغة) المتوسطة	الشكل (الصيغة)القوية
المعلومات تعكس الأسعار	المعلومات معروفة ومنشورة في الماضي	كل المعلومات منشورة	المعلومات لم تنشر بعد
أمثلة عن المعلومات	نشرت المعلومات في سنوات سابقة	-تغيرات في أسعار الفائدة -نشر الحسابات والدخول	-الاطلاع على الأداء -تحليل المختصين
معلومات حول الأرباح		معلومات خاصة	معلومات عن الحاضر والمستقبل

المصدر: حوحو فطوم سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية (دراسة حالة السوق المالي السعودي)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة،2015/2014، ص64.

المطلب الثاني: اختبارات كفاءة السوق المالية

يمكن تقسيم نظريات الكفاءة للأسواق المالية إلى ثلاثة مستويات كل مستوى يرتبط بنظام معين من المعلومات وكما يلي:

1- فرضية المستوى الضعيف (معلومات تاريخية)

2- فرضية المستوى شبه القوي (معلومات تاريخية + عامة حالية)

3- فرضية المستوى القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة)[2]

الفرع الأول: اختبارات الكفاءة على المستوى الضعيف

تركز اختبارات الكفاءة في هذا المستوى على فحص إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية من خلال القوائم المالية التاريخية للشركة ومعلومات التداول السابقة، وبعبارة أخرى فإن الاختبارات تتضمن فحص إذا ما كانت حركة الأسهم عشوائية أم لا.

ومن أهم هذه الاختبارات اختبار الدورة واختبار المرشح وطريقة المتوسط المتحرك فإذا أثبتت هذه الاختبارات إمكانية استخدام إستراتيجيات استثمارية مبنية على معلومات سابقة لتحقيق أرباح غير عادية يكون السوق غير كفء على المستوى الضعيف، أما إذا أشارت هذه الاختبارات إلى عشوائية حركة سعر السهم وعدم القدرة على التنبؤ به وفشل الاستراتيجيات الاستثمارية في تحقيق أرباح غير عادية فإن السوق يعتبر كفئا على المستوى الضعيف.[3]

---

[1] حوحو فطوم، مرجع سابق، ص64.

[2] دريد كامل آل شبيب الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص208.

[3] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص86.

ونقصد بذلك أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق يفترض أن تعكس المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم بالكامل، ومعنى ذلك بأنه لا يمكن التنبؤ بتغير سعر السهم وتحقيق العائد بناء على ذلك اعتمادا على المعلومات التاريخية المتاحة عن سعره في الماضي من خلال تتبع أسعار الأوراق المالية تاريخيا، أي لا توجد علاقة بين الأسعار السابقة والأسعار المستقبلية لهذه الأوراق وبمعنى آخر أن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ في الأسعار وان الأسعار تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح عالية بالاعتماد على المعلومات التاريخية أي انه غير قادر على تحقيق الربح من دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر بالحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

1- حصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.

2- تحليل البيانات المالية العامة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وتحقيق أرباح أكثر من غيرهم أي جهل وكسل بعض المستثمرين مقارنة بغيرهم.[1]

الفرع الثاني: اختبارات الكفاءة على المستوى متوسط القوة

تركز الاختبارات في هذا المستوى على دراسة وجود عوائد تراكمية غير عادية حول الإعلان عن حدث معين مثل توزيعات الأرباح وهذا ما يسمى بدراسة (Window Event Study) فإذا أثبت وجود مثل هذه الأرباح فان السوق يعتبر غير كفء على المستوى متوسط القوة لأنه لم يعكس المعلومات الجديدة الواردة بشكل فوري، وبالتالي استطاع أن يستخدم بعض المستثمرين هذه المعلومات في تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.[2]

ويفترض هذا المستوى لقياس كفاءة السوق بان أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الأسواق في الماضي بل تعكس أيضا البيانات والمعلومات الحالية العامة المنشورة والمتاحة لجمهور المستثمرين سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع التي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة والقوائم المالية (الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات المالية والقيمة المضافة).

إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات العامة الجديدة الواردة إلى السوق المالي وهذا معناه أن السعر في السوق المالي يعكس جميع المعلومات العامة المتوفرة عن الشركة بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة، بحيث يستطيع المستثمر أو المحلل التنبؤ بتقييم سعر الأوراق المالية في السوق مستقبلا بقيمة أكبر من قيمتها الحقيقية أو أصغر من قيمتها الحقيقية وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فان ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق بالمستوى شبه القوي.

---

[1] دريد كامل آل شبيب الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص210.

[2] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص86.

إن مستوى الكفاءة شبه القوي إذا ما تحقق فان المستثمر لا يستطيع تحقيق أي عوائد غير اعتيادية نتيجة لقيامه بالتحليل الأساسي والفني للمعلومات ولكنه يحصل على العائد غير الاعتيادي بعد حصوله على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة بالشركة في إطار ظاهرة احتكار المعلومات.[1]

الفرع الثالث: اختبارات الكفاءة على المستوى القوي

تركز الاختبارات في هذا المستوى على مجموعة معينة من المستثمرين هم المستثمرون المطلعون فإذا تداول هؤلاء بناءا على معلومات داخلية خاصة غير معلن عنها من داخل الشركة وحققوا عوائد غير عادية وغير مبررة بالمخاطر التي يتضمنها الاستثمار فان السوق يعتبر غير كفء على المستوى القوي. ويعرف المطلع على انه أي مسئول أو موظف أو عضو مجلس إدارة في الشركة أو أي، شخص آخر له علاقة أو صلة بأي منهم أو بالشركة يكون مطلعا على معلومات جوهرية لم يتم الإعلان عنها لعامة المستثمرين، وتمنع الأسواق المالية في جميع أنحاء العالم هذا النوع من المستثمرين من التداول إلا بشروط معينة ودرجة معينة من الإفصاح.[2]

حيث في المستوى القوي تكون الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة كتوسيع الاستثمار في الشركة أو الوصول إلى عقود مبيعات ذات أرباح عالمية أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة امتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، أن هذا يعني أن هذا السوق المالي يوفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة.

ونقصد بالمعلومات الخاصة هي قرارات إدارية في الشركة لها تأثير على واقعها الحالي والمستقبلي وتتاح هذه المعلومات عادة للعاملين في الشركة والذين لديهم أسهم فيها.

إن فرضية مستوى الكفاءة القوي تعني إن جميع المعلومات في السوق تكون عامة ولا يوجد احتكار هذه المعلومات من قبل فئة معينة يمكن في حالة استخدامها أن تحقق أرباحا غير عادية، أي أن هذا السوق لا يفسح المجال إلى نشوء ظاهرة المبادلات الداخلية والتي تعني حصول موظفي الشركات على بعض المعلومات الداخلية عن الشركة والتصرف على أساسها من قبل مالكي الأوراق المالية داخل أو خارج الشركة مما يفسح المجال لاقتناص فرصة لتحقيق أرباح غير عادية.

إن هذا المستوى من الكفاءة في السوق المالي لن يتيح لأي مستثمر مهما امتلك من الخبرة والمهارة القائمة في عملية التحليل والاستنباط والاستقراء في الحصول على إيرادات غير عادية وحتى من كبار العاملين في الشركة.

إن ذلك يعني أن القيمة السوقية للأرباح غير العادية تساوي صفر لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماما لقيمتها الحقيقية وهذا سيؤدي إلى تحييد دور المحللين الماليين، مع الإشارة إلى عدم وجود مثالية

---

[1] دريد كامل آل شبيب الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص ص210-211.

[2] ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق، ص ص86-87.

كاملة في الأسواق المالية ويبقى هامش يفسح المجال إلى تحقيق أرباح لبعض المستثمرين أكثر من مستثمرين آخرين.[1]

المطلب الثالث: العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي ومشكلاتها

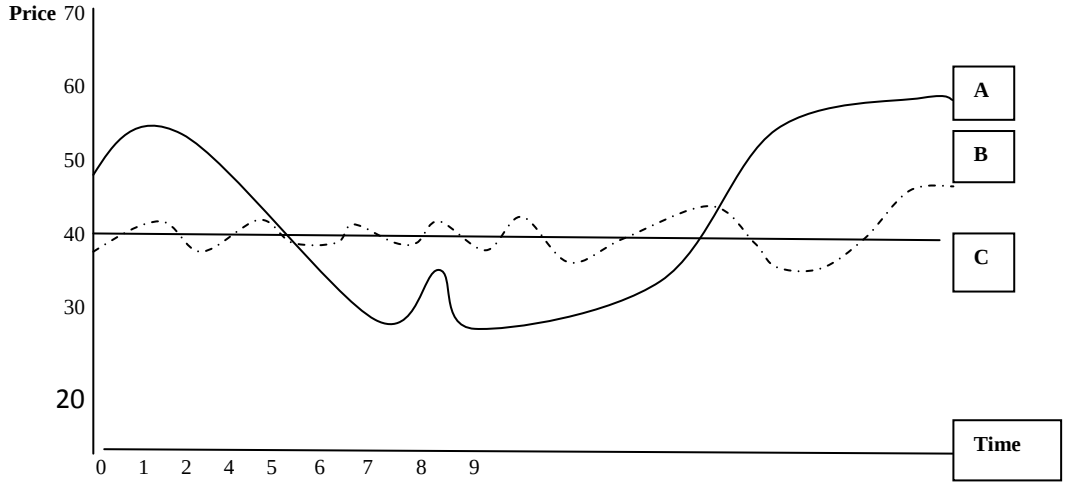
سيتم في هذا المطلب التطرق إلى العلاقة بين أشكال الكفاءة ومشكلات كفاءة السوق المالي.

الفرع الأول: العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالية

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محللي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق المالي. ويشتد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل القوي وشبه القوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال السابقة الذكر.

فقد وضع Sharp & Alexander عام 1990 هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول. أي من المجموعة الأضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضيقة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات والخاصة بالشكل القوي وهذا يعني تداخل هذه المجاميع من المعلومات بكل شكل من إشكال الكفاءة وكما موضح في الشكل رقم (3-1):

شكل رقم 2–1): العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي



المصدر: ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010ص، ص48-50.

ويتضح من الشكل (4-2) أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة شبه القوية، والمعلومات الكفاءة القوية. وعليه فإذا كان السوق كفوء بشكل شبه قوي، فلابد أن يكون كفوء بالشكل الضعيف أولا، وكذلك لكي يكون كفوء بالشكل القوي لابد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه القوية. ففي ظل السوق بالكفاءة الضعيفة وكما يمثلها المنحنى A يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة Fair Value

[1] دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق ، ص211-212.

(القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية). أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم c.[1]

الفرع الثاني: مشكلات كفاءة السوق المالي

ويظهر ذلك من خلال:

1- المعلومات اللامتسقة أو غير متماثلة:

ونقصد بذلك عندما تكون المعلومات المطلوبة حول القيمة الحقيقية للأصول المالية غير متيسرة في السوق بسهولة وبدون تكلفة تذكر، وكذا إذا كانت بعض المعلومات المهمة والمرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية موزعة بشكل لا متسق (غير متماثل)، مما ينعكس في عدم تجانس التوقعات للبائعين والمستثمرين للأصول، وهي حالة تؤدي إلى اختلاف تقديرات المخاطرة والعائد. والتباين في نوعية وكمية المعلومات بصورة تنعكس في قرارات البائعين أو المستثمرين.

لذلك يقود اللاتماثل (سواء في نوع أو كم المعلومات) إلى سوق غير كفؤ في الأمد القصير، وهو ما يمكن تقليل أثره في الأمد الطويل، وعموما فان وجهة نظر مِؤيدي اللاتماثل المعلوماتي في السوق لا ترفض فرضية السوق الكفء في شكلها الضعيف وشبه القوي، مع الإشارة إلى أنه في حالة اللاتماثل القوية فان الآثار الناجمة تكون وخيمة على السوق وقد تؤدي إلى الانهيار.

2- تكلفة المعلومات:

لا توجد في الواقع بورصة تعمل بكفاءة تامة أو بلا اتساق معلوماتي تام، ولكن السائد هو وجود عناصر مشتركة من الكفاءة واللاتماثل فمثلا تثبت بعض الدراسات، بأن هناك مظاهر لا تنسجم وفرضية السوق الكفء إذ يحصل بعض المستثمرين على عوائد استثنائية في التعامل بأسهم الشركات الصغيرة أو من خلال شراء أسهم من نوع خاص.

كما أن بعض الأسواق تؤدي شذوذا عن الكفاءة، مثل تحقيق عائد غير اعتيادي للأسهم أيام الجمعة وعائد متدني بصورة غير اعتيادية في أيام الاثنين (أثار عطلة نهاية الأسبوع) كذلك تتقلب أسعار بعض الأسهم بشكل غير اعتيادي في الأمد القصير، لأن بعض المتعاملين يشتري هذه الأسهم على أساس ما حققته سابقا وليست على أساس قيمتها الحقيقية (الحالية) وهو ما يدفع بالسعر للارتفاع مؤقتا ثم البيع بالسعر السابق ويدعى ذلك بظاهرة الارتداد والتي لا تتناسب مع الكفاءة وذلك في واقع تعاملات الأسواق.

وتقسم الأسواق إلى جزئين:

- الجزء مرتفع الكفاءة: والذي يتميز بمعلوماتية حسنة للمستثمرين والمؤسسات المالية.
- الجزء الأقل كفاءة: الناتج عن انعدام المعلوماتية الحسنة للمستثمرين (صغار المستثمرين) حيث تكون ظاهرة اللاإتساق المعلوماتي موجودة فضلا عن كون المعلومات شائعة وضعيفة المحتوى وقد يكون

[1] ارشد فؤاد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص48-50.

استخدام الوسطاء الماليون وخاصة مؤسسات الوساطة المالية نتيجة حتمية لانعدام الكفاءة حيث يمكن لهذه المؤسسات زيادة درجة كفاءة السوق التي تنعكس بشكل رئيسي في:

- كفاءة التسعير: وتدعى بالكفاءة الخارجية، وتعني انعكاس المعلومات الجديدة في الأسعار مباشرة ودون تأخير وتكلفة إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعد مباراة عادلة.
- كفاءة التشغيل: وتدعى بالكفاءة الداخلية وتعني إمكانية تحقيق التوازن بين المشترين والبائعين، دون تكبد كل منهما تكلفة عالية للتوسط (السمسرة) أو حتى تحقيق مزايا استثنائية لصناع السوق (التجار والمتخصصون).[1]

المطلب الرابع: علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق

إن الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف مؤشرات أداء البورصة بالإضافة إلى مؤشر البورصة هذا الأخير يتم بناءه بشكل يسمح له بعكس تطور أسعار الأوراق المالية المدرجة فيه. والمعلومات بأشكالها المختلفة هي العنصر الحاسم في سوق الأوراق المالية وهي بمثابة البناء التحتي للسوق وتحليل المعلومات في البورصة ينقسم إلى اتجاهين التحليل الأساسي والتحليل الفني وتُتخذ قرارات البيع أو الشراء انطلاقًا مما يتيحه من نتائج.

الفرع الأول: علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالي

- **يتضمن التحليل الأساسي** Fundamental Analysis دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وينطلق التحليل الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعاً أو انخفاضاً ويؤدي تحديد القيمة الحقيقية إلى توفير فرص ربح كبيرة للمستثمر خاصة إذا اختلفت هذه القيمة عن القيمة السوقية التي يجري بها التداول في البورصة. ويعتمد التحليل الأساسي على الأخذ بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصون يعرفون بالمحللين الأساسيين، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد اتجاهات قرارات المستثمرين.

ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.[2]

[1] بن أعمر حاسين، مرجع سابق، ص108.

[2] سامي مباركي، مرجع سابق،http://iefpedia.com/arab،2016/11/22

- **علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالية:**

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، وانه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات التاريخية ودراستها.

كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، وتحقيق عوائد غير عادية.

فعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من قيمتها السوقية، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء الورقة لأنها مسعرة بأقل مما يجب، ويتوقع ارتفاع قيمتها السوقية مستقبلا. أما إذا كان السعر السوقي للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، فيجب عدم شراء الورقة أو التخلص منها بالبيع، لأنها مسعرة بأكبر مما يجب ويتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل.[1]

الفرع الثاني: علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالي

أولا: تعريف التحليل الفني (التقني) Technical Analysis فيهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...). فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. وكمقارنة بسيطة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟

ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع. فالمتعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي ترتكز على التحليل الأساسي مثلاً) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون. ويدفع عدم اليقين إلى ظاهرة التتابع، فالسلوك الذي ينجم عن حالة عدم اليقين يطرح تساؤل عند المتعامل كأن يقول مثلاً: ما دام الآخرون تصرفوا بهذه الطريقة، فذلك لتوفرهم على معلومات لم أطلع عليها بعد، وتتجلى آلية التتابع والتسرع بصورة واضحة في مفهوم "سلوك القطعان"

وينصح المستثمر المالي بأن يأخذ بنتائج التحليلين الأساسي والفني في اتخاذ قراراته الاستثمارية، فالمعروف أن التحليل الفني يختصر عامل الزمن من خلال ما توفره البورصات من منحنيات وأشكال بيانية بسرعة فائقة، لكن هذا لا يعني دوماً صحة ما يتم التوصل إليه من خلال التحليل الفني فربط نتائج هذا

[1] حوحو فطوم، مرجع سابق، ص71-72.

التحليل بما هو متوفر من بيانات ومعلومات حول التحليل الأساسي يقلص من الأخطاء المحتملة بشكل كبير.[1]

ثانيا: علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالية:

لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث تعد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي مؤشرا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل فحركة أسعار الأوراق المالية تكرر نفسها، ويقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية:

- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.
- تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى التغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا او عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.
- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبيا، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت إلى آخر.

إن افتراض عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شانها إحداث تغير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبيا.

ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات الجديدة قبل غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجيا تبعا لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق. مما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتا طويلا نسبيا.[2]

المبحث الثالث: علاقة السيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي

سنقوم في هذا المبحث بالتطرق إلى علاقة السيولة والمعلومة بالكفاءة في السوق المالي وميكانيزم عمل السوق المالي الكفء في التحوط من الأزمات.

المطلب الأول: علاقة السيولة بالكفاءة في السوق المالي

تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وفي نفس الوقت تمثل سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية ويمكن تحليل ذلك من خلال الاتي:

---

[1] سامي مباركي، مرجع سابق http://iefpedia.com/arab،2016/11/22

[2] حوحو فطوم، مرجع سابق، ص ص69-70.

الفرع الأول: مفهوم السيولة

يقصد بالسيولة سهولة تسويق الأصل المالي أي إمكانية شراءه أو بيعه بسرعة وبسعر قريب جدا من السعر الذي أبرمت به آخر صفة على ذلك الأصل على فرض عدم ورود معلومات جديدة. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، من المتوقع أن يزداد الإقبال على شراء الأصل المالي وبسعر مرتفع كلما ارتفعت درجة سيولته، في حين انه من المتوقع أن لا يقبل المتعاملون على شراء أصل منخفض السيولة إلا عند سعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد يعوضهم عن التكاليف التي يتحملونها عند محاولة التخلص منه في الوقت الذي يرغبونه.[1]

ولا ترتبط خاصية السيولة بالأصل المالي فقط بل أيضا بالكمية التي يرغب الفرد في تصريفها أو شراءها. ذلك أن الكمية الصغيرة من أصل معين تتمتع بدرجة سيولة أعلى إذا قورنت بكمية كبيرة من ذات الأصل، ومن ناحية أخرى ثمة علاقة طردية بين درجة سيولة الأصل المالي ودرجة اتساع سوقه، ومرد ذلك أنه كلما اتسعت السوق انخفضت تكاليف التعامل ومن شأن ذلك أن يزيد من الطلب على الأصل المالي.[2]

وإذا كانت سيولة الأصل المالي لها أهميتها بالنسبة للمستثمر، أيضا لها أهميتها بالنسبة للجهة المصدرة، إذ أن بيع الورقة المالية –بسبب تميزها بخاصية السيولة المرتفعة –بسعر مرتع له تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة أما عن التأثير المباشر فطالما أن القيمة السوقية للمنشأة تمثل عدد الأسهم المصدرة مضروبا في القيمة السوقية للسهم –على فرض اعتماد المنشأة الكامل على حقوق الملكية في التمويل –يعني في حد ذاته ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة. وعن التأثير غير المباشر، فان بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة لسيولتها، يعني زيادة حصيلة الإصدار مما يحمل في طياته انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع القيمة السوقية للمنشأة بالتبعية.[3]

الفرع الثاني: علاقة السيولة بالكفاءة في السوق المالي

تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد. وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية ويمكن تحليل ذلك من خلال الآتي:

عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية فانه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعا، وبكلفة منخفضة مع وجود نسبة محدودة من المخاطر وذلك بفعل ما تملكه هذه السوق من إمكانية واسعة لعرض المعلومات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية، وعن أوضاع الشركات المساهمة وعلى المتعاملين جميعهم مع هذه السوق .فضلا عن أن الأرباح الغير اعتيادية تنعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية، ومن ثم لا يستطيع القلة من المتعاملين التأثير في قوى السوق، وأن ذلك يعمل على زيادة حجم التداول في الأوراق المالية التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، ويعكس ذلك في حالة وجود كلفة مرتفعة للمتعاملين في السوق

---

[1] عاطف وليم أندرسون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص ص13-14.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الاوراق المالية، مرجع سابق، ص ص63-64.

[3] عاطف وليم أندرسون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، المرجع سابق، ص ص13-14.

التي تنطوي على وجود مخاطر كبيرة مع عدم المعرفة التامة بمتغيرات السوق بسبب قلة المعلومات الخاصة بها وسينعكس ذلك بصعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول وانخفاض درجة السيولة التي يوفرها السوق في الاقتصاد.[1]

وقد برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام أساليب عدة أهمها:

1- ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار باعتبار أن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شان ذلك أن يؤدي – مع بقاء العوامل الأخرى على حالها _إلى تخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع وتعميق السوق ومن ثم مستوى السيولة به، ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكلفة المعاملات إلى توافر أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق.

2- استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في الأسواق، بشكل أسهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي انعكس بالإيجاب على كفاءة وسيولة السوق.

3- السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية-المنظمة وغير المنظمة -في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات الكترونية متطورة من شانها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة، وتقوم السوق الموحدة على أربع ركائز هي:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة.
- مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات.
- تسجيل الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في حساب مركزي
- تحقيق منافسة حرة مفتوحة بين كافة صناع السوق بحيث لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين، حيث سمح للأفراد والمؤسسات طالما توافر لديهم حد أدنى من رأس المال واستوفوا الشروط والمتطلبات التي تقررها القوانين والقرارات المنظمة أن يمارسوا مهمة صانع السوق لأي ورقة مالية. ويسهم هذا الإجراء في سرعة توصيل المعلومات بما يسهم في تحقيق كفاءة السوق، كما يؤدي إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على سيولة السوق.[2]

المطلب الثاني: العلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق المالي

تمثل المعلومات دور مهم وأساسي في أي سوق مالي فالأوراق المالية تمثل السلعة في الأسواق المالية ويستخدم المتعاملون المعلومات فقط لتحديد جودة هذه السلعة وتحديد عروض الأسعار التي تتداول بناء عليها تلك الأوراق، وتتميز الأسواق المتطورة بتعدد مصادر المعلومات التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة، وسنحاول معرفته هذه العلاقة في هذا المطلب.

---

[1] إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصاد المجلد 7 العدد 23، جامعة تكريت، 2011، ص120.

[2] عاطف وليم أندرسون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص69-70.

m } h } P Z X o h Û N 3 X f

¼ ¬ Š f Z Ý Û Z } 7 Û H & # s f P X f 2 Û u m m } h P Ý m } h Y 3 R

1. . 2 } n ú f X A f Š @ ,] Š \ (2 n 7 3 X f } (q 3 + / { Š ! } # Ü ^ 3 Û Ý j n

السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين و لذلك فهم دائما يبحثون عن توقعات أفضل، ويقومون بإجراء التحليلات، وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق و زيادة كفاءته، وبالتالي فان سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية (حتى من المصادر الخاصة) و تحويلها إلى معلومات هامة(عن طريق التداول) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي و هكذا فان التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة سوق رأس المال.[1]

المطلب الثالث: عوائق كفاءة السوق المالي والتحوط من الأزمات

سنتطرق في هذا المطلب إلى العوائق التي تواجه كفاءة السوق المالي وميكانيزم عمل السوق المالي الكفء في التحوط من الأزمات

الفرع الأول: العوائق التي تواجه كفاءة السوق المالي

هناك عوائق عدة تقف في سبيل تطبيق نموذج السوق المالي الكفؤة من بينها نذكر:

1- **تأثير سعة الإنتاج: إن** بعض المنشآت الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد عالية نسبيا مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية والذي قد يمتد إلى كامل السوق المالية، وحيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقسيم هذه المنشآت عالية فيكون من الصعب إعداد قياسات ملائمة لمخاطر أدوات المنشآت المذكورة.

2- **تأثير التضليل الإعلامي**: ويظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية مما يتسبب في انهيار ثقتهم وثقة المؤسسات الاستثمارية بالشركات المعنية وثم بالسوق المالية ككل.

3- **تأثير حساسية السعر:** إن حساسية المستثمرين اتجاه الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغيير أو المرونات، تكشف عن مدى ايجابية ردود الأفعال.

4- **تأثير ضعف التقدير:** إن المعدلات الكاملة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى وبالتالي تشهد الأسواق تقلبات أسعار الأدوات المالية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.

5- **تأثير القيم المتوسطة:** إن العوائد المحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة، وبالتالي فان اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا.

6- **تأثير فترات زمنية معينة:** إن هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر كانون الثاني"ديسمبر" في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يتأتى من أن المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية العام وقبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم.

[1] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص ص89-92.

ومع بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم، فترتفع أسعارها علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستمر في حالة المنشآت الصغيرة.[1]

الفرع الثاني: ميكانيزم عمل السوق المالي الكفء في التحوط من الأزمات

إن الانهيار المفاجئ لأسواق المال، يحدث نتيجة انفجار فقاعة سعرية (فقاعة مضاربة). وهي عبارة عن بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية بسبب المضاربة والبحث عن الربح دون وود مبررات لارتفاع تلك الأسعار وتحقيق عوائد من ورائها تعكس مستوى المخاطر المحيطة بها.

هنا يظهر أن السوق المالي غريب فلا التحليل الأساسي يحكم استقرار أو انخفاض أو ارتفاع السعر السوقي ولا حتى التحليل الفني يستطيع تبرير ما هو حاصل في السوق، فعند حدوث الفقاعة كان الكل يشتري رغم الإشارات السلبية التي كان يرسلها التحليل الأساسي، العكس تماما يحصل عند انخفاض السوق فنجد الكل يبيع على الرغم من وجود أساسيات تدعم ارتفاعه.

من هنا يجب العودة إلى مدخل كفاءة السوق المالي لأنه الوحيد القادر على خلق سعر سوقي متوازن مع القيمة الحقيقية للورقة المالية. وانطلاقا من هذه القيمة الحقيقية للورقة المالية يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها، وفي هذا الصدد يلعب السوق المالي دورين أساسيين هما:[2]

أحدهما مباشر: والمتمثل في توفير مناخ استثماري للمهتمين وقيامهم بشراء أسهم المؤسسة، قصد انتظار عوائد مستقبلية دلالة على أن القرار واعد وأن الأداء جيد بناءا على الأخبار السوقية، مما يدفع بالمؤسسة إلى المزيد من إصدار أوراق مالية بل وبيعها بسعر مناسب يعمل على زيادة حصيلة الإصدار (التمويل غير المباشر) وانخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتعبئة.

أما الدور الثاني فهو غير مباشر: مفاده إقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق التي تصدرها المؤسسة لذا تعتبر الكفاءة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال الإصدار .هذا وإن سمات السوق الكفء تعكس سرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المتداولة.[3]

فمن خلال هذين الدورين تتمكن الموارد المالية من التوجه إلى الاستثمارات الأكثر كفاءة (كفاءة التخصيص في الاقتصاد العيني) وبأسعار تعكس القيم الحقيقية لهذه الاستثمارات، وبالتالي تبعد السوق المالي عن حدوث أزمات. [4]

---

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص109-110.

[2] حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص ص 9-10.

[3] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص141.

[4] حشايشي سليمة، المرجع سابق، ص ص 9-10.

المبحث الرابع: ماهية مقومات تطور السوق المالي

يتطلب سوق المال توافر عدد من المقومات الأساسية لكي يصبح سوقا فعالا قادرا على تحقيق الأهداف التي يقام من أجلها هذه المقومات يمكن حصرها في الآتي:

المطلب الأول: متطلبات تطوير الأسواق المالية

إن السوق الكفؤ هي التي تحقق تخصيصا كفأ للموارد المتاحة بما يتضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. [1] ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. [2]

الفرع الأول: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المعاملين في السوق بسرعة-دون فاصل زمني كبير –بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا انه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.[3]

إذا كان تحقيق أرباحا غير عادية امرأ صعبا في هذا السوق، إلا انه أيضا أمر غير مستحيل. فقد يمنى مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة، نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة. غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.كذلك قد يستطيع عدد محدود من الإفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية. غير أن هذا يحدث لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة. فالسوق الكفء لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب آخرين، لماذا؟ لأن أي وسيلة للكسب المميز-في أي مجال-من مجالات الحياة-تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.[4]

الفرع الثاني: كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي

---

[1] حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، السنة الثالثة، الكويت، مارس 2004، ص10.

[2] عاطف وليم أندرسون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص59.

[3] عبد الغفار حنفي، بورصة الاوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)، مرجع سابق، ص ص179-180.

[4] عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم-سندات-صناديق الاستثمار)، مرجع سابق، ص 154.

صناع السوق فرصة لتحقيق عوائد مرتفعة كما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل .فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة .[1]

ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن الطلب على الأوراق المالية لأي منشأة يتوقف على طبيعة المعلومات المتحصل عليها والمتعلقة بالمنشأة المعنية، فإذا كانت هذه المعلومات مشجعة على الاستثمار في أسهم هذه المنشأة، فإننا سوف نسجل زيادة الطلب على هذه الأسهم مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعارها .في المقابل سنلاحظ تراجع الطلب على أسهم المنشآت التي تكون وضعيتها غير مشجعة على الاستثمار في أوراقها المالية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها. وبهذا المعنى سيتم تحقيق الكفاءة في تخصيص الموارد، من خلال توجيه الموارد المالية إلى المجالات) المنشآت (الأكثر ربحية، وبتحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال سيتم تحقيق كفاءة الاقتصاد الوطني [2]

وفي محاولة لتحسين كفاءة التشغيل في أسواق رأس المال الأمريكية، صدر تشريع في أول شهر مايو من عام 1975 أطلق عليه يوم مايو May Day سمح بمقتضاه للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة أي أكثر من بورصة، مما خلق تنافسا قويا بين صناع السوق ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق للورقة المالية المعنية. كذلك صدرت سلسلة من التشريعات بشأن عمولة السمسرة انتهت إلى جعلها محلا للتفاوض بين العميل والسمسار، هذا إلى جانب المنافسة القوية بين صناع السوق والتي خلقها وجود السوق الثالث والسوق الرابع وتجار الطلبيات الكبيرة إلى جانب السوق الثاني، يضاف إلى ذلك القرارات التي يمكن أن تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلال الواضح بين الطلب والعرض.[3]

المطلب الثاني: مقومات وأهمية السوق المالية الكفء

سنتطرق في هذا المطلب إلى مقومات تطور الأسواق المالية وأهمية كفاءة السوق المالية

الفرع الأول: مقومات تطور الأسواق المالية

هناك ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفء حسب رأي (Reuilly1985)، هي:

أ- دقة وسرعة وصول المعلومات.

ب- كفاءة التشغيل والتسعير.

ح- السيولة.

ويضيف (Bemstien،1987) سمة رابعة وهي عدالة السوق

[1] عبد الغفار حنفي،أساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (أسهم –سندات-وثائق الاستثمار-الخيارات)،مرجع سابق، ص ص191-192.

[2] لطرش سميرة، مرجع سابق، ص ص86-87.

[3] منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص502-503.

. 4 „ ˆ ´ j O n P Š f Z Ý Û Z } 7 • - m } h d } P ? Ý O 3 7 [| . p : û m } h d } P ? Ý O 3 7 [| . ÷
— Š ‰ 8 t 5 ý Ø O H | ÷ f ô X a 0 f 8 7 ù } Ý q z ^ U . ! } @ • [- Ø } Ý A @ , ô X _
† . @ ô [Ø X Š a f (² . û . ¼ 2 | / Z } 8 f ô] X Š _ \ # Ú ñ n ÷ |
ô X | a j f Š T < ô f X @ : \ Z } 8 f ô X _ h H / m 8 m ÷ A P 8 j Š f T | < ô f . X _
Š h + / f

ويجدر الإشارة إلى أن السوق ذات العمق تتطلب العلم التام للمتعاملين بظروف وأسعار العرض والطلب بشكل فوري والتعامل بهذه الأسعار فعليا. كما تستلزم وجود سماسرة أكفاء يقومون بتنفيذ أوامر البيع والشراء للمتعاملين وفقا للأسعار المحددة مقدما لسهم بواسطة المتعاملين أصحاب الأوراق المالية وذلك فور تحقق هذه الأسعار في السوق.

وبطبيعة الحال فان تجزئة الأسواق وصعوبة الاتصال بين المتعاملين مع بعضهم البعض بسرعة ودون تكلفة باهظة وصعوبة تنفيذ الأوامر في الوقت المناسب كلها عوامل تحول دون وصف السوق بالعمق [1]

ثانيا: اتساع السوق: توصف السوق بالاتساع إذا توفرت فيها أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة أو غير محدودة، وكلما زاد حجم السوق كلما زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطاير إليهم المعلومات عن التغيرات في أسعار العرض والطلب لتوها كلما كان ذلك دليلا على اتساع السوق وانتفاء محدوديته.

وعلى الرغم من صعوبة الفصل بين عمق السوق وسعته في الحياة العملية لارتباطهما الوثيق، إلا أنهما ليسا شيئا واحدا وليست لهما دلالة أو مفهوم واحد.

ورغبة من في إبراز وجه الاختلاف بين سعة السوق وعمقه فسوف نعرض من خلال الجدول (3-3) التالي أربع صور محتملة أو ممكنة لأسعار الطلب في سوق، أفضل سعر لطلب شراء فيها هو 50 جم لوحدة الورقة المالية.

جدول رقم(2-3): بيان توضيحي لسعة السوق وعمقه

أعلى سعر طلب شراء متاح	1 سوق ضيقة وضحلة	2 سوق ضيقة ولكنها ذات عمق	3 سوق واسعة ولكنها ضحلة	4 سوق واسعة وذات عمق
	وحدة	وحدة	وحدة	وحدة
50جم	100	100	500	500
49جم	200	200	500	500
48جم	_	300	_	700
47جم	_	300	_	900
46جم	_	300	_	1500

المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية،مكتبة المعهد، القاهرة، ط1،، 1996،ص63

[1] حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، لم يتم ذكره،2012، ص158.

بإمعان النظر في الجدول السابق نلاحظ الآتي:

1- بوسع المستثمر أن يبيع مائة وحدة بأعلى سعر طلب شراء وهو50جم في أي من الأسواق الأربعة.

2- إذا رغب المستثمر في بيع 300وحدة وفي أي من السوقين الضيقين 1، 2 أي 200وحدة إضافية فضلا عن المائة السابقة فان ذلك يقتضي أن يبع هذه الوحدات بسعر 49جم للوحدة.

3- وعلى النقيض من ذلك فان بوسع المستثمر أن يبيع ما يصل إلى 500وحدة بسعر طلبات الشراء 50جم لوحدة في أي من السوقين غير المحدودين 3، 4.

4- في السوقين الضحلين 1، 3 فلن يتوفر ثمة طلبات شراء بسعر أدنى من 49جم للوحدة.

5- بينما في الأسواق ذات العمق سوف تكون هناك أوامر تدنو فيها الأسعار المصاحبة لطلبات الشراء إلى 46جم.

6- في الأسواق الأربعة فان الأوامر ذات الأحجام الكبيرة يمكن تنفيذها بأسعار أدنى دائما. ومع هذا فان العلاقة بين حجم البيع والسعر الذي يمكن به تنفيذ الأمر تختلف من سوق لآخر.

7- السوق ذات العمق والسعة أو غير المحدودة (سوق 4) هو أفضل الأسواق، إذ بوسع المستثمر أن يبيع 500وحدة بسعر طلب شراء50جم للوحدة وكذا 3600وحدة إضافية بأسعار منخفضة تصل إلى 46جم للوحدة.

8- السوق رقم (1) والذي يتصف بكونه ضيقا وضحلا هو أسوأ الأسواق.

9- السوق رقم (2) والذي يتصف بكونه ضيقا إلا انه ذو عمق فانه يستوعب 1200وحدة من المبيعات، ولكن شريطة أن تكون الوحدات الأخيرة وهي 300وحدة بسعر 46جم للوحدة.

10- بمقارنة السوق رقم 2 بالسوق رقم3 أي بمقارنة السوق التي توصف بكونها ضيقة ولكن ذات عمق بسوق واسعة ولكنها ضحلة يبين أن بوسع المستثمر أن يبيع 1200 وحدة بسرعة وسهولة في السوق الأولى (2) بينما يصبح في إمكانه أن يبيع فقط 1000وحدة في السوق رقم (3) ولكن بمتوسط سعر أفضل من السوق رقم (2).

فإذا تساءلنا أي السوقين أفضل؟ أسواق ضيقة ولكنها ذات عمق أفضل أم أسواق واسعة ولكنها ضحلة. والإجابة على ذلك أن الأمر يتوقف على حجم أوامر البيع التي يتم تنفيذها.

- **ونخلص مما تقدم**

أ- أن أفضل الأسواق على الإطلاق الواسعة ذات العمق.

ب-وأن أسوأ الأسواق هي الأسواق الضيقة الضحلة.

ج- وأن عمق السوق وسعته ليسا شيئا واحدا.

د- أنه لا وجه للمقارنة بين سوق واسعة وان كانت ضحلة وسوق ضيقة وان كانت ذا عمق. [1]

[1] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص63-64.

ثالثا: مرونة السوق: يعتبر السوق مرنا فيما لو تدفقت الأوامر على السوق استجابة لتغيرات الأسعار الناتجة عن اختلال عابر وغير دائم لأوامر البيع والشراء. ووجوب علم المستثمرين بتغيرات الأسعار شرط مسبق لتحقق مرونة السوق وكذلك فان انتشار المعلومات بين المستثمرين على وجه السرعة يعد أمرا بالغ الأهمية للحفاظ على مرونة السوق.

وإذا كنا قد تناولنا أوجه الاختلاف بين سوق وأخرى باستخدام المنهج الوصفي في تناول مقاييس أداء السوق، فان ثمة أمور أخرى تتساوى فيها هذه المقاييس، فتصبح السوق أكثر سعة أو أكثر عمقا أو أكثر مرونة كلما كان لدى المستثمرين المقدرة على التعرف على الأسعار والتجاوب معها والتعامل عليها وفقا لما تقتضيه مصلحتهم، وكلما زادت سرعة الاتصالات كلما كانت السوق أكثر تكاملا.

وأعلى مراتب الأسواق عند علماء التمويل والاستثمار هي السوق الكاملة، وقد يكون من المناسب أن نتصدى هنا لمفهوم السوق لكاملة عند الاقتصاديين ومفهوم السوق الكاملة عند علماء الاستثمار والتمويل.[1]

الفرع الثاني: مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها. ونظرًا لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:[2]

[1] نفس الرجع، ص 64.

[2] سامي مباركي، مرجع سابق،http://iefpedia.com/arab

أولا: مؤشرات حجم السوق: ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية هما:

- نسبة رأس مال السوق
- عدد الشركات المدرجة بالسوق

1- **نسبة رأس مال السوق: تمثل** نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ومن الناحية الاقتصادية، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر. ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها.

بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلية للدلالة على درجة تنمية السوق، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا. ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأس مال السوق ولكنها غير نشطة.

وثمة بلدان تتميز بارتفاع نسبة رأس مالها كجنوب إفريقيا، وهونج كونج، وماليزيا، واليابان، إذ تجاوزت تلك النسبة كمتوسط سنوي 100% خلال الفترة من 1986 -1993 وكانت 154%، 136%، 128%، 108% على التوالي. في حين انخفضت تلك النسبة في بعض الدول كالأرجنتين ونيجيريا وكولومبيا وتركيا، إذ بلغت 6 %، 4 %، 7%، 8 % على التوالي.[1]

2- **عدد الشركات المدرجة:** يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق. غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذ لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق. إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا. ولا يفيد استخدام ذلك المؤشر في حالة الاختلافات الهامشية في عدد الشركات المدرجة بأسواق الأوراق المالية في عدد من البلدان، بيد انه قد يكون مفيدا في حالة القيم المتطرفة. فمثلا ليس مهما أن يكون المتوسط السنوي لعدد الشركات المدرجة في استراليا هو 1184 شركة خلال الفترة 1985-1993 بينما يكون متوسط العدد في كندا 1118 شركة خلال نفس الفترة، فالفروق الهامشية في عدد الشركات في كلتا الدولتين لا يمكن استخدامها في تفسير أيهما أكثر تطورا في مجال أسواق الأوراق المالية. بينما يمثل إدراج اقل من 70 شركة في أسواق الأوراق المالية في فنلندا وزيمبابوي خلال نفس الفترة دليلا على محدودية أسواق الأوراق المالية في هاتين الدولتين. ومن ناحية أخرى تعكس حقيقة تزايد عدد الشركات في بعض الدول كإندونيسيا وتركيا والبرتغال بنسبة 20% سنويا خلال الفترة 1986 -1993 النمو السريع لتلك الأسواق.[2]

---

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص210-211.

[2] عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص95-96.

ثانيا: مؤشرات السيولة: وثمة مؤشران يستخدمان على نطاق واسع لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما:

- نسبة حجم التداول أو التعاملات
- ومعدل الدوران

1- **نسبة حجم التداول:** تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.

وتتمتع بعض الدول مثل اليابان وهونج كونج وماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية بنسب تداول مرتفعة، إذ بلغت في المتوسط خلال الفترة 1986-1993 نحو 62%، 59%، 46 %، 41 % على التوالي. الأمر الذي يعكس ارتفاع مستويات السيولة في أسواق تلك الدول. بينما بلغ المتوسط السنوي لتلك النسبة خلال نفس الفترة في بعض البلدان الأخرى مثل باكستان وزيمبابوي وكولومبيا ونيجيريا نحو 1%، الأمر الذي يعكس تدني مستويات السيولة في أسواق تلك الدول.

وتكمل نسبة التداول نسبة رأس مال السوق، إذ أن نسبة رأس مال السوق قد تكون مرتفعة في حين أن حركة التعاملات فيه ضعيفة، فمثلا دولة كجنوب إفريقيا تميزت بارتفاع نسبة رأس مال السوق خلال الفترة 1988-1993 إذ بلغت 154% بينما بلغت نسبة التداول 8%، وينطبق نفس الأمر على شيلي إذ بلغت نسبة رأس مال السوق ونسبة التداول نحو 52%، 4%، على التوالي.[1]

2- **معدل الدوران:** يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق. ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة. فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران. فالهند مثلا تتميز سوق الأوراق المالية بها بانخفاض نسبة رأس المال السوقي بينما يرتفع معدل الدوران بها، إذ بلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1986-1993 نحو 16%، 0,50 على التوالي، وعلى العكس من الهند تتميز جنوب إفريقيا بارتفاع نسبة رأس المال السوقي بينما ينخفض بها معدل الدوران إلى 0,05.

ومن ناحية أخرى يكمل معدل الدوران نسبة التداول، فعلى حين توضح نسبة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فان معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق. فالسوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض بها نسبة التداول بينما يرتفع بها معدل الدوران، فمثلا البرازيل تتميز بانخفاض نسبة التداول وارتفاع معدل الدوران، إذ يبلغ المتوسط السنوي لهذين المؤشرين خلال الفترة 1986-1993 نحو 5%، 0,48.[2]

---

[1] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص214-215.

[2] عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص97.

ثالثا: مؤشرات تمركز السوق: تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.[1] ويشير مؤشر درجة التمركز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمركز في السوق. وتعد درجة التمركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتقاس درجة تمركز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق. وتتميز أسواق أمريكا واليابان بانخفاض درجة التمركز، حيث تمثل حصة أكبر عشر شركات في كل منهما خلال الفترة من 1986-1993 نحو 20% من رأس مال السوق. وترتفع تلك النسبة في بعض الدول كالأرجنتين وكولومبيا خلال نفس الفترة إلى ما يجاوز 60% أي ما يعادل ثلاثة أمثال درجة التمركز في كل من الولايات المتحدة واليابان. [2]

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص115.

[2] عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص215-216

خلاصة الفصل

من خلال دراستنا في هذا الفصل لكفاءة الأسواق المالية ومقومات تطورها توصلنا إلى أن:

1- ليقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لابد وان يكون سوق كفؤة حيث أن مفهوم كفاءة السوق المالي تتلخص بقدرة السوق على توفير المعلومات المتاحة لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء، وانعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة، بما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

2- مستويات كفاءة الأسواق المالية ثلاثة كل مستوى يرتبط بنظام معين من المعلومات وهي فرضية المستوى الضعيف (معلومات تاريخية)، فرضية المستوى شبه القوي (معلومات تاريخية + عامة حالية)، فرضية المستوى القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة).

3- تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق وبشكل محدد، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية .أما المعلومات تعتبر عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دورا بارزا، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة،وتتسم الأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية العالية بتوفر عدد هائل من هذه المصادر.

4- تعتبر الأسواق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد إذ أن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين، ومن شأن الأسواق المالية المنظمة زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي، وكلما دلت المؤشرات على تحسن الوضع الاقتصادي كلما انعكس ذلك نشاطا في أسواق الأسهم.

الفصل الثالث

انعكاس العولمة على الأسواق المالية وعلى التنمية الاقتصادية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية العولمة المالية

المبحث الثاني: عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها

المبحث الثالث: ماهية التنمية الاقتصادية

المبحث الرابع: انعكاس العولمة على التنمية والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية

خلاصة الفصل

تمهيد

تقتضي التنمية الاقتصادية توفير الموارد المالية اللازمة، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مُكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

والتطورات العالمية المعاصرة التي بدأت تجتاح العالم مؤخرا على مختلف الأصعدة الاقتصادية، الثقافية، الاجتماعية، السياسية، أدت إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال إطلاق قوى السوق وتحرير المبادلات التجارية وحركة رأس المال والمعلومات التقنية والقوى العاملة وتدويلها وإزالة أو تخفيض القيود التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالأسواق الوطنية وانفتاحها على المنافسة الدولية. تحت ما يسمى بالعولمة، وأصبحت بذلك الأسواق المالية بعد تحريرها تكتسب اهتماما كبيرا عند العديد من العلماء والباحثين ورجال الأعمال والسياسة وتحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد، فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من الدول النامية، كما تم دعم وتطوير الأسواق القائمة لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى ماهية العولمة المالية وعولمة الأسواق المالية وانعكاساتها وأيضا سنتطرق إلى ماهية التنمية الاقتصادية وانعكاس العولمة عليها والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية .

المبحث الأول: ماهية العولمة المالية

إن العولمة ليست وليدة اليوم، بل هي عملية تاريخية قديمة لم تكن لتأخذ ملامحها المميزة دون وجود مؤسسات ذات طابع عالمي وتمتاز بقدرة من الفاعلية والمشروعية مثل منظمة التجارة العالمية وكذا الشركات المتعددة الجنسيات. وتدفع كل الشعوب والدول نحو المزيد من الارتباط والاعتماد المتبادل، مما يجعل الكوكب الذي نعيش عليه ينكمش، ويصبح كقرية صغيرة.

وسنحاول في هذا المبحث التعرف على مفهوم العولمة وأهدافها مع أدواتها ثم ننتقل إلى تقديم مفهوم العولمة المالية ثم نتطرق في الأخير على أسس وعوامل تطور العولمة المالية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة

العولمة، ليس لها تعريف جامع مانع فهو مصطلح غامض في أذهان كثير من الناس ويرجع سبب ذلك إلى أن العولمة ليست مصطلحا لغويا قاموسيا جامدا يسهل تفسيرها بشرح المدلولات اللغوية المتصلة بها بل هي مفهوم شامل يذهب عميقا في جميع الاتجاهات لتوصيف حركة التغيير المتواصلة. ومن الضروري طرح كل التعريفات التي أعطيت للعولمة، وسنحاول سردها في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف العولمة وخصائصها

العولمة لها آثار ايجابية متعددة على البلدان الناشئة فهي تفتح أسواق التصدير لسلعها وخدماتها وبالتالي تحفز الإنتاج الوطني وكذلك أسواق رأس المال.[1] وسنقوم في هذا الفرع بتعريف العولمة وذكر خصائصها التي تتميز بها.

أولا تعريف العولمة

العولمة ليست ظاهرة جديدة، [2] وكثيرة هي التعريفات التي سبقت حول مفهوم مصطلح العولمة[3]، بعضها موجز نسبيا وأخرى غامضة أو مبهمة.[4]

قال أحد الأساتذة:" قد لا نكون مجازفين إذا ما اعتبرنا أن مفهوم العولمة ما زال مفهوما هشا حتى في الحقل الاقتصادي الذي تشكل في إطاره"[5] على الرغم من اتفاقنا مع صاحب القول فان ذلك لا يمنعنا من تحديد مفهوم العولمة.[6]

سنقوم بسرد مجموعة من التعريفات فيما يلي:

– التعريف في بعدها السياسي: هي سقوط السلطوية، والنزوح نحو الديمقراطية والتعددية السياسية واحترام حقوق الإنسان.[1]

---

[1] Michel henry bouchet, ceram sophia Antipolis, la globalisation, Pearson edition, France, 2005, p300.

[2] Jean marc siroen, économie, groupe eyrolles, paris, 2008, p183.

[3] محمد توفيق عبد المجيد، العولمة والتكتلات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 67.

[4] بول كير كبرايد، تعريب رياض الابرش، العولمة: الضغوط الخارجية، مكتبة العبيكان، الرياض، 2003، ص28.

[5] عبد القادر تومي، الأسس الفلسفية للعولمة الاقتصادية، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص10.

[6] عبد القادر تومي، العولمة من الاقتصاد إلى الايديولوجيا، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص19.

– وفي البعد الثقافي: هو البعد الذي يشير إلى بروز الثقافة كسلعة عالمية يتم تسويقها كأي سلعة تجارية أخرى، ومن ثم بروز وعي وإدراك ومفاهيم وقناعات ورموز ووسائط ووسائل ثقافية عالمية الطابع.[2]

– أما في بعدها الاجتماعي: يمكن الإشارة إلى بروز حركات اجتماعية جديدة، كحركات حقوق الإنسان والمرأة والبيئة، والتي تزايد دورها وامتد ليتجاوز الحدود السياسية للدول، باستخدام الوسائل التكنولوجية، ومن خلال التفاعل في المؤتمرات الدولية.

– أما العولمة الاتصالية أو التكنولوجية: فتشير إلى التقدم الهائل في وسائل الاتصال عبر شبكة الانترنت والأقمار الصناعية.[3]

– والتعريف ذو البعد الاقتصادي: فيرى بان العولمة هي مجال يشمل المال والتسويق والمبادلات والاتصال.[4]

– وتعرف العولمة الاقتصادية، حسب مفهوم صندوق النقد الدولي العولمة بأنها " التعاون الاقتصادي المتنامي لمجموع دول العالم والذي يحتمه ازدياد حجم التعامل في السلع والخدمات وتنوعها عبر الحدود بالإضافة إلى تدفق رؤوس الأموال الدولية والانتشار المتسارع للتقنية في أرجاء العالم كله. [5]

ومنه يمكننا استخلاص مفهوم للعولمة، أنها تحيط بكل المجالات وليس المجال الاقتصادي فقط فهي تسعى إلى إلغاء كل الحدود من كل الجوانب لجعل العالم كقرية متصلة وموحدة دون قيود تعيق هذا التوحيد من خلال تطوير الوسائل التي تساهم في تقريب العالم من بعضه البعض سواء كان تطوير وسائل الاتصال أو تسويق منتجات أو خدمات أو ا وتسهيل حركة الأفراد ورؤوس الأموال بمعنى إلغاء كل الحواجز بين الدول.

ثانيا خصائص العولمة

لعل التأمل في المحتوى الفكري بل والتاريخي للعولمة يكشف النقاب عن عدد من الخصائص الرئيسية التي تميز العولمة عن غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:[6]

1- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل[7]

2- تشير العولمة إلى زيادة كثافة التفاعلات والعلاقات فيما بين الدول على المستوى العالمي.

3- تهدف العولمة إلى القضاء على العامل الجغرافي.

---

[1] عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2004/2003، غير منشورة، ص93

[2] عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف (نظرة شمولية)، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية (واقع وتحديات)، يومي 15/14ديسمبر 2004، جامعة شلف، ص2

[3] عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص93

[4] مقدم عبيرات، عبد المجيد قدي، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، عدد 01، 2002، ورقلة، ص37.

[5] عاطف السيد، العولمة في ميزان الفكر (دراسة تحليلية)، فلمنج للطباعة، الإسكندرية، 2002، ص8.

[6] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص22.

[7] Jacques fontanel, globalization économique et sécurité internaionale, office des publications universitairs, france, 2005, p5

4- تعني العولمة القضاء على مفهوم الإقليمية «Dèterritorialisation»

5- العولمة هي عملية تهدف إلى التوحيد الكوني «Universalisation»

6- تعني العولمة الاتجاه نحو الليبرالية أي تحرير الأنشطة من كافة القيود على مستوى العالم «Liberalisation».

مما سبق يمكن تعريف العولمة بأنها عملية إرادية تعمل على إعادة نسج العلاقات الدولية وفق النسق العالمي من خلال القوى المهيمنة على العالم, وهذا نتيجة التقدم الكبير الذي عرفته الثورة التكنولوجية والاتصال والمواصلات, وكذا زيادة كثافة التفاعلات الدولية ودرجة الاعتماد المتبادل, والاعتقاد بأن العالم كل متكامل غير قابل للتجزئة, وبالتالي ينبغي أن توحد فيه الأنماط السياسية والاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمعيشية لكل مناطق العالم, وهذا تحقيقا لمصالح تلك القوى المهيمنة من خلال منظومة متكاملة بآلياتها وأساليبها المختلفة والمتنوعة لتحقيق تلك الهيمنة. [1]

الفرع الثاني: أنواع العولمة

بخصوص أشكال العولمة فلم تعد تقتصر على مجال دون آخر، بل أصبحت تشمل جميع جوانب الحياة المختلفة وأهم أشكالها ما يلي:

1- **العولمة الاقتصادية:** الجانب الاقتصادي هو المجال المركزي والمحوري في موضوع العولمة. لان الرأسمالية هي اقتصاد أولا، ولان العولمة اليوم هي بالدرجة الأولى علاقات وصراعات اقتصادية.[2]

ويمكن القول إن العولمة مجموعة ظواهر اقتصادية تتضمن تحرير الأسواق وخوصصة الأصول، انسحاب الدولة من أداء بعض وظائفها، ونشر التكنولوجيا وكذا الاستثمار الأجنبي المباشر، والتكامل بين الأسواق الاقتصادية، فهي تشير إلى الانتشار الواسع المدى في كل أنحاء العالم للمبيعات، الإنتاج وعمليات التصنيع.

فالعولمة الاقتصادية تمضي بقوة إلى الأمام، حيث شهد العقدان الأخيران من القرن الماضي عملية إدماج دولي لأسواق السلع والخدمات ورؤوس الأموال لم يسبق لها مثيل. فالتغير الجوهري الذي تمارسه لا يتوقف في الأوضاع الاقتصادية الدولية ووسائلها، بل يصل إلى تحرير التجارة وأسواق رأس المال، الشيء الذي يتلاءم تماما مع الزيادات الهائلة في إنتاج الشركات التي تتبع تنفيذ برامج ضخمة وعالية التكاليف في مجال البحث والتطور. وساعد التطور الهائل في تكنولوجيا الاتصال والمعلومات نجاح التجارة الدولية في السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال في التغلب على الحواجز والعوائق بسرعة فائقة.

ومنه مفهوم العولمة الاقتصادية يتمثل من كونها النتاج الواقعي لتطور الرأسمالية الغربية في مرحلتها الأخيرة التي تتحكم فيها قوى دولية وبخاصة الولايات المتحدة الأمريكية، هذه القوى تقود تيارا عالميا

[1] جمال عمورة، دراسة تحليلية وتقييمية لاتفاقيات الشراكة العربية الاورو-متوسطية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 29.

[2] كامل علاوي الفتلاوي، عاطف لافي مرزوق، العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص41.

يستهدف سيادة اقتصاديات السوق وتحرير المعاملات الاقتصادية الدولية من كافة القيود المباشرة وغير المباشرة.[1]

2- **العولمة السياسية والعسكرية**: لا شك في أن النظام الدولي تغير منذ بداية التسعينيات، إذ بدأ في خضم التحولات الدولية بأحداث سياسية تؤرخ للقرن الواحد والعشرين من انهيار الاتحاد السوفياتي وسقوط جدار برلين الفصل بين الشرق والغرب فتفتت الكتلة الاشتراكية، ثم كانت حرب الخليج الثانية وما نتج عنها من تغيرات استراتيجية ليس في المنطقة العربية فقط بل في العالم كله، وجاءت الحرب في البوسنة والهرسك لتكشف عن الوجه القبيح في طبيعة الإنسان، إنسان الحضارة المادية، وتبع كل ذلك بأحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001 وما ترتب عنها من تداعيات خطيرة على جميع الأصعدة، وقيام تحالف دولي عسكري بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية لتحتل أفغانستان ولتضع قواتها في قلب آسيا المليئة بمصادر الطاقة، وفي 2003 قامت الولايات المتحدة باحتلال بلد عربي مؤسس للأمم المتحدة وعضو في كثير من المنظمات الدولية والعالمية، وقد تم ذلك بدعم عسكري دولي وبتأييد من بعض البلدان العربية، بدعوى امتلاك العراق لأسلحة محظورة دوليا، تبين للمجتمع الدولي الآن أنها كذبة القوى العظمى وقبل كل تلك الأحداث كانت أزمة المديونية سببا في تقليص سلطة وفاعلية كثير من الدول في مختلف القارات. وهكذا وقعت كل تلك الأحداث لتزيد أزمات البلدان المتخلفة وتعقد من حلولها، والاقتصاد والمجتمع العالمي يعاني من الآثار السلبية للعولمة الاقتصادية، وما يبرز على الواقع السياسي الدولي في وقتنا الحاضر هو أن القوة العسكرية والضغوط السياسية هي الضامن لاستمرار القوة الاقتصادية للبلدان الرأسمالية ولحرية التجارة الدولية وفقا لمصالح هذه القوى، التي جعلت من المنظمة العالمية للتجارة الأداة الرئيسية لتحقيق سياساتها.[2]

3- **العولمة التكنولوجية والإدارية:** تعد التكنولوجيا (التقنية) من أبرز عوامل العولمة لأنها تؤثر على وسائل الإنتاج وعلى تدفق الموارد والمعلومات، وتؤثر التكنولوجيا على العولمة في ثلاثة جوانب رئيسية:

إيجاد طرق وأساليب إنتاج حديثة وشاملة لتلبية طلب عدد كبير من المستهلكين داخل الدولة وخارجها.

تحسين طرق النقل والمواصلات لنقل كميات كبيرة من الموارد لمسافات طويلة بطرق أرخص وأسرع.

تحسين وسائل النقل ومعالجة المعلومات للتحكم في الموارد في أماكن مختلفة من العالم.

4- **العولمة الثقافية:** لقد ساعد على انتشار العولمة الثقافية عوامل عديدة نذكر منها على سبيل المثال: ثورة المعلومات والاتصالات، انتشار التكنولوجيا الحديثة التي ساهمت بشكل كبير في تدفق المعلومات وحرية انتقالها بين كافة أنحاء العالم.[3]

---

[1] جاب الله عبد الفضيل بخيت، عبد الله بن سليمان ، دول العالم الإسلامي والعولمة الاقتصادية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة ام القرى، مكة المكرمة، مارس 2003، ص12.

[2] رابح حمدي باشا، أزمة التنمية والتخطيط في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2007/2006، ص106.

[3] عمورة جمال، مرجع سابق. ص ص32-33.

المطلب الثاني: أهداف العولمة وأدواتها

لقد اعتمدت الدول الرأسمالية على خلق وتسخير مجموعة من الأدوات المساعدة على نشر وتجسيد وتكريس السياسات التي تنجم عن ظاهرة العولمة وفرضها وأحياننا بالقوة لتحقق بها أهدافها، وفي هذا المطلب سنتعرض إلى أهداف العولمة وأدواتها.

الفرع الأول: أهداف العولمة

تنقسم أهداف العولمة الاقتصادية إلى قسمين رئيسيين هما:

أهداف معلنة وأهداف خفية وتتميز الأهداف المعلنة بأنها جذابة، مما جعل بعض مفكري الدول النامية يؤيدها ويتحمس لها. ومن تلك الأهداف المعلنة ما يلي:

1- تقريب الاتجاهات العالمية نحو تحرير أسواق التجارة ورأس المال، وفتح الأسواق أمام حركة السلع والخدمات، وتبادلها دون حواجز أو حدود بين الدول.

2- زيادة الإنتاج، وتهيئة فرص النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والعالمي.

3- زيادة حجم التجارة العالمية، مما يؤدي الانتعاش الاقتصادي العالمي.

4- زيادة رأس المال في العالم بالاستعمال الأفضل للعمال ذوي الإنتاج المرتفع.

5- حل المشكلات الإنسانية المشتركة التي لا يمكن أن تحلها الدول بمفردها، مثل انتشار أسلحة الدمار الشامل، وانتشار المخدرات، وقضايا البيئة، وانتقال الأيدي العاملة من دولة أو منطقة إلى أخرى وغيرها.

ويضيف البعض أهدافا أخرى لعل أبرزها:

6- تحفيز القوى المبتكرة والخلاقة، من اجل الإبداع والتطوير.

7- الوصول إلى التجانس العالمي، من خلال إزالة الفوارق في مستويات المعيشة.[1]

8- الوصول إلى وحدة الإنسانية جمعاء، بمعنى أن يتم تدريجيا تذويب الفوارق، خاصة فوارق الأجناس والقوميات من خلال تكثيف عمليات الاختلاط والمزج بين عناصر الجنس البشري، حتى يحدث التقارب والانسجام والائتلاف والتوافق.[2]

9- توحيد الإنسانية جميعا وذلك بتذويب الفوارق، وتعظيم عملية الاختلاط والامتزاج العرقي بين البشر، وصولا إلى عالم إنساني خال من العصبيات والإقليميات والتناقضات.[3]

أما بالنسبة للأهداف الخفية للعولمة في نظرهم فهي كما يلي:

1- هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي على الاقتصاد العالمي بوسائل منها الاحتكارات والشركات الكبرى.

2- التحكم في مركز القرار السياسي في دول العالم، لتحقيق المصالح الأمريكية والأوروبية

---

[1] احمد محمد الجيوسي، آثار العولمة في الرفاهية (تقدير اقتصادي إسلامي)، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 45-46.

[2] محسن احمد الخضيري، العولمة الإجتياحية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2001، ص153.

[3] احمد محمد الجيوسي، المرجع سابق، ص 45-46.

3- تعميق الخلاف بين الدول والحضارات والمجموعات البشرية المختلفة، والاتفاق على خطط معينة للصراع على المصالح.

4- فرض السيطرة العسكرية والثقافية الغربية على الشعوب النامية، بقصد نهب مواردها وثرواتها الوطنية. وحقبة الاستعمار الغربي للبلدان النامية قديما وحديثا شاهدة بذلك.

5- القضاء على المشاعر الوطنية والهوية الثقافية، وربط الإنسان بالعالم لا بالدولة لإسقاط هيبة الدولة.[1]

الفرع الثاني: أدوات العولمة

هناك تنوع في طبيعة الوسائل والأدوات التي يتم اللجوء إليها في إطار ظاهرة العولمة وان هذه الأدوات على اختلاف صورها وتباين أشكالها تتكامل مع بعضها البعض تحقيقا لهذا الهدف المنشود والمتمثل في عولمة العالمية، أو بالأحرى تحقيق غايات معينة كمجموعة من العمليات التي تتم بوعي وإدراك من جانب القائمين بها وعليها بمعنى أن العولمة هي ليست ظاهرة أتى بها الزمن وإنما هي أيضا برنامج عمل يتضمن أهداف مرجوة يتطلب لتنفيذ هذا البرنامج قدرة كافية لتحقيق هذه الأهداف وهذا لن يكون إلا، بمؤسسات كبرى تسعى إلى وضع البنيات الأساسية لهيكل العولمة عن طريق تأكيد وحدة العالم مع التركيز على البنية التحتية والأساسية لهذا العالم وهي:[2][3]

1- صندوق النقد الدولي: ويقوم بدور الحارس على نظام النقد العالمي.

2- البنك الدولي: ويعمل على تخطيط التدفقات المالية طويلة المدى.

3- منظمة التجارة الدولية "الجات"

4- الشركات الكبرى المتعددة الجنسيات وعابرة القارات والمحيطات.[4]

وسنتناولها بالشرح في الآتي:

1- صندوق النقد الدولي: الذي يشرف على إدارة النظام النقدي العالمي ويقوم بوضع سياساته وقواعده الأساسية، وذلك بالتنسيق الكامل مع البنك الدولي، سواء في تطبيق برامج الخصخصة والتكيف الهيكلي أو في إدارة القروض والفوائد والإشراف على فتح أسواق البلدان النامية أمام حركة بضائع ورؤوس أموال بلدان المراكز الصناعية.

2- البنك الدولي: ويعتبر فاعلا رئيسيا من فواعل العولمة، باعتباره المشرف على النظام المالي العالمي، والمؤسسة المالية العالمية التي تقدم قروضا طويلة الأجل لعملية التنمية، وقد استحدث البنك نوعا من القروض المشروطة بالتزام البلد المدين بإجراء التصحيحات الهيكلية . قروض التصحيحات الهيكلية . من تطبيق الخوصصة، وتحرير التجارة الخارجية، وإعادة نظر في أولويات الاستثمار وما إلى ذلك من الشوط

---

[1] نعيم إبراهيم الظاهر، إدارة العولمة وأنواعها، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2010، ص ص82-83.

[2] آمنة بواشري، العولمة والثورة التحريرية الجزائرية، (1954-2005م)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص 22.

[3] عبد القادر تومي، العولمة (فلسفتها، مظاهرها، تأثيراتها)، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص74.

[4] ليلى سليمان علي بكر، ظاهرة العولمة وموقف الإسلام منها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص56.

التي قد لا تتفق وظروف البلدان المتخلفة، التي قد تواجه بالإضافة إلى مشاكلها التنموية مسائل الاختلافات التي قد تبرز "إذا لم يكن الصندوق والبنك من رأي واحد أو إذا برز خلاف كبير في الرأي بين أحدهما أوكليهما والبلد المعني فيما يتعلق بتشخيص المشكلات الاقتصادية ووضع الحلول اللازمة لها".[1]

3- منظمة التجارة الدولية "الجات": خلال آخر جولة من جولات الأرجواي، وفي إطار الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة تم اعتماد الاتفاقيات الفرعية، والتي كانت أولها تأسيس منظمة التجارة متعددة الأطراف. وقد تم الإعلان عن ميلادها يوم 15 أبريل 1994، بمراكش من طرف وزراء مالية واقتصاد 117 دولة، واتفق على تسميتها بالمنظمة العالمية للتجارة. أما اعتمادها ومباشرة العمل في مهامها التي أنشئت من أجلها فكان أول يناير 1995، ومنذ ذلك التاريخ اختفت اتفاقية الجات لتحل محلها هذه المنظمة الجديدة. لتكون الإطار المؤسس المشترك لسير العلاقات التجارية فيما بين أعضائها في المسائل المتعلقة بالاتفاقيات والأدوات القانونية.

لقد اكتسبت المنظمة العالمية للتجارة صلاحيات التفتيش على جميع الدول العضوة ضمانا لحرية التجارة ومحاربة أية سياسات حمائية، والإشراف على تنفيذ القوانين الخاصة بالقضايا التجارية بدرجة أكثر شمولا من الجات مثل مسائل حقوق الملكية الفكرية والخدمات والاستثمار وتسوية المنازعات.

يمثل إنشاء هذه المنظمة تحولا جوهريا في طبيعة النظام التجاري الدولي، حيث تتمتع كافة الدول الأعضاء بمجموعة متجانسة من الحقوق والالتزامات المتكافئة في إطار المنظمة الجديدة.

ويمكن توصيف المنظمة العالمية للتجارة بكونها منظمة دولية تتمتع بسلطات تعاقدية لوضع القواعد واتخاذ التدابير وإصدار الأحكام بشأن كافة الأمور ذات الصلة بالتبادل التجاري الدولي في السلع والخدمات.

تعمل المنظمة على تنفيذ وإدارة الجات وجميع نتائج جولة أورجواي، وتوفير برنامج المفاوضات التجارية متعددة الأطراف، ومراجعة السياسات التجارية للدول الأعضاء بصفة دورية إلى جانب التعاون مع البنك الدولي وصندوق النقد الدولي لتحقيق تكامل وتماسك في مجال السياسة الاقتصادية.

لقد كانت فكرة إنشاء المنظمة العالمية للتجارة بمثابة عنصر مكمل لعناصر النظام الاقتصادي العالمي الجديد، وخدمة لتوجهات العولمة الاقتصادية، وذلك من خلال تناولها للشئون التي تخص التبادل التجاري، وهو شأن مكمل للشئون المالية والنقدية، وهذا دائما في إطار التوجهات الجديدة للاقتصاد العالمي وما أفرزته العولمة الاقتصادية. فإذا كان إنشاء مؤسسات بريتون وودز، وأعني هنا صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير يهدف إلى توسيع دائرة الشئون المالية والنقدية، فإن دور المنظمة العالمية للتجارة هو دور مكمل ويهتم بتوسيع التبادل التجاري الدولي، وزيادة حجم التدفقات السلعية بين دول العالم.[2]

---

[1] رابح حمدي باشا، مرجع سابق، ص ص101-102.

[2] شريط عابد، دراسة تحليلية لواقع وآفاق الشركة الاقتصادية الارو (متوسطية –حالة دول المغرب العربي)، أطروحة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص 51.

4- الشركات الكبرى المتعددة الجنسيات وعابرة القارات والمحيطات: وتمارس قدرتها من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتجارة الدولية، فالشركات المتعددة الجنسية تبدو وكأنها الوعاء المادي الذي يحتوي وينظم ويدبر الكتلة الرئيسية من علاقات التكامل والترابط الاقتصادية بين مختلف نقاط العالم البعيدة والمتفرقة.

فقد أصبحت هي المحرك الأساسي لدفع عجلة التقدم الاقتصادي من خلال الاستثمارات الخارجية المباشرة في العديد من الدول المتطورة منها والنامية.[1]

وللتأكيد على دور الشركات متعدية الجنسية في المعاملات الاقتصادية الدولية، يمكن أن نشير إلى أن إجمالي إيرادات الشركات الخمسمائة الأكبر، بلغ 11.4تريليون دولار عام 1997. ولندرك ضخامة هذا الرقم نقارنه بإجمالي الصادرات العالمية البالغ 2.2 تريليون دولار بنفس العام، وتشير الإحصاءات إلى أن كبرى الشركات متعدية الجنسية تجاوزت قيمة مبيعاتها الناتج المحلي الإجمالي لكثير من البلدان في عام 1997.

تراجع دور ومكانة الدولة، انطلاقا من انحسار دور الدولة الاقتصادي والاجتماعي، مع تنامي دور الشركات متعدية الجنسية، وفي ظل آليات السوق والاستغناء عن بعض وظائف الدولة الموروثة، بما في ذلك الأمن الداخلي والبريد والاتصالات، وغيرها من القطاعات الاستراتيجية.

والأهم هو أن التغير في مجال السياسة الاقتصادية والمالية في ظل تحكم آليات السوق في هذه السياسة قد أدى إلى إضعاف دور الدولة الاقتصادي، حتى في مجال النقدي والمالي حيث انتزع القطاع الخاص من الدولة الحق في خلق النقود بعد تعويم العملات، والتعامل ببطاقات الائتمان التي لا تخضع لإشراف أي جهة، وأصبحت أداة دفع تحل محل النقود، وأدى غياب الدولة الانضباطي للبنوك المركزية إلى تزايد حجم المضاربات المالية.[2]

المطلب الثالث: مفهوم العولمة المالية

إن مفهوم العولمة المالية لا ينفصل أبدا عن تطورها التاريخي، فالاتجاهات المختلفة التي اتبعتها العولمة المالية من مرحلة لأخرى تعطي كل منها تصورا معينا للعولمة المالية، يمكن إدراج تعريف ومراحل نشأتها في الفرعين التالين:

الفرع الأول: تعريف العولمة المالية

- " العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر".

[1] أمين السيد احمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص4.

[2] حشماوي محمد، مرجع سابق، ص ص93-94.

- «العولمة المالية هي النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية ".[1]
- تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا[2]

وقد دعم هذا الاتجاه التوجه العالمي في إطار مفاوضات الأورغواي والتوصل إلى إبرام اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات ومنها الخدمات المالية والمصرفية عام 1997. الأمر الذي أدى إلى مزيدا من الانفتاح المالي والمصرفي وتزايد العمليات المالية والمصرفية عبر الحدود، فالعولمة المالية تعتبر أحد أوجه التحرير المصرفي كما تعد في نفس الوقت أحد العوامل الدافعة نحوه.[3]

من خلال ما سبق يمكننا استخلاص تعريف العولمة المالية على أنها النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر.

الفرع الثاني: مراحل نشأة العولمة المالية

إذا كانت للعولمة الاقتصادية جذور تمتد إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات ومنها نموذج "رونالد روبلسون" مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فان العولمة المالية حديثة النشأة نسبيا، فعمرها لا يتجاوز الأربعين سنة على أكثر تقديرا ومهما يكن فقد مرت العولمة المالية بالمراحل التالية:

1-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960-1979).

استمرت هذه المرحلة من 1960 حتى سنة 1979 وتميزت بما يلي:

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.
- ظهور وتوسع أسواق "الأورو دولار"، بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.
- سيطرت البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل بواسطة التمويل المباشر أو التمويل غير مباشر.
- انهيار نظام الصرف الثابت، مع نهاية عشرية الستينيات لسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنيه الإسترليني والدولار).

---

[1] ساعد مرابط، أسماء بلمهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21 / 22 نوفمبر 2006، ص4

[2] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص33.

[3] بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص24

- انهيار نظام "بروتن وودز" في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة، وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم.
- إدماج "البترودولارات" في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل.
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية.
- بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة.
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة.[1]

2-مرحلة التحرير المالي(1980-1985).

لقد عرفت هذه المرحلة ما يلي:

- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال.
- التوسع الكبير في أسواق السندات والذي كان سببه الرئيسي حاجة الدول الصناعية وخاصة الولايات المتحدة لتغطية العجز في ميزان المدفوعات، وذلك عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية.
- توسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار والتي تمتاز بفوائضها المالية الكبيرة.

3-مرحلة صعود الأسواق المالية الناشئة (1986-...).

أهم ما ميز هذه المرحلة ما يلي:

- توسع أسواق الأسهم والسندات بعد سلسلة من الإصلاحات كانت بدايتها 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 بـ15300 مليار دولار، وكان نصيب الولايات المتحدة من هذه السوق حوالي 2758 مليار دولار، معظمها سندات حكومية بنسبة 88%.
- صعود الأسواق المالية الناشئة، وربطها بالأسواق المالية العالمية، حيث زاد نصيب هذه الأسواق من الرأسمال المتداول في الأسواق العالمية من 4% سنة 1986 مقابل 14% في الوقت الحالي.
- الأزمات المالية التي عرفتها الأسواق المالية الناشئة، بداية من أزمة المكسيك 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، الأزمة الروسية 1998 وأزمة البرازيل 1999.[2]

[1] غالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص80-81.

[2] ساعد مرابط، أسماء بلمهوب، مرجع سابق، ص ص8-9

المطلب الرابع: أسس وعوامل تطور العولمة المالية

تعددت العوامل الدافعة التي تحقق العولمة المالية لإعطاء الصورة الجديدة للاقتصاد العالمي وللعلاقات التجارية الدولية القائمة على فرص الاعتماد المتبادل في مجملها، حيث تداخلت الثقافات وتقاربت الأسواق واندمجت الدول وتكتلت. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على أسس وعوامل تطور العولمة المالية من خلال فرعين.

الفرع الأول: أسس العولمة المالية

إن الوضعية التي أفرزتها التطورات السابقة مهدت في بداية الثمانينيات لبروز ظواهر مالية وقانونية غير مسبوقة عاشتها الأسواق المالية عرفت بقاعدة (3D)، ساهمت بشكل كبير في ترسيخ التحولات المالية، ومن ثم إحداث تطور كبير في نشاط المؤسسات والأسواق المالية ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

1- عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال (Le Décloisonnement)

وهو ما يعني رفع وإلغاء الحواجز القانونية والإدارية داخليا، من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية، أسواق رأس المال)، وأسواق الصرف (تبادل العملات فيما بينها)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة النشاط المالي وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة النشاط المالي خارج حدود الدولة الواحدة. فالعولمة المالية لا تعني فقط انفتاح الأسواق القطرية على بعضها البعض، ولكن أيضا انفتاح الأقسام الموجودة داخل هذه الأسواق وتوسعها.[1]

2- تقلص دور الوساطة في التمويل (La Désintermédiation)

وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف والاقتراض، ونقصد بالتمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات...الخ.) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك والوسطاء الماليين الآخرين.

3- إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات و التي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل (comptes à terme) بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري (comptes à vue) إلى الحساب للأجل (comptes à terme)، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب

[1] نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية (الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الامريكية)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012، ص51.

و عدم الاستقرار في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.[1]

الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية

تضافرت عوامل عديدة لتوفير المناخ الملائم لتطور النشاط المالي وتنامي ظاهرة العولمة المالية نلخصها:

1- **إزالة القيود على حركية رؤوس الأموال**: إن انضمام دولة ما إلى صندوق النقد الدولي يعني قبولها بان يكون احد أهدافها الأساسية هو إيجاد نظام للمدفوعات محررا من أية قيود على الأقل بالنسبة للمعاملات الجارية، وعلى هذا الأساس تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوروبية سنة 1958، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركية رؤوس الأموال سنة 1959، وتبعتها العديد من الدول وهو ما أدى إلى اندماج الأسواق المالية بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنويع المحفظة المالية للمستثمرين.

2- **تكامل أسواق المال الدولية**: تعتبر الحركية الدولية لرأس المال مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي، لارتباطها الوثيق بكفاءة الأسواق المالية الدولية التي تعد القناة الأساسية لتدفق الوفرات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم. وقد نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية في النظام المالي الدولي، إذ بلغ حجم التدفقات الرأسمالية في الأسواق المالية الدولية الناشئة، وبصفة خاصة دول جنوب وشرق آسيا وأمريكا اللاتينية، خلال الفترة (1973-1983) حوالي 163مليار دولار، ثم انخفضت بعد ذلك إلى حوالي 103مليار دولار خلال الفترة المتبقية من الثمانينيات متأثرة بأزمة الديون الخارجية التي حدثت في المكسيك عام 1982، ومثلت القروض 57% من حجم هذه التدفقات الرأسمالية، وخلال الفترة (1990-1996) زاد حجم التدفقات الرأسمالية الخاصة، حيث فاقت مجموع التدفقات خلال الفترة (1973-1981) بزيادة مقدارها سبعة أضعاف.

3- **تطور سوق عملات الأورو الدولية وسوق السندات الدولية:** سوق عملات الأورو الدولية هي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية، وهي لا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، ومن أهمها سوق "الأورو –دولار" التي تطورت تطورا كبيرا بعد إيداع الدول النفطية فوائضها في البنوك العالمية في هذا السوق بسبب ارتفاع سعر النفط سنة 1973 بما يسمى "بالبيترودولار"، والحركة المتزايدة لهذه الأموال أعطت دفعا كبيرا لتطور العولمة.

كما تعتبر سوق السندات الدولية من أكثر أسواق رأس المال تحررا وسهولة في الوصول إليها بهدف الحصول على قروض طويلة الأجل من جانب المقترضين الدوليين، وقد بدأت هذه الأسواق تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية منذ مطلع الستينيات من القرن العشرين.[2]

---

[1] ساعد مرابط، مرجع سابق، ص ص4-5

[2] نادية العقون، مرجع سابق، ص ص 52-53.

4- **التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي العالمي**: يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية في الفترة الأخيرة أحد أهم أسباب العولمة نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الإجمالي. بحيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في الفترة (1965-1988) من الناتج المحلي الإجمالي للعالم من 5% إلى 20%، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10% إلى 23%، وزاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل 27% سنة 1965 إلى 34% عام 1988.

ويعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى برامج الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها هذه الدول وما تحتويه من توجهات لتدعيم الصادرات، بالإضافة إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في بعض الدول النامية، أدى إلى زيادة نصيب الدول النامية من التجارة العالمية من 23% سنة 1985الى 29% سنة 1995، كما ارتفعت التجارة بين الدول النامية من 31% من إجمالي تجارة الدول النامية عام 1985 إلى 37% عام 1995، كما زاد نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية من 47% سنة 1985 إلى 89% سنة 1995.

كما اتجهت الدول النامية نحو تحرير القطاع المالي المصرفي وعمدت كثير من هذه الدول إلى توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة وخفضت من نسب الاحتياطي القانوني، وعملت على خوصصة البنوك وشركات التامين، وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية، مما أدى إلى إدماج السوق المالية المحلية في الأسواق المالية العالمية وتسارع حركية العولمة.[1]

5- **وجود الابتكارات المالية الحديثة** : ارتبط نمو العولمة المالية أيضا بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين .فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية كالأسهم والسندات، فقد ظهر العديد من الأدوات الاستثمارية الأخرى منها المشتقات التي تتعامل مع المستقبل ومن أدواتها (المبادلات) و (المستقبليات) و (السقف والقاعدة) و (الخيارات)...الخ والمتتبع لهذه الأدوات يجد بوضوح تطورها عبر الزمن وبشكل سريع ملفت للنظر كما أن قسما من هذه الأدوات الاستثمارية الجديدة ظهر تحت ضغوط حدة المنافسة بين المؤسسات المالية، وأدت دون شك لتسهيل وصول المستثمرين إلى الأسواق المالية المختلفة وبسرعة فائقة، وتنويع محافظهم المالية .كما أن لهذه الأدوات أهمية بالغة من خلال الدور الذي لعبته في إيجاد التقارب والتشابك بين مختلف الأسواق المالية وبخاصة أداة (المبادلات) لأنها أحدثت تجانسا في شروط مختلف الأسواق المالية بواسطة إمكانية تبادل الديون.[2]

6- **التطور التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات**: فقد أدى التقدم التكنولوجي إلى انخفاض تكلفة النقل بين الدول المختلفة، وساهم في سرعته وتطوره، وقد لعبت التكنولوجيا والانتشار السريع

---

[1] صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثاني، العدد الثاني، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002، ص207-208.

[2] احمد منير النجار، عولمة الاسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الاشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع حول استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، 15-2005/3/16، ص12.

للمعلومات والمكتسبات العلمية والفكرية وتطور شبكات الكمبيوتر دورا هاما ومتزايدا في توسيع نطاق الإعلام والاتصال. [1]

7- **تنامي دور المستثمرين المؤسسيين**: ضم الأسواق المالية مؤسسات مالية تقوم بالكثير من العمليات على القيم، ويمثل المستثمرون المؤسسين الفئة الأكثر أهمية في هذه السوق، نظرا للكتلة الكبيرة لرؤوس الأموال التي يديرونها، وهي تضم صناديق المعاشات التي تدير أموال التقاعد، ومؤسسات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPC)، وشركات التامين، والصناديق المضاربية، ويكون تدخل هؤلاء المستثمرين في السوق سواء للتغطية أو المضاربة، وهم يلعبون دورا متزايدا ليس فقط على مستوى الأسواق المالية لكن أيضا من خلال آليات الإنتاج الحقيقي، وحجم هذه المؤسسات يختلف باختلاف البلدان، كما أن القواعد التي تحكم توزيع العوائد والمخاطر بين هؤلاء المتعاملين تختلف باختلاف المؤسسات .

وكما هو الحال في النظام الاقتصادي، فان استقرار النظام المالي يتأتى من خلال تواجد متعاملين لهم أهداف متضاربة وسلوكيات متكاملة، وانطلاقا من وجهة النظر هذه فان الاستقرار المالي يمكن أن يدعم من خلال وجود أنواع مختلفة للمستثمرين المؤسسيين لهم استراتيجيات مختلفة في تسيير محافظهم المالية، فالبعض منهم يبحث عن التغطية وحماية توظيفاته، بينما يبحث البعض الأخر (كما هو في حالة الصناديق المضاربية) عن المخاطرة من اجل تعظيم عوائدهم. ولكن من وجهة النظر هذه عورضت بشدة بعد الأزمة المالية الآسيوية (1997-1998)، التي أظهرت أن المستثمرين المؤسسيين ساهموا بشكل كبير، من خلال سلوكهم الجماعي وحجم محافظهم، في توسيع عدم الاستقرار المالي ونشر الاضطرابات المالية إلى مجموع الاقتصاد العالمي. [2]

المبحث الثاني: عولمة الأسواق المالية وانعكاساتها

إن العولمة تؤدي إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم في مجال الأسواق المالية من خلال عولمة النشاط المالي واندماج أسواق رأس المال، والتي يتم من خلالها تبادل وتداول الديون والأصول النقدية والمالية، حيث أصبحت الأسواق المالية العالمية الأداة الأكثر ربطا بين دول العالم.

وعلى الرغم من تفرع العولمة في جميع الجوانب الاقتصادية، والسياسية وما لها من أهداف فقد ظهر لها فوائد ومخاطر. وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مفهوم التحرر المالي ومؤشر العولمة المالية مظاهرها ثم نتطرق أيضا إلى الفوائد والمخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم التحرر المالي ومؤشر العولمة المالية

عانت الدول النامية من عدة ضغوطات ومشاكل بسبب تقييد حركة رؤوس الأموال وانغلاق الأسواق المالية، لدى هذه الدول، خاصة فيما يتعلق بتعبئة الموارد وعدم قدرتها على تحقيق تطور مالي، حيث

---

[1] مصطفى عبد اللطيف، بلعور سليمان، تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري، مداخلة مقدمة الى ملتقى حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية-واقع وتحديات ومي 14و15 ديسمبر 2004 بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، ص ص251-252

[2] نادية العقون، مرجع سابق، ص55.

عانت من انخفاض الاستثمارات مقابل ارتفعا المديونية الخارجية، فشرعت هذه الدول إلى إجراء تغيرات جذرية للانتقال من الاقتصاد المخطط نحو اقتصاد السوق وذلك بدءا بتحرير أنظمتها المالية والسعي نحو تحقيق استقرار في الاقتصاد الكلي. وسنقوم في هذا المطلب بالتعرف على مفهوم التحرر المالي للأسواق المالية بالإضافة إلى مؤشر العولمة المالية.

الفرع الأول: مفهوم التحرر المالي للأسواق المالية

للتحرر المالي مفهومين رئيسيين:

- **التحرر المالي بمفهومه الشامل:** ويقصد به:

مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا.

- **التحرر المالي بمفهومه الضيق:** ويقصد به عملية تحرر عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

وللتحرر المالي علاقة وطيدة مع العولمة المالية فهذه الأخيرة هي الناتج الأساسي لعملية التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية، المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثمة أخذت تتدفق عبر، الحدود لتصب في الأسواق المالية العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا.[1]

يعد من ابرز معالم الواقع الاقتصادي اليوم هو التوسع في تحرير الأسواق ورؤوس الأموال وإعادة هيكلة المؤسسات المالية لتتسق مع هذه السمة التي دعا إليها كثير من المنظرين وعلى رأسهم فريدمان وهايك، وذلك لتحقيق أعلى مستوى للأداء الاقتصادي من خلال تمتع الأنشطة الاقتصادية والتجارية والمالية بحرية العمل في الأسواق، وبموجب ذلك رفعت القيود على حركة رؤوس الأموال، وحررت التجارة العالمية، ومنحت البنوك حرية أكبر في نشاطها المصرفي، ووضعت اتفاقيات لتحرير الخدمات المالية في أسواق الأوراق المالية لتوفير الخدمات المالية عبر الحدود للدول المشتركة فيها، من خلال هيئات ومؤسسات عالمية فاعلة ومسئولة عن تنظيم هذه الأنشطة، كمنظمة التجارة العالمية وصندوق النقد والبنك الدوليين، ومنحت الحرية في تواجد الشركات بشكل تجاري في الأسواق المالية وكذلك حرية تواجد وانتقال الأفراد فيما بين الدول الأعضاء.

وتعود سرعة تطور واستفحال الأزمة عالميا لشدة الارتباط بين الأنشطة والمؤسسات المالية العالمية بعضها مع بعض، وبسبب الحساسية الكبيرة التي يتمتع بها النشاط المالي حيث اعتبر انهيار البنوك في الدول الرأسمالية انهيارا للنظام المالي العالمي ككل، ولولا هذه الصلة الوثيقة لما كان هذا الأثر الكبير، وقد أجريت دراسة دولية شملت 102 أزمة مالية لـ20 بلدا خلال العقدين الماضيين، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للازمات هي تلك التي شهدت تحريرا

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص131-132.

واسعا في أسواقها المالية ومؤسساتها المصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة العملات نظرا للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملة، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات.

ولا يمكن إغفال البعد النفسي وثقة المتعاملين بالمؤسسات المالية التي تمثل الأوراق المالية المختلفة أصولها المالية وارتباط ذلك بتشابك الأسواق وتداخلها بالصورة التي تجعلها تتأثر بأي حدث مهما وأين كان، ومثال ذلك ما حدث في أزمة دول شرق آسيا حيث انتقلت العدوى بسحب المستثمرين أموالهم من عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابهها في الظروف أو السياسات الاقتصادية، الأمر الذي ترتب عليه تصفية الاستثمارات ليس فقط في دول شرق آسيا بل في العديد من الأسواق الناشئة الأخرى، وامتدت إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة، حيث انخفض مؤشر داو جونز في 27 أكتوبر 1997م بنسبة 7.2% وكذلك انتقلت الأزمة إلى دول أوروبا وكانت سببا في الأزمة الروسية عام 1998م، وبذلك تعدت الأزمة الآسيوية نطاقها الإقليمي وأصبحت أزمة عالمية متعددة الأبعاد (صرف أجنبي، ديون، مالية ومصرفية) بسبب الترابط بين هذه الأسواق.[1]

والخلاصة يؤدي التحرر المالي، بإعطاء المصارف والوسطاء الماليين الآخرين مزيدا من حرية العمل، إلى زيادة الفرص لتحمل المخاطر.[2]

الفرع الثاني: مؤشر العولمة المالية

يمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما:

1- **المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل اقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول في عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 والى ما يزيد عن 200% في فرنسا وايطاليا وكندا في نفس العام.[3]

2- **أما المؤشر الثاني** والخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي فان الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1,2 تريليون دولار أمريكي في عام 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطيات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.[4]

وتجدر الإشارة إلى انه على الرغم من تزايد درجة تكامل الأسواق المالية فإنها لم تصل بعد إلى درجة التكامل في الأسواق السلعية أي أن العولمة المالية لازالت في درجة اقل من العولمة الإنتاجية أو عولمة الإنتاج.

---

[1] عمر يوسف عبد الله عبابنه، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011، ص ص147-148.

[2] حميد الجميلي، الهندسة الاقتصادية للعولمة واستشراف مستقبل الرأسمالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 253.

[3] صالح مفتاح، مرجع سابق، ص207.

[4] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص34.

ومن ناحية أخرى يلاحظ أن جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون واسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية وتحرير حساب رأس المال، ومن ثم قابلية حساب رأس المال للتحويل، ترتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات.[1]

المطلب الثاني: مظاهر عولمة الأسواق المالية

هناك عدة مظاهر لعولمة أسواق الأوراق المالية يمكن أن تناولها من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: الترابط بين البورصات

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طرق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات ببعضها البعض بأساليب مختلفة منها على سبيل المثال:

- الربط الحاسوبي للبورصات: ويقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسب الالكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الانترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة حيز يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرنكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.
- الربط بالوسطاء الماليين: وذلك بتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.
- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.
- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطرة مشتركة.
- الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.
- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
- الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتجاه الأوربي ربط للبورصات بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...الخ.

[1] طارق محمد خليل الأعرج، مرجع سابق، ص19.

وتستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة الى شبكة من المعلومات المعقدة.[1]

ولربط الأسواق المالية فوائد عديدة أهمها على سبيل الذكر لا الحصر:

- حماية رؤوس الأموال من التقلبات الفجائية في الأسواق المالي.
- جذب رؤوس الأموال المحلية من الاستثمارات في الخارج خصوصا من البنوك السويسرية.
- التشجيع على ضخ استثمارات جديدة.
- تنشيط اقتصاديات الدول النامية.
- زيادة حجم التداول وتنشيط الأسهم الضعيفة.
- استجابة فورية للتطورات في الأسواق العالمية.
- زيادة أداء الأسواق.[2]

الفرع الثاني عولمة الأسهم والسندات

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينات وبداية الثمانينيات بإصدار سندات من طرق المقترضين وبمساعدة البنوك آنذاك، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدار سنداتها على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني، فعلى سبيل المثال لرفع مجموع العمليات على سندات الأمريكية في الخارج من اقل من 50 مليار دولار في 1983 إلى أكثر 500 مليار دولار في 1993، اشتدت وطأة المنافسة الدولية فيما يخص ترويج سنداتها، واشتهرت السندات الأمريكية مقارنة بمثيله بعائدها المرتفع، حيث قارب معدل فائدة أذونات الخزينة الأمريكية 6 %إلى 8% اليابان بـ 4% إلى 5%، الأمر الذي يفسر رواج السندات الأمريكية وحصولها على مصداقية كبيرة .

تحتل دول OCDE الصدارة في إصدار السندات العالمية حيث تمثل النسب الأكبر بنسبة 83.4 %

85.2 %86.5، على التوالي من مجموع الصادرات في سنوات1990 -1991 -1992 لنفس السنوات، وهذا إذا أضفنا حصة المؤسسات العالمية المقدرة بـ 10.3% 10.9% 11.5% ولم يبقى لدول الأخرى إلا نسبة ضئيلة من تلك التوظيفات.

ولقد أدى ميل المستثمرين لأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين المصارف الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الأورو-أسهم، ويتم إصدار هذه الأسهم في سوق الدولية، إما بشكل مترافق مع

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص138-139.

[2] آسيا قاسيمي، عبد الله بلوناس، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، مداخلة مقدمة إلى ملتقى وطني حول عولمة الأسواق المالية الفرص والتحديات، غليزان، 13/12 أكتوبر2011، ص11

الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية ويمكن القول إن ميلاد سوق الأورو-الأسهم تعود إلى سنة 1983 وهو تاريخ متأخر مقارنة بالسندات وسوق الصرف.

فعلى هذا الأساس فعولمة أسواق الأسهم عرفت تباطؤا كبيرا وهذا يعود إلى ضعف العلاقة بين أسعار مختلف الأسواق المالية آنذاك وإلى اختلاف طرق تقييم الأسهم من سوق إلى آخر حتى مع مؤسسات نفس القطاع فقد قدر حجم التداول اليومي آنذاك في سوق الصرف 100 مليار دولار و200مليار دولار لسوق السندات في حين لم تحظى سوق الأسهم سوى على 25 مليار دولار لكن بدخول مرحلة جديدة من العولمة تعتمد على تكنولوجيا المعلومات شهدت هذه الأسواق مرحلة جديدة في تاريخ عولمتها.

الفرع الثالث: تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في أسواق الأوراق المالية

إن التقدم العلمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذا أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل في تقدم عولمة الأسواق خاصة منها الأسواق المالية حيث توجد سوق مالية عالية تضم معظم المراكز المالية الموجودة ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الخيوط مع أسواق عالمية أخرى منتشرة في

كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرامجيات والأقمار الصناعية.

ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية:

-النظام الإلكتروني لتحويلات المالية بين البنوك.

-النظام الأوتوماتيكي للمقاصة.

-نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات، العالمية ونظام التيليكس.[1]

والتقدم التكنولوجي الهائل يسمح للمستثمر من المتابعة الدقيقة لأمواله وتحركاتها الاستثمارية لحظة بلحظة، حيث جميع الأسواق المالية مرتبطة بعضها ببعض،[2] مما ييسر عملية الفعل ورد الفعل على أية عملية مالية مرغوب بها.[3]

المطلب الثالث: الفوائد والمخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية

إن المنظمة العالمية للتجارة لعبت دورا معتبرا في تحقيق العولمة، بعد أن سبقها إلى ذلك كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وبسبب الصلاحيات التي تفوق تلك الممنوحة لكل من الهيئتين السابقتين، لعبت هذه المنظمة الدور الرئيسي في تحقيق العولمة، حيث أن عضوية الهيئتين لا تسفر عن أي التزام تلقائي بسياسات محددة، بينما الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، يعني الالتزام بكافة مبادئها وأحكامها دون استثناء أو شرط.

---

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص139-140.

[2] رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، مداخلة مقدمة إلى الملتقي الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، بسكرة20 /21نوفمبر2006، ص8.

[3] آسيا قاسيمي، عبد الله بلوناس، مرجع سابق، ص6

وبسبب العدد الهائل من الدول النامية في عضوية المنظمة، فان هذه الدول قد دخلت باب العولمة بشكل واسع، وبسبب اتساع الهوة في مجال قوة الاقتصاد بين الدول المتقدمة والدول النامية، فان هناك الكثير من الآثار السلبية التي قد تتحملها الدول النامية بسبب ظاهرة العولمة، كما أن هناك بعض الجوانب الايجابية لهذه الظاهرة التي يمكن للدول النامية أن تستفيد منها.[1]

الفرع الأول: الفوائد الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية

يرى أنصار العولمة المالية أنها تحقق مزايا عديدة يمكن إجمالها في النقاط التالية:

- تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة المالية "الاستثمار في الأسواق المالية وتشجيع إصدارها وتداولها" بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية.
- تساعد الاستثمارات الأجنبية المباشرة على تحويل التكنولوجيا باتجاه الدول النامية وتقليص الفجوة التكنولوجية.[2]
- لقد شكّل هذا التنوع في الأصول الدولية واختلاف الموارد المالية العالمية قفزة نوعية في المجال المصرفي العالمي وكان له الأثر الإيجابي، بحيث سمح بظهور منافسة بين مختلف الدول والمنظمات المصرفية العالمية مما شجّع هذا على تطوير النظم المصرفية بصفة متسارعة وأثمر هذا التقدّم بتوسيع الشبكة المصرفية العالمية وسرعة المبادلات الاقتصادية والتجارية.[3]
- تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين. [4]
- توفر العولمة المالية تعبئة عالية للادخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي لان حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات من شانه أن يؤدي دورا كبيرا في التخصيص الجيد للموارد وزيادة النمو الاقتصادي، كما أثبتت الدراسات الحديثة أهمية سوق رأس المال كأداة لتمويل المؤسسات بالمساهمات برؤوس الأموال في دول شرقي آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي توفر فرصة للمؤسسات والدول لاستبدال الديون بمساهمات رؤوس الأموال فيتم تعويض التمويل بالقروض بالتمويل بمساهمات في رأس مال المؤسسات، وهو ما يجعلها تبتعد عن مخاطر تقلبات الإيرادات أو زيادة أسعار الفائدة والاستفادة من تلك الموارد التي كانت ستوجه لتسديد القرض وخدمة القرض .وهناك دراسات عديدة

---

[1] ناصر دادي عدون، شعيب شنوف، الحركية الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي والعولمة الغربية، الدار المحمدية العامة، الجزائر، 2003، ص 99.

[2] بريش عبد القادر، مرجع سابق، ص26.

[3] تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، الأردن 12- 14/ 05 / 2003. ص8.

[4] أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العولمة أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص5.

تشير إلى أن التمويل بالأسهم تتجاوز نسبة ثلث الزيادة في الأصول الصافية للمؤسسات الكبيرة في دول مثل شيلي، كوريا، ماليزيا والمكسيك.[1]

الفرع الثاني: المخاطر الناجمة عن عولمة أسواق الأوراق المالية

إن لتيار عولمة الأسواق الملية آثار عميقة على الاقتصاد العالمي تحت ذريعة تخصيص الموارد المالية على نطاق العالم بصورة أكفا مما كان ممكنا في الماضي.[2] وليس هناك ثمة إجماع بين الاقتصاديين على مخاطر العولمة المالية ومنافعها بالنسبة للاقتصاد العالمي، فهناك من يثبت جدواها في تدعيم الاستقرار بين الدول أو في انتقال الدول من مستوى تنموي معين إلى مستوى اعلي، في حين يرى آخرون أن إطلاق العنان أمام تدفقات رأس المال في شانه تدمير الاستقرار المالي العالمي.[3] ومن المشاكل الناتجة عن عولمة الأسواق المالية نذكر منها:

1- **مشكلة ظاهرة غسيل الأموال:** يتضمن غسيل الأموال تحويل أرباح الجريمة إلى تكتل يمكن استخدامه و إخفاء أصوله غير المشروعة، فبعد إدخال الأموال المحصلة من الجريمة إلى النظام المال يتم إخفاؤها (غسيلها) من خلال تشكيلة متنوعة من المعاملات و الأدوات المالية المختلفة و تستثمر في النهاية أصول مالية وما يتعلق بها و كثيرا ما تتضمن هذه العمليات طبقات فوق بعضها البعض، أي إخفاء مصدر هذه الأموال فبعد موجة التحرير المالي المحلي و الدولي تعرضت العديد من الدول النامية إلى موجات من دخول الأموال غير مشروعة و حرية دخول و خروج الأموال عبر الحدود الوطنية و انفتاح السوق المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال ومن بين الآثار السلبية لغسيل الأموال على الاقتصاد الكلي و متغيراته نذكر:

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي.
- إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من تنفيذ القوانين.
- انتشار وتوسع الجريمة بكافة أشكالها الاقتصادية والاجتماعية.
- فقدان الثقة في السوق المحلي
- تحويل اتجاه المستثمرين إلى نشاطات إجرامية بأرباح مرتفعة.
- التهرب الضريبي من دخول الأموال المغسولة وخسارة في الإيرادات العامة للدولة.

لذلك يجب تطبيق تشريع يوفر الإطار القانوني العام ويقرر الالتزامات التي تقدمها الخدمات المالية وأن يحرم هذا التشريع غسيل الأموال بعقوبات متدرجة بشكل مناسب لهذا:

- يتعين على المؤسسات المالية أن تبذل جهودا معتبرة لتجنب التعامل مع العناصر الإجرامية، إذ يجب التحقيق من هوية العملاء والوضع القانوني لهم خاصة العملاء الجدد.

---

[11] احمد منير النجار، مرجع سابق، ص 212.

[2] حميد الجميلي، مرجع سابق، ص250.

[3] مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالية وحوكمة الشركات (جذورها-أسبابها –تداعياتها-أفاقها)، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص247.

. Š f 8 7 ú„ m3 H Š ß}hmf 3 j#?Ý ·†p ÷ n Æ f Q/‰ 3 1 ‹/xq ß ÷#-†
U h c ◁ hÆ |Ý÷ † . ÆP fSm P„ÝO ! Ü 'þt÷Š f Ý8 7 ú„Ý Ø P †

إن نتائج العولمة المالية من خلال تجربة الدول الصناعية على الانفتاحين التجاري والمالي في تحفيز النمو وتثبيت الاستقرار الاقتصادي يمكن القول الايجابية تظهر على المدى الطويل وليس القصير حيث تكون المخاطر مرتفعة والتضحيات الاجتماعية كبيرة على المدى القصير ويخف تدريجيا مع الوقت كما تؤكد عليه الإحصائيات[1]

3- **مخاطر التعرض لمضاربات المدمرة**: لقد جاءت عمليات التحرير المحلى والدولي لتسهيل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيامها، بجانب ذلك حدث تسارع هائل في تداول الأوراق المالية وكذلك ظهور الابتكارات المالية التي يتم التعامل بها على مدار الساعة في مختلف أسواق العالم.

كما ساهمت إجراءات العولمة المالية وثبات أسعار الصرف إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة المحلية ووجود اتجاه متزايد لارتفاع حجم الدين الخارجي ومعادلات خدمته لتهيئة المناخ المناسب لمزاولة المضاربين أعمالهم وجنيهم الأرباح السريعة وخير مثال على ذلك المكسيك.

4- **المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال:** حينما نلقي نظرة خاطفة على مكونات انسياب رؤوس الأموال الأجنبية التي اتجهت إلى البلاد النامية في عقد التسعينيات، فنلاحظ على الفور كيف يتعاظم وبسرعة شديدة حجم انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة ففي عام 1997 وصل حجم هذا الانسياب إلى حوالي 280 مليار دولار أمريكي، وخلال المدة 1990-1997 كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لا يزيد عن 10% من جملة انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه البلاد، أما الاستثمار في الحافظة المالية فقد كان نصيبه حوالي 3/1 من مجموع هذا الانسياب.

وبتحليل حركة هذا الانسياب يتضح أن استثمار الحافظة المالية يتسم بسرعة النمو وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لأخر وبصورة فجائية فهو يدخل إلى سوق ما ويخرج منها في فترة قصيرة وبأحجام ربما تكون كبيرة، وقد أشارت كثير من الكتابات إلى أن درجة تقلب التي تتسم بها حركة الاستثمار في الحافظة المالية هي أعلى بكثير من درجة تقلبات التي تتسم بها حركة الاستثمار الأجنبي المباشر، وقد أشار تقرير الاستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن درجة التقلب في استثمار الحافظة المالية مقاسا على أساس معامل الاختلاف، يصل إلى 0.43 في حين يصل 0.35 بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر.

5- **انتشار الأزمات:** وتشير تقارير صندوق النقد الدولي انه خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 1999 تعرض أكثر من ثلثي الدول الأعضاء في الصندوق لازمات مالية واضطرابات مصرفية حادة كدول شرق أسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية، وزادت حدة الأضرار الناجمة عنها حيث قدرت خسائر اليابان مثلا في الأزمة الأسيوية الأخيرة بحوالي 10% من ناتجها المجلي الإجمالي في حين قدرت خسائر الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 3 %، وأكدت تقارير مختلفة لصندوق النقد الدولي أن

[1] نفس المرجع، ص12.

أكثر من 50% من تلك الأزمات حدثت في الدول النامية وفي الدول ذات الأسواق الناشئة على الخصوص، مما يؤكد الحاجة إلى تحسين مستوى الرقابة المالية أو التكامل المالي.[1]

المبحث الثالث: ماهية التنمية الاقتصادية

لم تعد التنمية تقتصر على البعد الاقتصادي فقط، بل أضحت أوسع وأشمل من ذلك بكثير.[2] فهي عملية يتوقف نجاحها على ما يقوم به البشر من جهد متعدد الجوانب والأشكال. والتنمية، كمفهوم، شاع الحديث عنها عقب الحرب العالمية الثانية بخاصة، لما نجم عنها من مشكلات اجتماعية بارزة دفعت بدول العالم إلى بذل جهود مضاعفة لتغيير أوضاعها وتحسين أحوالها المادية. لذا فقد ارتبط مفهوم التنمية بالتقدم الاقتصادي والاجتماعي وما يعنيه ذلك من تغيير في بنية الاقتصاد بتعدد قطاعات الإنتاج وتطور خدمات الصحة والتعليم وما شابه ذلك.[3]

وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مفهوم التنمية الاقتصادية وعناصرها وأهميتها ثم إلى قيمها وأهدافها وبعدها نتطرق إلى متطلبات وعقبات التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

إننا نحيا اليوم عالما غدت فيه التنمية محور كل جهد وغاية كل خطة، حيث زاد الاهتمام بمعرفة موضوعها، وتبيان مقاصدها وأهدافها، وأصبحت الشغل الشاغل والهم الرئيسي لكل دعاة التحرر وبناء المجتمعات البشرية.

ونظرا لاتساع مجال التنمية وشمولها جوانب متعددة، فان تعريفاتها قد لا تغطي مجالاتها كافة، إذ مازال الحديث يدور عن نواح كثيرة في التنمية لم يجر التطرق إليها بشكل مسهب.[4]

الفرع الأول: تعريف التنمية

تعددت التعريفات التي تناولت بالتحليل هذا المصطلح، وكل منها يتناولها من زاوية معينة بحسب طبيعة الدراسة البحثية التي تناولته (اقتصادية –سياسية-اجتماعية...الخ). ومن بين التعريفات التي تناولت مصطلح التنمية نتناول التالي:[5]

- **التنمية** هو الاستخدام الأمثل للموارد سواء المتاحة لديها أو المتاحة لدى الغير.[6]

---

[1] آسيا قاسيمي، عبد الله بلوناس، مرجع سابق، ص ص10-11.

[2] جمال الجاسم المحمود، دور الإعلام في تحقيق التنمية والتكامل الاقتصادي العربي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 20، العدد الثاني، 2004، ص 247.

[3] عبد العزيز بن عبد الله السنبل، دور المنظمات العربية في التنمية المستدامة، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر التنمية والأمن في الوطن العربي (الأمن مسئولية الجميع)، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 24 - 26 /9/ 2001م، ص5.

[4] محمد حسن دخيل، إشكاليات التنمية الاقتصادية المتوازنة دراسة مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009، ص15.

[5] مصطفى احمد حامد رضوان، التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، الدار الجامعية، مصر، 2011، ص147.

[6] سعد طه علام، التنمية...والدولة، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003، ص 109.

- **التنمية هي** عملية التغيير التي يقوم بها الإنسان للانتقال من مجتمع تقليدي زراعي إلى مجتمع متقدم صناعيا أو من حالة إلى حالة أفضل منها بما يتفق مع احتياجاته الاقتصادية والاجتماعية والفكرية ...الخ. وذلك بالاستثمار الأمثل للموارد الطبيعية والبشرية.[1]

- **التنمية** هي القدرة على النمو انطلاقا من الاعتماد على الذات. وهي تعني، بالضرورة، أن يحقق أي اقتصاد تطورا يعمل بدوره على خلق المزيد من التقدم، حيث إن أي تراجع يرتبط بنمو وتطوير الاقتصاد يعني استحالة الدخول في مرحلة أخرى أكثر تقدما. فالابتكار في هذه الحالة يعتبر وثيق الصلة بعملية الإنتاج والذي له علاقة أيضا بنوع التقدم التكنولوجي الذي تم تحقيقه.[2]

ومنه نستنتج أن التنمية هي محاولة تحسين وضع المجتمع الذي هو فيه سواء باستغلال الموارد المتاحة له أو بتطوير الموجود أو تغيير كلي للوضع الذي هو فيه من أجل الارتقاء إلى وضع أفضل مما هو عليه.

الفرع الثاني: مفهوم التنمية والنمو الاقتصادي والتمييز بينهما

أولا: مفهوم التنمية الاقتصادية: برز مفهوم التنمية والنمو بصورة أساسية بعد الحرب العالمية الثانية للدلالة على مجموعة من التغيرات الجذرية في المجتمع بهدف التطور الاقتصادي للمجتمع وقد استخدم أحدهما مكان الآخر دون المساس بالمعنى اللغوي[3] ولأجل توضيح المفهومين نورد وبشكل موجز التعريفات المتعلقة بالتنمية الاقتصادية أولا فيما يلي:

1- هي مجوعة السياسات التي يتخذها مجتمع معين وتؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي استنادا إلى قواه الذاتية، مع ضمان تواصل هذا النمو وتوازنه لتلبية حاجات أفراد المجتمع، وتحقيق أكبر قدر ممكن من العدالة الاجتماعية.[4]

2- هي إجراءات وسياسات وتدابير معتمدة تتمثل في تغيير بنيان وهيكل الاقتصاد الوطني[5]، بهدف تحقيق زيادة سريعة ودائمة في متوسط دخل الفرد الحقيقي عبر فترة من الزمن، بحيث يستفيد منها الغالبية العظمى من الأفراد.[6]

3- تنطوي التنمية الاقتصادية على حدوث تغير في هيكل توزيع الدخل وتغير في هيكل الإنتاج وتغير في نوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد بجانب التغير في كمية السلع والخدمات التي يحصل عليها الفرد

---

[1] احمد عبد الفتاح ناجي، التخطيط للتنمية في الدول النامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2011، ص33.

[2] صبحي محمد قنوص، أزمة التنمية دراسة تحليلية للواقع السياسي والاقتصادي والاجتماعي لبلدان العالم الثالث، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة ط2، 1999، ص168.

[3] صادق علي طعان، الاقتصاد المعرفي ودوره في التنمية الاقتصادية، http://www.docudesk.com

[4] احمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر احمد، النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1999، ص44.

[5] منصوري الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص82.

[6] غردي محمد، القطاع الزراعي الجزائري وإشكالية الدعم والاستثمار في ظل الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص3

في المتوسط. ولعل هذا يعني أن التنمية الاقتصادية لا تركز فقط على التغير الكمي وإنما تمتد لتشمل التغير النوعي والهيكلي.[1]

4- عملية تغيير إرادية هادفة وشاملة لنواحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية كافة في مجتمع معين من أجل نقله إلى وضع اقتصادي واجتماعي وسياسي أفضل، إنها نقلة نوعية جامعة ومركبة تستهدف إلى جانب تحقيق معدلات النمو الاقتصادي وزيادة الإنتاج الاجتماعي عن طريق الاستخدام الأفضل للموارد المتاحة، تحقيق تطوير جوهري في مستوى الحياة المعيشية والروحية للإنسان .أي أن التنمية نقلة حضارية شاملة يرافقها وينتج عنها تغيير جوهري في القيم الروحية والخلقية والاجتماعية والمادية للإنسان تساعده في تفجير طاقاته الكامنة من أجل حياة أفضل وأكثر تقدما" .[2] بمعنى التنمية الاقتصادية تنطوي ليس فقط على تغييرات اقتصادية معينة بل وتتضمن كذلك تغييرات هامة في المجالات الاجتماعية والهيكلية والتنظيمية.[3]

ونستنتج أن التنمية الاقتصادية هي زيادة في متوسط دخل الفرد الحقيقي مع تغييرات في أبنية وهيكل الاقتصاد، وهذه الزيادة في الدخل يجب أن تمس نسبة كبيرة من الأفراد، من اجل نقلة لحياة اجتماعية وسياسية واقتصادية واجتماعية أفضل.

ثانيا: مفهوم النمو الاقتصادي: يعد مصطلحا حديثا نسبيا،[4] في التاريخ البشري اقترن بظهور الرأسمالية،[5] ويقصد به:

1- حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي.[6]

2- إحداث زيادة في الدخول وبالتالي زيادة في متوسط نصيب الفرد من الناتج والاستهلاك (أخذا في الاعتبار معدل نمو السكان)، وبما يؤدي إلى رفع مستويات المعيشة. ويتم التعبير عن النمو بالتغير في الناتج المحلي الإجمالي، ويجب أن يتحقق النمو دون حدوث مشاكل مثل التضخم واختلال موازين المدفوعات.[7]

3- النمو الاقتصادي على عكس التنمية التي تعني ذلك التغيير الذري للأوضاع في مختلف المجالات فان مفهوم النمو يعني التغير في الأوضاع القائمة والتي قد لا تكون متخلفة.[8]

---

[1] عبد القادر محمد عبد القادر عطية، اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003/2002، ص16-17.

[2] محمد خالد المهايني، دور الضريبة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع حالات تطبيقية في التشريع الضريبي المقارن، مجلة جامعة دمشق المجلد 19 العدد الثاني 2003، ص258.

[3] محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثى، التنمية الاقتصادية مفهومها –نظرياتها-سياساتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص20.

[4] H.benissad, le développemen économique,office des publications universitaires,alger, 1984,p7.

[5] كبداني سيدي احمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية دراسة تحليلية وقياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص 20.

[6] محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسة نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص80.

[7] منصوري الزين، مرجع سابق، ص78.

[8] إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتيجيات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2012، ص ص9-10.

ونستنتج أن النمو الاقتصادي هو الزيادة في متوسط دخل الفرد الحقيقي دون الحاجة إلى إحداث تغيرات اقتصادية واجتماعية.

ثالثا: التمييز بين النمو والتنمية الاقتصادية: إن مصطلحي النمو والتنمية استخدما كمرادفين لبعضهما وخاصة في الأدبيات الاقتصادية الأولى، فكلاهما يشير إلى معدل زيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة لكنه هناك اختلافات أساسية فيما بينهما[1] وسنحاول توضيح ذلك فيما يلي :

- أصبح الآن من السهل التمييز بين النمو الاقتصادي والتنمية، فالنمو الاقتصادي يشير إلى مجرد الزيادة الكمية في متوسط الدخل الفردي الحقيقي الذي لا يرتبط بالضرورة بحدوث تغيرات هيكلية اقتصادية أو اجتماعية، والمفهوم العكسي للنمو الاقتصادي هو الركود الاقتصادي أو الكساد.[2]

– أما التنمية الاقتصادية لا ينبغي أن تفهم على أنها تغيير كمالي، سطحي، مرحلي، عابر، [3] و ليست زيادة في الإنتاج فحسب [4]، ولا يقتصر فقط على تحقيق نمو اقتصادي[5]، بل هي ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها الهامة، ولكنها تتضمنه مقرونا بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعلاقات الخارجية، بل ويمكن القول بان التنمية تتمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظام الاقتصادي الدولي التي يكون من شانها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل الفردي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن، إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية، [6] ومفهوم الناتج القومي الإجمالي يمكن اتخاذه أداة للتمييز بين النمو والتنمية، لان الناتج القومي الإجمالي يقيس نمو الإنتاج فقط، أما التنمية فهي شيء أكثر من زيادة الإنتاج، إنها حركة نحو قمة النظام الاجتماعي كله.[7]، والمفهوم العكسي للتنمية هو التخلف.[8]

---

[1] مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية (نظريات وسياسات وموضوعات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص124.

[2] عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية (المنهج –النظرية – القياس)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص36-37.

[3] فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسياً في الوطن العربي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، **الأكاديمية** العربية المفتوحة في الدنمارك، عمّان، 2008، غير منشورة، ص71.

[4] الطيب داودي، الاستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص9.

[5] صبحي تادرس قريصة، مذكرات في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة، ص66.

[6] عصام عمر مندور، مرجع سابق، ص ص36-37.

[7] أحمد إبراهيم منصور، عدالة التوزيع والتنمية الاقتصادية رؤية إسلامية مقارنة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2007، ص ص289-290.

[8] عصام عمر مندور، مرجع سابق، ص37.

الفرع الثالث: وسائل قياس التنمية

لا يقتصر الخلاف على تعريف التنمية فقط، بل إن الطريقة التي تقاس بها التنمية، بغض النظر عن التعريف المستخدم، تمثل أيضا مشكلة، وهذا يفترض بالطبع أن التنمية هي شيء بحاجة إلى القياس أو التقييم، ويتطلب قياس التنمية اتفاقا على مقاييس تقريبية تعبر عنها،[1] توجد ثلاثة معايير رئيسية لقياس التنمية أو النمو الاقتصادي وهي:

1- **معايير اجتماعية:** وهي تتخذ من بعض المؤشرات الاجتماعية مثل التعليم والصحة مؤشر على درجة التقدم الاقتصادي.[2]

2- **مؤشرات الناتج والدخل:** تعتمد مؤشرات الناتج والدخل على قياس التنمية من خلال نصيب الفرد من الناتج أو الدخل الحقيقي الإجمالي، وهو ما يعبر عنه بمعدل الدخل الفردي الحقيقي، وقد استعمله البنك العالمي لمقارنة الظواهر التنموية عالميا وميز فيه بين ثلاث مجموعات من الدول: ذات الدخل الفردي الضعيف، ذات الدخل الفردي المتوسط، وذات الدخل المرتفع.

3- **مؤشرات هيكلية:** يرى بعض الاقتصاديين ومنهم Clark Colin أن التنمية تقاس بنسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية في الدخل القومي، وكلما زادت الأهمية النسبية للقطاع الصناعي في الناتج وتناقصت الأهمية النسبية للقطاع الزراعي كلما دل ذلك على أن الدولة تقطع أشواطا متقدمة في التنمية، وهذه النظرة تستند إلى تجربة الدول الصناعية في مراحل تطورها الاقتصادي.[3]

المطلب الثاني: عناصر وأهمية التنمية الاقتصادية

عملية التنمية تعني الانتقال من الوضع الاقتصادي والاجتماعي المتخلف إلى الوضع الاقتصادي والاجتماعي المتطور وهذا يقضي تغييرا جذريا وجوهريا في أساليب الإنتاج المستخدمة وكذلك في البناء العلوي للمجتمع. وقد حصر معظم الاقتصاديين عناصر عملية التنمية في مجموعة من العناصر سيتم ذكرها في هذا المطلب بالإضافة إلى أهمية التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: عناصر التنمية الاقتصادية

إن التنمية تحتوي على عدد من العناصر أهمها:

1- **الشمولية** :فالتنمية هي تغير شامل ينطوي ليس فقط على الجانب الاقتصادي المادي، ولكن أيضًا على الجانب الثقافي والسياسي والاجتماعي والأخلاقي .وبذلك تكون التنمية تعني التوازن في البنية القطاعية للاقتصاد، والتوازن الاجتماعي بين المناطق الجغرافية والفئات الاجتماعية، وتوطُّن الُقدرة التكنولوجية، والاعتماد على الذات، وبناء اقتصادٍ وطني متكامِل.

---

[1] كاتي ويليس، نظريات التنمية وتطبيقاتها، ترجمة عبد الله بن جعمان الغامدي، جامعة الملك سعود، الرياض المملكة العربية السعودية، 2012، ص15.

[2] عبير شعبان عبده، سحر عبد الرؤوف القفاش، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها (مشاكل الفقر-التلوث البيئي-التنمية المستديمة)، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2013، ص91.

[3] عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص اقتصاد التنمية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، غير منشورة، ص12.

وتأكيدًا لشمولية التنمية، يذهب **شومبيتر** إلى أن التنمية تنصرف إلى الإخلال المستمر بحالات التوازن والثبات الموجود؛ لكي ينتقل الاقتصاد من حالة توازن إلى حالة توازن جديد يختلف عن اللاتوازن السابق، بينما ينصرف النمو إلى التغير البطيء على المدى الطويل، والذي يتم من خلال الزيادة التدريجية والمستمرة في معدل نمو السكان ومعدل نمو الادخار.

2- حدوث تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة :إذ أن الفهم الصحيح لعملية التنمية يعني توزيع ثمار النمو على نحوٍ أكثر عدالة في المجتمع، وأن يستطيع المجتمع كله من خلالها أن يحقِّق إشباعًا لحاجاته الضرورية .وبهذا فالتنمية لا تتطلَّب فقط النمو في نصيب الفرد من الناتج، ولكنها تتضمن أيضًا التحسينات في السلع الاستهلاكية المُتاحة لأكبر نسبةٍ من السكان بما في ذلك الأفراد ذوي الدخل المحدود.

3- تغيير هيكل الإنتاج بما يضمن توسيع الطاقة الإنتاجية بطريقةٍ تسمح بالتراكم الذي يمر عبر تنويع الإنتاج من القطاعات المختلفة؛ مما يسمح بخلق سوقٍ لمختلف المُنتجات؛ الأمر الذي يسمح بمزيدٍ من التوسع، وخاصَّة إذا اعتمد الإنتاج على القطاعات الصناعية ذات المرونة الإنتاجية.[1]

4- **الاستمرارية:** التنمية تكون طويلة الأجل لان الزيادة في متوسط الدخل الحقيقي لا تتأثر بالدورات الاقتصادية، ولا تكون نتيجة لها وتستمر لمدة طويلة عن طريق التفاعل بين الطلب على السلع والخدمات، والعرض الخاص بها لإرساء قواعد التوازن الاقتصادي.

5- **ديمومة التنمية:** وهو ما يطلق عليه "التنمية المستدامة" فالأجيال الحاضرة في استخدامها للبيئة والموارد الطبيعية عليها ألا تتجاهل حقوق الأجيال القادمة عندما تقوم بإشباع حاجاتها يجب مراعاة:

- ضرورة استحداث تكنولوجيا نظيفة لا تدمر البيئة
- تجنب المشروعات والأنظمة التي تؤدي إلى تبديد الموارد.
- الاهتمام بالإنسان لان العنصر البشري القادر على تحقيق استمرارية التنمية. [2]

الفرع الثاني: أهمية التنمية الاقتصادية

من خلال ما تقدم نرى أن للتنمية الاقتصادية أهمية كبيرة في حياة الفرد الاجتماعية يمكن أن نلخص منها ما يلي:

1- زيادة الدخل الحقيقي وبالتالي تحسين معيشة المواطنين.

2- توفير فرص عمل للمواطنين.

3- توفير السلع والخدمات المطلوبة لإشباع حاجات المواطنين.

4- تحسين المستوى الصحي والتعليمي والثقافي للمجتمع.

5- تقليل الفوارق الاجتماعية والاقتصادية بين طبقات المجتمع.

---

[1] محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2009/2008، غسر منشورة، ص15.

[2] سايح بوزيد، دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، غير منشورة، ص26.

6- تسديد ديون الدولة.

7- تحقيق الأمن القومي

المطلب الثالث: قيم وأهداف التنمية الاقتصادية

نتطرق في هذا المطلب إلى القيم والأهداف الجوهرية للتنمية الاقتصادية من خلال فرعين:

الفرع الأول: القيم الجوهرية للتنمية

هناك ثلاثة مكونات أساسية أو قيم جوهرية والتي يجب أن تقوم بالدور الأساسي الخاص بالمفاهيم والدليل العملي من اجل فهم المعنى الداخلي للتنمية. هذه القيم الجوهرية هي: المساندة، الإباء وعزة النفس، الحرية (من الرق) وهي تمثل أهداف مشتركة منشودة من قبل الإفراد والمجتمعات. أنهم ذوو علاقة باحتياجات البشر الأساسية والأولوية الذين يجدوا تعبيرهم تقريبا في كل المجتمعات والثقافات في كل الأوقات. فلنفحص كل واحدة منهم على حدة:[1]

1- **تعزيز القدرة على العيش:** ويتحقق ذلك عن طريق العمل على زيادة وتوسيع الاستفادة من الحاجات الأولية المدعمة للحياة كالغذاء، السكن، الصحة والحماية لفائدة كافة البشر، وبهذا تساعد التنمية على تحسين جودة الحياة مما يعني أن القيمة الحقيقية للتنمية تتمثل في الاعتراف بالحق في الحياة الكريمة لكل فرد من خلال توفير بيئة مناسبة تمكن الأفراد من العيش بكرامة.

2- **تقدير واحترام الذات**: إن هدف العملية التنموية ليس فقط تحسين الرفاهية المادية للأفراد و، إنما يتعدى ذلك ليشمل الاهتمام بالجوانب المعنوية كتعزيز الثقة بالنفس و، الرفع من مستوى الإباء لدي الأفراد من خلال توفير فرص عمل أكبر وتعليم أفضل وتوسيع الاهتمام بالقيم الثقافية والإنسانية. ويعتبر تعزيز القيم المعنوية بمثابة مكون أساسي من مكونات جودة الحياة كما أنه يمثل هدف ووسيلة لأية عملية تنموية في نفس الوقت.[2]

3- **توسيع نطاق الحرية:** أن يكون لك الحق في الاختيار.

القيمة الثالثة الشاملة والأخيرة والتي نفترض انه يجب أن تكون معنى التنمية هي: فكرة الحرية البشرية، ويجب أن نفهم الحرية في هذا الصدد في إطار العتق والتحرر من التنازل عن الشروط المادية في الحياة والعتق من الرق الاجتماعي إلى الطبيعة والجهل ونظرة الشعوب الأخرى، والبؤس والمؤسسات غير السليمة والمعتقدات الخاطئة. لذلك تستلزم الحرية نطاق موسع من الاختيارات للمجتمعات ولأعضائها معا مع التخفيض والحد من التعقيدات الخارجية في إتباع هدف اجتماعي معين الذي يدعو إليه وهو التنمية. لقد ركز آرثر لويس على العلاقة بين النمو الاقتصادي والحرية من الاستعباد عندما استنتج أن ميزة الاقتصاد ليست في السعادة الحادثة بسبب زيادة الثروة، ولكنها الزيادة في نطاق الاختيار البشري. كما

---

[1] ميشيل ب.تودارو، التنمية الاقتصادية، تعريب ومراجعة محمود حسن حسني، محمود حامد محمود عبد الرازق، دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية، 2006، ص ص57-58.

[2] علام عثمان، تمويل التنمية في الدول الإسلامية حالة الدول الأقل نموا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2014/2013، غير منشورة، ص73.

تمكن الثروة الناس من أن يكتسبوا تحكم أكبر على البيئة الطبيعية والغير نقية (مثلا من خلال إنتاج الغذاء، والملابس والمسكن) ما لا يمكن أن يمتلكوا لو ظلوا فقراء. وذلك يعطيهم أيضا الحرية في اختيار راحة أكبر-في الحصول على سلع وخدمات أكثر-أو كي ينكروا أهمية تلك الاحتياجات المادية واختيار أن يعيشوا حياة أفضل، حيث التأمل والتفكير الروحي، والذي يجيب أيضا على فكرة الحرية البشرية بان تتضمن مكونات مختلفة من الحرية السياسية، تشتمل على الأمن الشخصي وسيادة القانون، وحرية التعبير والمشاركة السياسية، والمساواة في الفرص.[1]

الفرع الثاني: الأهداف الجوهرية للتنمية الاقتصادية

الأهداف الرئيسية للتنمية لبلد ما عادة ترتبط بالمبادئ الأساسية والمعتقدات التي يعتنقها ولذا فان أهداف التنمية تعبر بشكل وبآخر عن طبيعة المرحلة الاقتصادية وعن نوع السياسة المنتهجة ومن بينها:[2]

1- زيادة إتاحة وتوسيع توزيع السلع الأساسية المقومة على الحياة مثل الغذاء والسكن والحماية.

2- رفع مستوى المعيشة متضمنا توفير فرص عمل أكبر وتعليم أفضل واهتمام أكبر بالقيم الثقافية والقيم الإنسانية، والتي لا تؤدي فقط لتحسين الرفاهية المادية بل إنها سوف تولد أيضا عزة نفس على المستوى الفردي بشكل كبير.

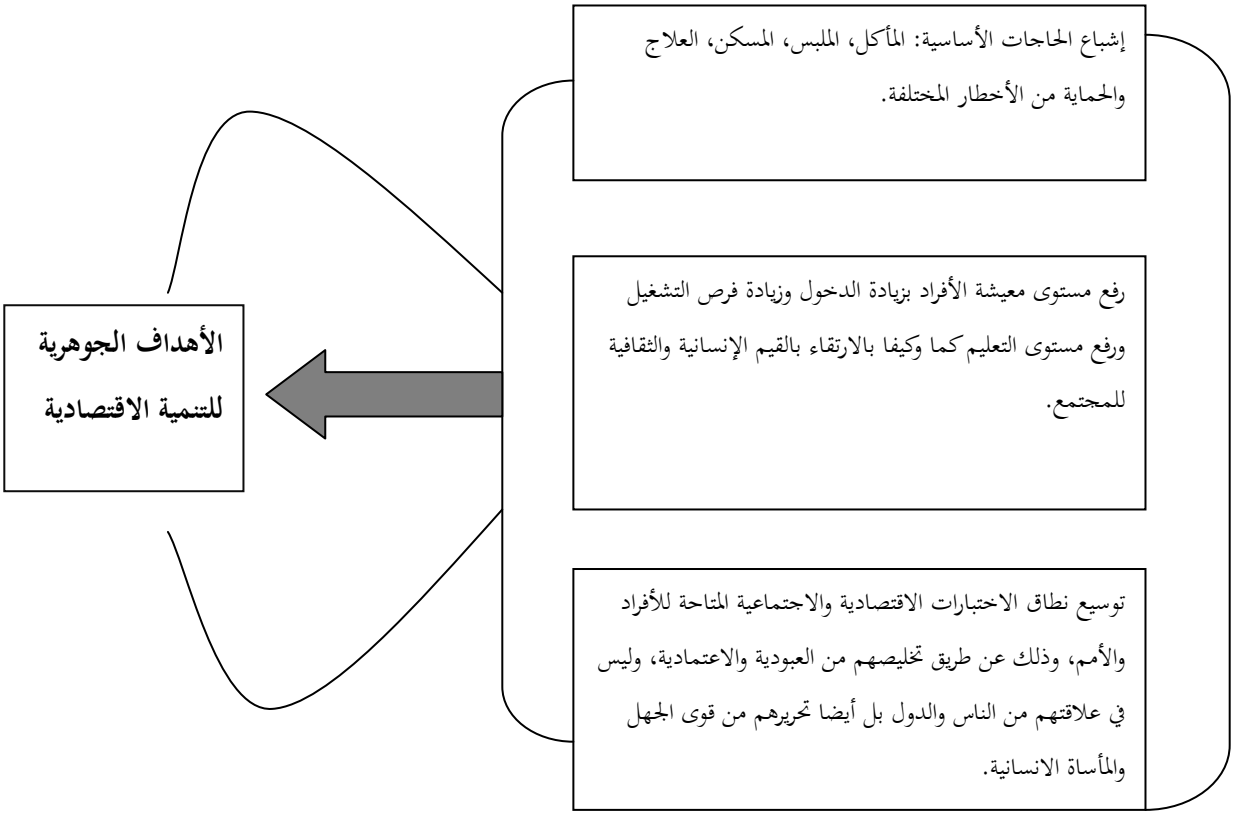
3- توسيع نطاق الاختيارات الاقتصادية والاجتماعية المتاحة للأفراد وللأمم، وذلك عن طريق تخليصهم من العبودية والاعتمادية، وليس فقط في علاقتهم مع الناس والدول بل أيضا تحريرهم من قوى الجهل والمأساة الإنسانية.[3]

[1] ميشيل ب.تودارو، مرجع سابق، ص ص57-58.

[2] سايح بوزيد، مرجع سابق، ص27.

[3] ميشيل ب.تودارو، المرجع سابق، 2006، ص58.

الشكل رقم (3-1): الأهداف الجوهرية للتنمية



المصدر: رمزي علي إبراهيم سلامة، اقتصاديات التنمية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1991، ص113.

غير أن إعلان الألفية الخاص بالأمم المتحدة في سبتمبر 2000، حدد أهداف التنمية التي يجب العمل على تحقيقها في:

1- القضاء على الفقر المدقع والجوع.

2-تعميم التعليم الابتدائي بحلول سنة 2015 على أكثر تقدير.

3-تعزيز المساواة بين الجنسين في جميع مراحل التعليم بحلول سنة 2015 وتمكين المرأة.

4- تخفيض معدل وفيات الأطفال بمقدار الثلثين بحلول سنة2015 .

5- تحسين صحة الأمهات وتخفيض معدل الوفيات بينهن عند الولادة بمقدار ثلاثة أرباع بحلول2015.

6- مكافحة فيروس الإيدز وغيره من الأمراض المعدية الأخرى.

7-كفالة الاستدامة البيئية.

8-إقامة شراكة عالمية من أجل التنمية.[1]

[1] محي الدين حمداني، مرجع سابق، ص16

المبحث الرابع: انعكاس العولمة على التنمية والعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية

سنتناول في هذا المبحث متطلبات وعقبات التنمية الاقتصادية مصادر تمويلها بالإضافة إلى انعكاس العولمة عليها وأهمية سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

المطلب الأول: متطلبات وعقبات التنمية الاقتصادية

لتحقيق التنمية يجب تحقيق مجموعة من متطلبات ولكن في نفس الوقت تواجه عملية التنمية مجموعة عقبات وهذا ما سنحاول عرضه في هذا المطلب من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية

تتمثل متطلبات التنمية الاقتصادية فيما يلي:

1- التخطيط وتوفير البيانات والمعلومات اللازمة.

2- الإنتاج بجودة وتوفير التكنولوجيا الملائمة لتوفير الموارد البشرية المتخصصة.

3- وضع السياسات الاقتصادية الملائمة.

4- توفير الأمن والاستقرار اللازمين.

5- نشر الوعي التنموي بين المواطنين.[1]

6- توفير الموارد البشرية المتخصصة.

إن من أهم مراحل التنمية الاقتصادية هو ((التخطيط)) لذا سنقوم بشرح **عملية التخطيط: The planning process**

هناك الكثير من أساليب التخطيط لعملية التنمية وهناك مشتركات كثيرة في عملية التخطيط في البلدان النامية، إلا أننا وجدنا أن Tony Kiuick قد وضع النقاط التي تتميز بها عملية التخطيط:

1- يبدأ التخطيط من الاتجاهات والأهداف السياسية الحكومية ومحاولة تعريف التخطيط للأهداف السياسية وخاصة عندما تكون مرتبطة ارتباطاً عضوياً بالتنمية المستقبلية الاقتصادية.

2- تضع خطة التنمية استراتيجية يمكن عن طريقها إنجاز هذه الأهداف التي يتم ترجمتها في شكل مجموعة من الأهداف المحددة.

3- تحاول الخطة تقديم مجموعة من المبادئ والسياسات ذات الاتساق الداخلي ومنسقة مركزياً ويتم اختيار هذه المبادئ والسياسات كوسائل مثلى لتنفيذ الاستراتيجية وتحقيق الأهداف وتكون هناك نية لاستخدامها كإطار يتم الاسترشاد به بشأن القرارات اليومية.

4- تشمل الخطة على الاقتصاد بأكمله ومعنى الشمول هنا يتناقض مع مفهوم تخطيط القطاع العام أو أجزاء أخرى فقط من الاقتصاد القومي.

[1] سهيلة فريد النباتي، التنمية الاقتصادية دراسات ومفهوم شامل، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015، ص63.

5- لضمان الأمثلة والاتساق تستخدم الخطة نموذجاً للاقتصاد الكلي بقصد دعم الإسقاطات التي تتعلق بالأداء المستقبلي لاقتصاد الدولة.

6- في المعتاد، تغطي خطة التنمية مدة زمنية محددة ولتكن خمس سنوات مثلاً، ويتم التعبير المادي عنها في شكل وثيقة كخطة متوسطة الأجل ويمكن استخدام مدى زمني أطول من خلال إضافة خطط سنوية تكميلية.

أما مراحل التخطيط كما يراها توني كويك فهي:

- نماذج النمو الإجمالي، وتتضمن تقديرات اقتصادية كلية للتغييرات المخططة أو المطلوبة في المتغيرات الاقتصادية الرئيسية.
- نماذج المدخلات/ المخرجات، متعددة القطاعات والتي تتحقق من اتساق المتغيرات الخاصة بالإنتاج والموارد والتوظيف والنقد الأجنبي لمجموعة معينة من الأهداف الخاصة بالطلب النهائي وبما يضمن التنسيق بين تدفقات الناتج بين قطاعات الاقتصاد المختلفة.
- وأخيراً وربما هو الأكثر أهمية أن تتضمن الخطة مشروعات استثمارية محددة داخل كل قطاع باستخدام أسلوب تقييم المشروعات والتحليل الاجتماعي للتكلفة والعائد، إن مراحل التخطيط الثلاث (الكلي والقطاعي والمشروع) تشكل الأدوات الفكرية المتاحة أمام سلطات التخطيط.[1]

الفرع الثاني: عقبات التنمية

إن عملية التنمية في الدول النامية تواجه عدة عقبات أثرت على الأداء التنموي في هذه الدول، ونتيجة لذلك بقيت العملية التنموية تراوح مكانها مما أدي إلي استمرار مظاهر التخلف في اغلب الدول النامية، ويعتبر العديد من المفكرين أن كل الخصائص و المميزات التي تتصف بها الدول المتخلفة تمثل في الواقع عقبات حقيقية أمام سيرورة عملية التنمية، وتتمحور أهم عقبات التنمية في العناصر التالية :

1-العقبات الاقتصادية: من الناحية الاقتصادية هناك الكثير من العقبات التي تكبح عملية التنمية وتجعلها تراوح مكانها، وتتمثل أساسا فيما يلي:

أ- الحلقات المفرغة: الدول المتخلفة تعاني من عدة حلقات مفرغة تعيق التنمية، واهم هذه الحلقات هي الحلقة المفرغة للفقر. ففي هذه الدول تكون الإنتاجية الكلية منخفضة بفعل انخفاض مستوي الاستثمار الناتج عن انخفاض المدخرات لانخفاض مستويات الدخل، وتعمل هذه الحلقة من جانب الطلب من خلال ضعف الحافز على الاستثمار ومن جانب العرض عن طريق تدني مستويات الادخار ونتيجة لذلك تعجز الدول المتخلفة عن توفير الحجم اللازم من الاستثمارات بالنظر لقصور حجم الادخار وبالتالي تعجز عن الخروج من حلقة الفقر. كما أن الواقع الاقتصادي يشير إلى وجود حلقات مفرغة متعددة كالحلقة المفرغة الخاصة بانخفاض المستوى التعليمي والحلقة المفرغة الخاصة بانخفاض المستوى الصحي،

[1] فارس رشيد البياتي، مرجع سابق، ص ص68-69.

ويشير الإطار العام لنظرية الحلقة المفرغة إلي وجود ارتباط كبير بين كل من الفقر ومستوى الاستثمار والادخار.

ب- محدودية السوق: إن محدودية السوق تشكل في اغلب الدول المتخلفة عقبة حقيقية أمام عملية التنمية نتيجة تخلف الأنظمة التجارية وجمود حركة عناصر الإنتاج وعدم مرونة الأسعار وقلة التخصص، مما يساهم في عدم الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة وهذا ما يجعل مستوى الإنتاج في هذه الدول اقل بكثير من المستوى المتاح من الموارد. كما أن حجم السوق يتحدد بجملة من العوامل كمستوى الدخل الفردي الحقيقي طبيعة، الإنتاج، حجم شبكة النقل، المواصلات، درجة الاكتفاء الذاتي، طبيعة الأنظمة التجارية المعتمدة وحجم السكان. حيث أن انخفاض مستوى الدخل مثلا يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية مما يعني تقلص مستوى الطلب الكلي وهو ما يحد من توسع السوق. كما أن طبيعة الإنتاج تؤثر على حجم السوق فإذا كانت نسبة كبيرة من الإنتاج موجهة للاستهلاك النهائي فان ذلك سيحد من توسع السوق وهذا حال اغلب الدول المتخلفة التي تنتج بهدف تحقيق الاكتفاء الذاتي وليس من اجل التبادل، ونفس الأمر ينطبق على المتغيرات الأخرى

ت- محدودية الموارد البشرية: تشكل محدودية الموارد البشرية من حيث الكم والنوع تحديا كبيرا أمام استمرارية العملية التنموية وتحقيق أهدافها، لأن عدم كفاية وكفاءة الموارد البشرية يعكس انخفاض في مستوى الإنتاجية وفي حركة عناصر الإنتاج مما يؤدي إلى انكماش في حجم الإنتاج، وقد لوحظ انه في اغلب الدول المتخلفة ليس هناك استغلال أمثل لرأس المال البشري لانخفاض مستوى المهارة والمعرفة الفنية إلى جانب انتشار قيم تقليدية ومؤسسات اجتماعية تضعف من الحوافز الدافعة لعملية التنمية، ولمجابهة هذا التحدي يجب الاهتمام بتنمية الموارد البشرية لتساهم بشكل فعال في عملية التنمية.

ث- احتياطي الصرف الأجنبي: إن عدم تكافؤ العلاقات التجارية الدولية تصب دائما في مصلحة الدول المتقدمة كما يشير إلى ذلك العديد من الاقتصاديين من أمثال .R.Perbisch و .G.Myrdalمما يشكل تحديا آخرا أمام الدول المتخلفة التي شهدت توسعا كبير في حجم تجارتها الخارجية بفعل الانفتاح الاقتصادي، حيث يتميز هيكل تجارتها الخارجية بالاعتماد بشكل كبير على صادرات السلع الأولية التي تتميز بانخفاض في مرونة الطلب، وهو ما يعني سرعة استجابة اقتصاد الدول المتخلفة للتقلبات التي تحدث في الأسواق الدولية و خصوصا في فترات الركود الاقتصادي، حيث تميل نسب التبادل الدولي لصالح الدول المتقدمة فتنخفض صادرات الدول المتخلفة وينتج عن ذلك انخفاض حصتها من العملات الأجنبية مقابل ارتفاع تكلفة وارداتها، الأمر الذي يؤثر على موازين المدفوعات التي تميل إلي العجز، ويكون نتيجة ذلك تقهقر العملية التنموية .[1]

[1] علام عثمان، مرجع سابق، ص74-75.

2- العقبات الاجتماعية: إن الحديث عن كيفية قيام المجتمعات بالتنمية يقودنا إلى التأكيد على أهمية توفر المجتمع على منظومة من القيم تساعد على تحقيق التنمية ولا تعيقها. ففي ظل تدني المستويات الثقافية والتعليمية وضعف ارتباط التعليم بالمجال العلمي والإنتاجي وعدم توفر الإمكانيات اللازمة للتدريب والتكوين إضافة لتدهور المستوى الصحي والمعيشي للأفراد يصعب تحقيق أهداف التنمية، حيث تشكل هذه الظروف عائق كبير لتحقيق التنمية في المجتمع بفعل محدودية الموارد البشرية التي تؤدي الي انخفاض مستوى الإنتاجية وهو ما يساهم في ضعف أداء مختلف الأنشطة الاقتصادية. والملاحظ أن اغلب الدول المتخلفة تعاني من انخفاض كبير فيما يتعلق بالقدرات والإمكانيات الإدارية والتنظيمية بجانب ضعف مستو ي الحرص والجدية في جوانب عديدة، مما يفسر المشاكل الكبيرة التي تميز هذه الدول، ولذلك يرى العديد من المفكرين أن توافر كل من الدوافع أو الحوافز لتحقيق التنمية إضافة لعنصر التنظيم الذي يمثل أحد العناصر الأساسية للإنتاج ضروري ومهم لاستمرارية وفعالية العملية التنموية التي تحتاج إلى استخدام الطرق والأساليب الإدارية الجديدة في مختلف المجالات لتحقيق أهدافها.

3- العقبات التي تواجه الحكومات: إن عملية التنمية تحتاج لفاعل مريد صاحب سلطة ويملك الإرادة يتمثل في الحكومة، فمنذ نهاية الحرب العالمية الثانية إلي يومنا هذا لوحظ تنامي كبير لدور الحكومات في إدارة عملية التنمية بحيث يستحيل أن تتحقق تنمية بدون إدارة و دعم حكومي و هذا ما ينطبق على تجربة دول جنوب شرق آسيا التي حققت معجزة تنموية منذ أوائل الستينيات عن طريق جملة من السياسات و الإجراءات التي قامت بها حكومات هذه الدول، خصوصا في ما يتعلق بالسياسات الصناعية وتشجيع التعاون و إدارة المنافسة و النمو المنصف بقيادة التصدير .كما أن التنمية بحاجة إلى بيئة مستقرة ومؤسسات قوية تستند إليها و تضمن الاستقرار السياسي الذي يمثل شرط أساسي لتحقيق التنمية، ويجب أن يرتبط الاستقرار مع الاستقلال السياسي فكل القرارات و السياسات و الإجراءات المتبعة و المتخذة في إطار عملية التنمية لابد أن تكون ملائمة و متوافقة مع المصلحة الوطنية و غير خاضعة لأية ضغوط خارجية، حيث أن الاضطرابات السياسية و التبعية للخارج هي احد السمات التي تتميز بها معظم الدول المتخلفة بحيث تشكل تحديا حقيقيا أمام تحقيق الأهداف التنموية وتزيد في عمق هوة التخلف.[1]

[1] علام عثمان، مرجع سابق ، ص75.

4-العقبات الدولية : يعتبر عدد كبير من الاقتصاديين أن العوامل الخارجية الناشئة عن الضغوطات التي تفرضها الدول المتقدمة على الدول المتخلفة تشكل عقبة حقيقية تحد من جهود التنمية في هذه الدول، فالسياسات المرتبطة بحرية التجارة في إطار العولمة تؤثر سلبا على تطور الصناعة الناشئة في الدول المتخلفة نتيجة العلاقات الاقتصادية غير المتكافئة حيث أجبرت الدول المتخلفة على إنتاج و تصدير السلع الأولية مقابل تخصص الدول المتقدمة بإنتاج و تصدير السلع المصنعة التي تتميز بأسعار مرتفعة مقابل السلع الأولية، ونتيجة لذلك نستنتج أن العوامل الخارجية ممثلة في التبعية الاقتصادية و العلاقات التجارية غير المتكافئة تشكل تحديا كبير أمام الدول المتخلفة وتمثل عقبة حقيقية أمام عملية التنمية .[1]

المطلب الثاني: تمويل التنمية وانعكاس العولمة عليها

تقتضي التنمية الاقتصادية توفير الموارد المالية اللازمة للتنمية وتستخدم الدولة كل الوسائل والإمكانيات لتوفير المال اللازم للوصول إلى هذا الهدف، إلا أن ضعف الادخار الخاص مع سوء استخدامه وارتفاع الميل الحدي للاستهلاك يستلزم على الدولة القيام بوضع وتنفيذ خطط إنمائية متكاملة وتوفير الموارد المالية اللازمة لتمويلها، ومصادر التمويل متعددة.

وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى مصادر تمويل التنمية بالإضافة إلى إبراز انعكاسات العولمة على التنمية.

الفرع الأول: مصادر تمويل التنمية

إن تمويل التنمية مسئولية جماعية ولا يجب النظر إلى التنمية الاقتصادية على أنها سياسة تقبل التأجيل بل إنها ضرورة ملحة ومن الناحية الاقتصادية فان تمويل التنمية يعتمد على عدة مصادر هي:[2]

1- مصادر التمويل الداخلي

2- مصادر التمويل الخارجية

أولا: مصادر التمويل الداخلية

تمويل التنمية الاقتصادية يعني في الأساس بحث مصادر الادخار المحلي وبحث الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية، والادخار كما نعرف هو الامتناع عن الاستهلاك، وبالتالي فالقدر الذي يتم به الامتناع عن الاستهلاك تزداد المدخرات ويزداد الاستثمار (التراكم الرأسمالي) طالما استطعنا توجيه هذه المدخرات لأغراض الاستثمار المنتج، كذلك يترتب على الامتناع عن الاستهلاك (زيادة الادخار) التخفيف من حدة الضغوط التضخمية التي تصاحب في العادة عملية الإنماء الاقتصادي.[3]

---

[1] علام عثمان، مرجع سابق ص-76.

[2] سهيلة فريد النباتي، مرجع سابق، 2015

[3] عمرو محي الدين، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت، دون سنة، 1975، ص450.

وإذا نظرنا إلى مصادر الادخار المحلي نجدها تتمثل في القطاع العائلي وهو مصدر الادخار الفردي أو العائلي، قطاع الأعمال سواء قطاع الأعمال العام (القطاع العام) أو قطاع الأعمال الخاص وتتمثل مدخراته في الأرباح المحتجزة في هذا القطاع أو يطلق عليه فائض المشروعات العامة والخاصة، والمدخرات الحكومية وتتمثل مدخراته في فائض الميزانية العامة للدولة أي في زيادة الإيرادات عن المصروفات العامة الجارية، أما إذا نظرنا إلى وسائل تعبئة هذه المدخرات فقد تكون الوسائل اختيارية وقد تكون إجبارية أي وسائل انتزاع الادخار جبرا عن الأفراد والمؤسسات مثل الضرائب والتضخم، ويرى البعض في الضرائب والتضخم والقروض مصادر للادخار، وهناك مصدر آخر للادخار ووسيلة أخرى لتعبئته في الدول النامية، هذا المصدر هو الادخار الكامن في البطالة المقنعة (أو فائض قوة العمل) والتي يمكن استخدامه في أغراض التكوين الرأسمالي بوسائل مختلفة.

ويجب أن نشير إلى أن لتمويل التنمية معنيان، معنى حقيقي ومعنى نقدي، أما المعنى الحقيقي فنقصد به توفير الموارد الحقيقية وتخصيصها لأغراض التنمية، وتتمثل هذه الموارد الحقيقية في سلع الاستهلاك اللازمة لسد حاجات المشتغلين في مشروعات التنمية (المشروعات الاستثمارية). أما النوع الثاني من الموارد الحقيقية فيتمثل في سلع الاستثمار (أي المعدات والآلات) وهذه السلع إنما تمثل في الأساس موارد حقيقية، كانت موجه إلى الاستهلاك ولكنها بدلا من ذلك وجهت إلى إنتاج سلع الاستثمار، أما المعنى النقدي للتمويل فنقصد به المصادر التي تحصل منها الدولة على الموارد الحقيقية للتنمية.[1]

ثانيا: مصادر التمويل الخارجية

إن الدول التي لا تستطيع تدبير الادخارات المحلية الكافية لدفع عملية التنمية الاقتصادية إلى الأمام تلجأ عادة إلى تدبير التمويل اللازم من الخارج.[2]

إن التمويل الخارجي لعملية التنمية يكون عن طريق تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للدول النامية، ويرجع أهمية التمويل الخارجي إنه في أغلب الدول النامية يعجز المستوى الملائم للاستثمارات اللازم تحقيق معدلات مرتفعة للتنمية، وتؤدي رؤوس الأموال الأجنبية إلى التغلب على صعوبة العجز المحلي للمدخرات المحلية ومن ثم تسهيل القيام بعملية التنمية الاقتصادية، وحيث أن المدخرات المحلية تمثل في حقيقة الأمر امتناع عن الاستهلاك فان إضافة المدخرات الأجنبية إلى المدخرات المحلية يؤدي إلى تخفيف عبء التنمية (عبء الامتناع عن الاستهلاك لتوليد المدخرات) عن الأجيال الحاضرة تتحمل جزء منها الأجيال المستقبلية في تحمل تلك الأجيال بعبء سداد الفوائد واصل الديون المستحقة، ذلك أن هذا العبء سوف يقع على الموارد المحلية في المستقبل التي يجب تحويلها إلى الخارج لسداد هذه الديون.[3]

---

[1] حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)، دار البداية ناشرون وموزعون عمان، 2014، ص ص141-143.

[2] جابر احمد بسيوني، محمد محمود مهدلى، التنمية الاقتصادية (مفاهيم –نظريات-تطبيقات)، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2012، ص128.

[3] حربي محمد موسى عريقات، المرجع سابق، ص143.

الفرع الثاني: انعكاسات العولمة على التنمية

أولا: العولمة نقيض التنمية: يعتقد كثير من الاقتصاديين أن هناك بعض الجوانب الايجابية للعولمة، ولكن هذا لا يعني خلوها من الآثار السلبية، التي أضحت ظاهرة لا يمكن تجنبها، وإنما لابد أن تسعى الدول النامية إلى وضع سياسات اقتصادية للتخفيف من أثارها، ومع ذلك ذهب البعض إلى اعتبار العولمة نقيض لعملية التنمية فما هي مبررات ذلك:[1]

1- إن أهداف(العولمة) لا يمكن أن تؤدي إلى تحقيق التنمية المنشودة بالمفهوم الحقيقي للتنمية، بل فاقمت مشاكل الدول النامية، وأدت إلى إفقارها ونمو مديونيتها الخارجية وإفقار مواطنيها لحساب فئة محدودة ارتبطت بالانفتاح الاقتصادي، كما أدت إلى القضاء على صناعتها الناشئة واستنزاف مواردها وسيرورتها سوقا تابعة.

2- إن العولمة هي اقتصاد الوهم القائم على دعوى أن التنمية يمكن أن تشتري أو تتقايض بالاستثمارات الأجنبية، أو تتم(بالإنابة) عبر الشركات متعددة الجنسية التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بنهج العولمة، وتعتمد على تطور تلك الشركات ونمو نشاطاتها الاقتصادية الدولية في ظل التطورات التقنية الهائلة بمساعدة بيئة دولية مواتية نتيجة التطورات الدراماتيكية خلال عقد التسعينات من القرن العشرين.

3- وفي كل الأحوال فأن اقتصاد البلدان المرتبطة بالعولمة ابتعدت عن(تصنيع) التنمية إلى(شراء) التنمية. والعولمة بهذا المعنى تقدم نوعاً من التنمية ذات الارتباطات العالمية، هذا النوع من التنمية لا علاقة له بأهداف التنمية الوطنية، ولا علاقة له بتصحيح هياكل الإنتاج الوطنية، أنما علاقة ديناميكية بالاقتصاد العالمي ومصالح مراكز المنظومة الرأسمالية فيه وفي إدارته.

4- إن الانصياع لهذا التوجه الخطير يؤدي بالضرورة إلى قبول الاقتصادات النامية مبدأ التبعية الواعية المذلّة، والتنازل الطوعي تدريجياً عن مقومات السيادة الوطنية لصالح مبدأ السيادة الاقتصادية العالمية.

وعليه فان تحقيق التنمية المنشودة تحتاج إلى وجود قيادة وطنية مبدعة متعلمة ومعلَّمة، ذات توجهات تقدمية على رأس الدولة كي تقود البلد، وفق استراتيجية وطنية، بحيث لا تتبع القوى الخارجية ولا تسمح لها بالسيطرة على أسواق ومقدرات وموارد البلد. والدولة بهذا المعنى تخدم المجتمع وتقوده وتطوره وتعمل على دعم الطبقات الاجتماعية، والعمل على جعل الاقتصاد موجهاً نحو أهدافه التنموية.[2]

ثانيا: انعكاسات العولمة على عملية التنمية: إن المسببات الأساسية لتصاعد مديونية بلدان العالم الثالث هي الدول الصناعية التي استعمرت هذه البلدان، واستغلت مواردها بالاحتلال العسكري المباشر مدة طويلة من الزمن، وتحول هذا الاستغلال إلى صور أخرى أخذت صيغا أخرى، منها المديونية، واحتكار

---

[1] جمال داود سلمان الدليمي، التنمية الاقتصادية نظريات وتجارب، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015، ص175.

[2] عبد الأمير شمخي الشلاه، العولمة رؤى تحليلية نقدية، http://www.althakafaaljadeda.com

التكنولوجيا، والهيمنة الاقتصادية وخاصة ما بعد الحرب العالمية الثانية وحتى يومنا هذا حيث تطورت وسائل الاستغلال وازدادت اتساعاً وحدة في ظل العولمة.

إن النظام الدولي القديم والجديد يتبنى عمليات النهب والابتزاز وتقسيم مناطق النفوذ في العالم، على أسس نفعية إلى عالمين، عالم جنوب مدين ومُنتج للمواد الأولية ومستغل/ وعالم الشمال/ متقدم، دائن، منتِجْ للسلع الصناعية ومسيطر على الوسائل التقنية المتقدمة. ويسعى العالم الدائن القوي المسيطر بمختلف الوسائل إلى جعل البلدان النامية تابعة له، ومسلوبة الإرادة سواء ذلك بقعقعة السلاح أو بالتبعية الاقتصادية والسياسية، ونتيجة لهذا التقسيم الجائر ازدادت بصورة كبيرة-خاصة منذ بداية عقد التسعينات-ازدادت مديونية دول الجنوب التي تضم أيضا دول العالم الثالث. والديون هذه في تصاعد مستمر.

- وكمثال على هذا الواقع، نعرض هذه المجموعة الإحصائية عن مديونية العالم الثالث

*مجموع مديونية العالم الثالث بلغت عام (1991) (1250.4) مليار دولار موزعة كما يلي:

1- أمريكا اللاتينية تحتل مركز الصدارة في المديونية(682.2) مليار دولار أي ما يعادل 38.7 % من إجمالي الدين الخارجي للدول النامية.

2- الدول الأسيوية تحتل المرتبة الثانية من حيث المديونية (32.9%) من إجمالي الديون الخارجية.

3- الديون الإفريقية/ حجم ديونها الخارجية(283.6) مليار دولار أي ما يعادل (16.1%) من إجمالي الخارجي.

4- دول المشرق العربي ومحيطه الإقليمي وأوروبا(217) مليار دولار أي ما يعادل (12.32 %) من إجمالي الدين العام الخارجي للدول النامية.

- وتسود العالم حالياً مطالبة واسعة بضرورة معالجة الأزمة الناشئة عن ارتفاع المديونية كإعادة جدولتها، وإسقاطها عن الدول التي لا تستطيع تسديد تلك الديون. [1]

ومن نتائج سياسة الليبرالية الجديدة وتأثيراتها السلبية على التنمية الوطنية الحقيقية للدول النامية وعلى مجمل الحياة الاقتصادية والثقافية لهذه البلدان أنها ظلت منشغلة بإنماء الرأسمالية، وتعزيز مؤسساتها، وزيادة تكديس الثروة لدى فئة صغيرة دون مراعاة لحقوق الإنسان، ويكفي أن نشير إلى أن هناك 20% من دول العالم تستحوذ على 85% من الناتج الإجمالي العالمي وعلى 84% من التجارة العالمية، ويمتلك سكانها 85% من مجموع المدخرات العالية.

هذا التفاوت القائم بين الدول يوازيه تفاوت آخر داخل كل دولة حيث تستأثر قلة من السكان بالجزء الأعظم من الدخل الوطني والثروة الوطنية في حين تعيش أغلبية السكان على الهامش. [2]

المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية

وجدت البورصة لتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، ومن ثم فإنها ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. فالبورصات تعمل على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى

[1] عبد الأمير شمخي الشلاه، مرجع سابق.

[2] جمال داود سلمان الدليمي، مرجع سابق، ص177.

الطلب وقوى العرض، وإتاحة الحرية الكاملة وتوفير العلانية الكاملة والشفافية الواضحة لأجراء كافة المعاملات والمبادلات. ومن ثم تعمل البورصة على ضمان حقوق المتعاملين جميعا وبما يكفل حماية ووقاية أي منهم من التيارات الضارة بمصالحهم وأموالهم وحقوقهم. وبالتالي فان البورصات لها دور رئيسي تزداد وتتضح أهميته وضرورته في المجتمعات الحرة اقتصاديا والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية للأشخاص والمؤسسات والمنظمات والتي معها تقوم البورصة بالدور الكبير في الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار فضلا عن القيام بأدوار عديدة.[1]

الفرع الأول: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد القومي

تقوم الأسواق المالية بوظائف عديدة في الاقتصاد القومي، ويمكن إجمال أهميتها فيما يلي:

1- تصلح أن تكون أداة لتوزيع ثروة بين الناس وتحقيق العدل حتى لا يكون المال دولة بين الأغنياء فقط. فالثروة التي يمتلكها عدد من الناس يمكن توزيعها بسهولة إلى الآخرين بواسطة السوق الثانوية أو البورصة.

2- تسهيل تسييل رؤوس الأموال بصفة سريعة ومستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا من المقرضين أو المساهمين.

3- تقديم فرص أعمال جديدة إلى الناس من كل الطبقات وذلك بتوسيع عمليات البورصات من وقت لآخر.

4- زيادة إيرادات الحكومة من حيث تكلفة الضرائب على الصفقات التجارية سواء كانت من قبل المؤسسات المالية أو من قبل الأشخاص.

5- إن سوق الأوراق المالية تعتبر معيارا أساسيا للوضع الاقتصادي القومي إذ إن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار كما يرى علماء التمويل والاستثمار وخبراء البورصة يعتبر مؤشرا لقوة الاقتصاد الوطني وضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

6- تقوم هذه السوق بعمليات البيع والشراء بسرعة وسهولة من حيث جذب المستثمرين للاستثمار لتمكينهم من بيع حقوقهم بسهولة في أي وقت دون انتظار إلى اجل الاستحقاق. فبعدم وجود الأسواق المالية تعطل المؤسسات الاستثمارية من حيث الاكتتاب الواسع عند الإنشاء، أو عند زيادة رأسمالها، وتوسيع عملياتها، وذلك لان السهم المكتتب به في ظل هذا الغرض لن يحول إلى أصل نقدي إلا عند تصفية أعمال المؤسسة الاستثمارية نهائيا.

7- المساهمة في تطبيق السياسات المالية لدى الحكومات فوجود سوق ثانوية من شأنه أن يمهد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، حيث يكمل بعضها الآخر في التأثير على حجم الطلب الكلي وتحقيق الهدف حسب الظروف الاقتصادية.

[1] صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علميا-عمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص13.

8- تقوم الأسواق المالية بتوزيع رؤوس الأموال على مختلف المشروعات الاستثمارية، إذ إن لها صلة وثيقة بين المشاريع وادخارات الأفراد. فهي تهتم بمصالح المشاريع الاستثمارية التي تسعى إلى تكوين رأسمالها أو زيادته، ومصالح الأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم.

9- الاقتراض من الخارج فانه يكلف الدولة أعباء مالية باهظة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، وأعباء خدمة الدين، وتدخلات إدارية وسياسية خارجية.

10- المساعدة في جذب رؤوس الموال الأجنبية للمشاركة في المشاريع المحلية، كما أن ما يحصل عليه المواطنون غير المقيمين من الأرباح له أثر إيجابي على ميزان المدفوعات.

11- تمثل السوق الثانوية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة، وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم أو الانكماش.

12- أن سوق الأوراق المالية تعتبر واسطة بين جميع شبكات فعاليات الاقتصاد الكلي، ومنها المصارف والمؤسسات الاستثمارية وبيوت التمويل، لما لها من القدرة على تجميع المعلومات وتوثيق البيانات، مما يوفر قاعدة جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الموثوقة.

13- تمثل البورصة سلطة رقابية للسيطرة على العمليات السيئة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على الأنشطة في داخل البورصة وخارجها.[1]

14- إن الاقتصاد القومي لأي دولة تتحقق له التنمية عن طريق المدخرات وإذا توافرت المدخرات فهي لن تحقق تنمية إلا إذا تم توجيهها نحو الاستثمار، وعليه فطالما هناك انفصال بين المدخرات والاستثمار فلن تتحقق أي تنمية اقتصادية وان هذه الأخيرة لن تحقق إلا إذا تم توجيه المدخرات نحو الاستثمار ومن المعروف اقتصاديا أن الشركات المساهمة هي التي تقود عملية التنمية الاقتصادية، وكما قال" آدم سميث" أن لها نصيب الأسد في التنمية الاقتصادية وتوفر سوق رأس المال وعلى رأسها البورصات التمويل اللازم لهذه الشركات عن طريق إصداراتها من الأسهم التي يتم تداولها في البورصات عادة . وأخيرا وليس آخرا فان التنمية الاقتصادية لن تتحقق إلا بشبكة مترابطة من المؤسسات والأسواق المالية التي توفر لها التمويل المالي والسيولة النقدية عند الضرورة.[2]

الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للمؤسسات والأفراد

تقوم أسواق الأوراق المالية بوظائفها المتعددة، ومن أهميتها من قبل الأشخاص والمؤسسات كما يلي:[3]

أولا: بالنسبة للفرد: الرغبة في الادخار لدى الإنسان طبيعية، فالإنسان يكّون ثروة لكي يستفيد منها في المستقبل، وذلك تحسبا لحدوث أشياء لا يعلمها في المستقبل، حيث أن دخله من عمله أو استثماره قد ينخفض أو ينتهي بسبب المرض أو العجز أو الكوارث أو أي سبب آخر فإنه يسعى إلى الادخار.

[1] محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص ص45-47.

[2] محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص90.

[3] محمد صبري هارون، المرجع سابق، ص48.

وعندما يدخر الفرد بعضا من أمواله فإنه إما أن يحتفظ بها في صورتها النقدية السائلة، لكن الحياة أثبتت أن النقود لا تحتفظ دائما بقوتها الشرائية، فهي تتآكل شيئا فشيئا وبافتراض أنها تحتفظ دائما بقوتها الشرائية لكنها لا تنمو، وإما أن يقرضها لأحد أو يودعها في بنك مقابل الحصول على فائدة ثابتة، ورغم أن الفوائد من القرض ثابتة والمخاطر محدودة، إلا أن التضخم يكون في بعض الأحيان أكبر من الفائدة، وبالتالي فإن صاحب المال يخسر رغم الفائدة.

ولتفادي ما سبق، فإن المدخر يقبل بتحمل بعض المخاطر نظير اشتراكات في اقتسام الأرباح التي تستغل أمواله في تحقيقها، ويتحقق ذلك عن طريق شراء أسهم شركات تمثل جزء من رأس مالها، بحيث يتحول المدخر إلى شريك له حق المشاركة في اقتسام أرباح المشروع .ولذا فقد وجد سوق الأوراق المالية لتشجيع حاجات ورغبات المتعاملين، وهو بالتالي ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وقد أتى هذا السوق ليلبي رغبات الناس لما له من أهمية خاصة تتمثل في حماية المستثمرين.

ويمكن القول إن سوق الأوراق المالية يوفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، بالإضافة إلى إمكانية تحويل الاستثمار وذلك عن طريق إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها.[1]

ثانيا: بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية: الحصول على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، "حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة، يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها"، وعليه فإن القيد بالبورصة

يعتبر نوعا من الاعتراف بقدرة الشركة وكفاءتها وضمان لربحيتها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، وبهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض" التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم"، التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدرا للتمويل من جهة ووسيلة لتنويع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة؛ إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها. ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق

[1] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص ص87-88.

المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.[1]

الفرع الثالث: العلاقة بين الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية

سنتطرق في هذا الفرع إلى أداء أسواق الأوراق المالية والعلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية بالإضافة إلى أوجه التفاعل بين أسواق الأوراق المالية ومستوى النمو الاقتصادي.

أولا: أداء أسواق الأوراق المالية

تعد أسواق الأوراق المالية النشطة عنصرا مؤثرا في مسيرة التنمية الاقتصادية لأنه في غياب مثل هذه الأسواق سوف يتردد إن لم نقل يحجم كثير من المستثمرين عن توظيف ادخاراتهم مدفوعين بقلة الرغبة لديهم في توجيه رساميلهم نحو استثمارات غير سائلة.

وحقيقة الأمر إن الدول التي لديها أسواق أسهم منظمة قد حققت معدلات نمو أعلى من تلك التي ليس لديها أسواق متشابهة كما أن الدول التي يوجد لديها تلك الأسواق إلى جانب نظام مصرفي متقدم استطاعت أن تنمي اقتصاداتها بوتيرة أعلى من تلك الدول التي تفتقر إلى أسواق الأوراق المالية وأنظمة مصرفية منظمة ومتطورة الأمر الذي يترتب عليه أهمية دور أسواق الأسهم المنظمة والتشريعات المصرفية المتطورة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية قدما.

غير أن أداء أسواق الأسهم لذلك الدور التنموي يبقى رهنا بمستوى الدعم الذي تلقاه جراء سياسات اقتصادية ترمي إلى توفير مساحة أوسع من حرية للعمل للقطاعات الخاصة إضافة إلى تسهيل دخول الرساميل الأجنبية إلى البلاد.

ومن الثابت أن الغالبية الساحقة من الدول التي رفعت القيود أمام التدفقات المالية الخارجية قد حققت ارتفاعا في منسوب النشاط في سوق الأوراق المالية لديها بحيث انه لم يحصل عموما في هذه الدول تراجع في حجم النشاط أو السيولة بعد فتح أبوابها أمام الاستثمارات الأجنبية.

– ولا ريب في أن زيادة حجم الحركة في سوق الأوراق المالية تنعكس زيادة في مستوى النمو الاقتصادي مع العلم بان دخول الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية من شانه رفع حدة التقلبات في هذه الأسواق خلال سنوات قليلة تعقب إلغاء العوائق في وجه الاستثمارات الأجنبية تمهيدا لاتجاه السوق بعدئذ إلى الهدوء والاستقرار.[2]

---

[1] زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص3-4.

[2] أحمد سفر، مرجع سابق،ص99.

ثانيا: العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية

سنعرض أهم مظاهر العلاقة بين أسواق الأسهم والنشاط الاقتصادي:

– توجد صلة مباشرة وملموسة بين حجم النشاط في أسواق الأسهم ومعدل النمو الاقتصادي المتوقع، خاصة في الاقتصادات النامية، بمعنى أنه كلما دلت المؤشرات على تحسن الوضع الاقتصادي كلما انعكس ذلك نشاطا في أسواق الأسهم.

– تبقى العلاقة بين حركة سوق الأسهم ومستوى النشاط الاقتصادي ضعيفة، ولاسيما في الاقتصادات الخالية من الأطر المؤسسية الكفيلة بتنشيط التعامل في أسواق الأسهم (أسواق مالية منظمة، بنى تشريعية وتنظيمية، هياكل تقنية وفنية...).

– الأسواق المالية المنظمة من شأنها زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي على أساس أن إظهار البيانات المالية عن أحوال الشركات بإفصاح وشفافية كفيل بتوجيه المستثمر إلى التعامل مع الشركات ذات الأداء الأفضل.

– إن قيام سوق أسهم منظمة من شانه دفع الحركة الاقتصادية بواسطة خفض تكاليف انتقال حقوق الملكية في الشركات المدرجة وكذلك من خلال خفض حجم الأصول السائلة المعطلة وتعظيم حركة النمو للصول الاستثمارية.

ثالثا: أوجه التفاعل بين أسواق الأوراق المالية ومستوى النمو الاقتصادي

وبناء على ذلك فإن التفاعل الايجابي المتبادل بين أسواق الأوراق المالية ومستوى النمو الاقتصادي يمكن إظهاره من خلال:

1- يشكل سوق الأسهم المنظمة دافعا جوهريا لصانعي القرار من اجل التركيز على القرارات الاستثمارية المساعدة على رفع قيمة الشركة على المدى الطويل جراء انتظام المكافأة المرتبطة بتملك أسهم الشركة.

2- توفر سوق الأوراق المالية تنويع محافظ الاستثمار وبالتالي تخفيض المخاطر ما ينعكس إيجابا على أداء الشركات ومن ثم ينعكس على البناء الاقتصادي العام من خلال تشغيل الفوائض النقدية.

3- تسهل سوق الأسهم المنظمة عملية جذب السيولة من الخارج نظرا لالتزامها معايير الأداء العالمية ما يؤدي إلى إنعاش تمويل المشاريع المحلية خاصة في ظل الأموال المهاجرة وانتظامها في قنوات استثمارية تتمثل في شركات مسجلة في البورصات.

وضمانا لتحقيق هذه الأهداف يتعين على الأسواق المالية تطوير التشريعات والأنظمة التي ترعى أنشطتها ولاسيما لناحية:

- الحرص على الشفافية والإفصاح وتيسير اطلاع المستثمرين على المعلومات والبيانات المطلوبة.
- الحؤول دون تسريب معلومات داخلية بحيث يستفيد من ذلك مستثمرون معينون دون الآخرين.
- التزام معايير محاسبة توفر صدقية البيانات المالية بصورة مطابقة للواقع.[1]

[1] أحمد سفر، مرجع سابق، ص ص100-101.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل التعرف على انعكاس العولمة على الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية حيث توصلنا إلى أن:

1- للعولمة أدوات عديدة أسهمت وتسهم في انتشارها كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية والشركات المتعددة الجنسية بالإضافة إلى ثورة الاتصالات والمعلوماتية التي ساعدت على انتشارها في الوقت الحالي.

2- إن عولمة الأسواق المالية آثار عميقة على الاقتصاد العالمي تحت ذريعة تخصيص الموارد المالية على نطاق العالم بصورة أكفا مما كان ممكنا في الماضي. وليس هناك إجماع بين الاقتصاديين على مخاطر العولمة المالية ومنافعها بالنسبة للاقتصاد العالمي، فهناك من يثبت جدواها في تدعيم الاستقرار بين الدول أو في انتقال الدول من مستوى تنموي معين إلى مستوى اعلي، في حين يرى آخرون أن إطلاق العنان أمام تدفقات رأس المال في شانه تدمير الاستقرار المالي العالمي.

3- تتعرض العولمة المالية، وهي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود، للوم عادة بسبب سلسلة الأزمات الاقتصادية المدمرة التي عصفت بعدد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينات في أمريكا اللاتينية وفي التسعينات في المكسيك وبضعة من بلدان آسيا.

4- إذا كانت هناك ثمة مخاطر أو سلبيات للعولمة الاقتصادية يمكن أن تهدد مسارات التنمية الاقتصادية في الدول النامية فإنها بالمقابل تتيح فرصا مواتية يمكن الاستفادة منها في مجالات متعددة أهمها زيادة الصادرات وتسهيل نقل التكنولوجيا وإثارة الهمم لزيادة درجة التنافسية الدولية، فسلبيات العولمة لا يمكن أن تحجب الضوء عن حفنة من مزاياها وفوائدها.

الفصل الرابع

قياس أثر مؤشرات أسواق المال في تنمية اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي وآفاق تطويرها

تمهيد

المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية الخليجية

المبحث الثاني: آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية وأهمية تطويرها لإصدار العملة الخليجية الموحدة

المبحث الثالث: أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي:بيانات ومؤشرات

المبحث الرابع: قياس أثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي

خلاصة الفصل

تمهيد

يعتبر المال من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية مثل غيرها من الحاجات ووجود الأسواق المالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال تعبئة الادخار الوطني وتوجيهه إلى تمويل الاقتصاد.

و قيام البورصات العربية بما فيها أسواق المال الخليجية كان من لوازم الإنماء الاقتصادي وإحداث التنمية رغم الاختلاف فيما بينها في ظروف وتاريخ إنشائها،و عدد الشركات المدرجة فيها وحجم التعاملات الجارية بها وغيرها من السمات والخصائص التي ترتبط بها إلا أن الهدف يبقى واحد. وفي هذا الفصل سنحاول إلقاء نظرة حول الأسواق المالية الخليجية و آفاق تطويرها وأهمية تطويرها لإصدار العملة الخليجية الموحدة وسنتطرق أيضا إلى أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي(بيانات ومؤشرات) بالإضافة إلى قياس أثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي .

المبحث الأول: نظرة حول الأسواق المالية الخليجية

تعتبر الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم بالمقارنة مع الأسواق العالمية، و في هذا المبحث سنحاول التعرف إلى سوق الكويت والإمارات وسوق الدوحة ومسقط للأوراق المالية، بالإضافة إلى سوق البحرين والسعودية للأوراق المالية، بمعنى أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الأول :نبذة عن سوق الكويت والإمارات للأوراق المالية

سنتناول في هذا المطلب نشأة سوق الكويت والإمارات للأوراق المالية بالإضافة إلى شروط الإدراج في هذه الأسواق.

الفرع الأول: نبذة عن سوق الكويت للأوراق المالية

في فيفري من عام 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يوميا من أسهم، ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات، ثم توزيعها على وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء.[1]وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ "سوق الكويت للأوراق المالية" سنة 1977 بموجب المرسوم الصادر في 1983/04/18.

يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة فيما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشتمل عضوية السوق على:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق وعضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

وفي شهر أبريل من عام 2014، تأسست شركة بورصة الكويت كشركة خاصة من أجل استلام وإدارة سوق المال الكويتي ونقل عملياته تدريجياً بشكل شفاف، فعّال وسهل الوصول إليه، حصلت شركة بورصة الكويت على الترخيص الرسمي في 5 أكتوبر 2016، تركز إستراتيجية شركة بورصة الكويت على تطوير أدوات الاستثمار، إعادة تنظيم السوق لخلق سوق تنافسي، العمل على زيادة السيولة وتوسعة قاعدة المستثمرين بهدف إصدار الاكتتاب العام للمواطنين الكويتيين.

ومن أجل ضمان مرحلة انتقالية ناجحة قامت بورصة الكويت بالاستعانة بالعديد من الخبراء لوضع إستراتيجية انتقالية،لم ترتكز الإستراتيجية فقط على ضمان نجاح المرحلة الانتقالية بل على تعزيز وضع السوق بشكل عام وعلى تلبية احتياجاته من خلال طرح منتجات وأدوات جديدة، تحسين البنية التحتية

[1] سلام عماد صالح ، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة،شركة أبوظبي للطباعة والنشر،أبوظبي،2002،ص182.

للبورصة وبيئة العمل لتتوافق مع المعايير العالمية ولبناء قاعدة قوية وشفافة وعادلة لسوق مالي يخدم جميع فئات المدخرات والتركيز على مصالح العملاء[1].

هذا والجدير بالذكر أن السوق الكويتي منفتح من الداخل إلى السوق العربية لعدم وجود ثمة قيود أو شروط على إخراج الأموال العربية أو استثمارها بالخارج.[2]

- **شروط الإدراج في السوق الكويت :**

1-السوق الرسمي

-أن لا يقل رأس المال عن 3مليون دينار أو ما يعادلها وان لا يقل إجمالي حقوق المساهمين عن 115 % من رأس المال المدفوع.

-تحقيق صافي ربح لسنتين على الأقل من آخر ثلاث سنوات مالية وان لا يقل متوسط صافي الربح لآخر سنتين عن 7.5 %من رأس المال المدفوع.

-أن لا يقل عدد المساهمين عن 150 مساهما إذا كان رأس المال 3 مليون دينار وان يكون 20 % من رأس المال المدفوع موزعا فيما بينهم بما لا يقل عن 20 ألف سهم لكل مساهم مع مراعاة هذا العدد والنسبة عند كل زيادة لرأس المال.

-يجب انقضاء سنة مالية على موافقة الجمعية العامة لرفع رأس المال إذا تمت زيادة لرأس المال بصورة مؤثرة.

2-السوق الموازي

-أن لا يقل رأس المال المدفوع عن نصف مليون دينار أو ما يعادلها وان لا يقل إجمالي حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع.

-أن يكون عدد المساهمين للشركة مناسبا لرأس المال المدفوع وبحد أدنى 50 مساهم.

3-الشركات غير كويتية

- يجب أن تكون مدرجة في السوق المالي لموطن الشركة.[3]

الفرع الثاني : نبذة عن سوق الإمارات للأوراق المالية

لم تعرف الإمارات بورصة رسمية منظمة قبل سنة2000 ، بل كانت هناك سوق للأسهم غير نظامية لا تخضع لرقابة أو إشراف السلطات النقدية والمالية الرسمية. واستمر هذا الوضع إلى أن جاءت "أزمة سوق الأسهم "في صيف عام 1998 م، والتي كبدت صغار المستثمرين خسائر باهظة وبالتالي فقد المستثمرون الثقة في

---

[1] موقع بورصة الكويت، تاريخ الاطلاع http://beta.boursakuwait.com،2017/02/11

[2] جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي (مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي ،مداخلة مقدمة في مؤتمر الأسواق المالية والبورصات أفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون ، الإمارات العربية المتحدة ،8/6مارس ،2007،ص24.

[3] بن فهد العمران محمد ، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)،اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، الرياض،13-15 نوفمبر 2005،ص ص15-16.

السوق، وهرب العديد من المستثمرين إلى الأسواق المالية العالمية، مما أدى بالحكومة إلى إقامة بورصة رسمية.[1] بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمر من خلال إيجاد أسس سليمة وآلية حديثة لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب، حيث تم إصدار القانون الاتحادي رقم (4) عام 2000 لإنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع حيث تم بعد ذلك تأسيس سوق دبي المالي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية خلال نفس العام.

- **هيئة الأوراق المالية والسلع:** تقوم الهيئة بالدور التشريعي والرقابي في سوق الأوراق المالية والسلع في الدولة فتمارس الصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لإنجاز مهامها وتعمل على إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية والسلع بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وتضمن تفاعل قوى العرض والطلب بهدف تحديد الأسعار العادلة وحماية المستثمرين إضافة إلى نشر الوعي الاستثماري بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي.
- **سوق دبي المالي :** تم تأسيس سوق دبي المالي في 2000/3/26م على أنها مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة. ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق.
- **سوق أبوظبي للأوراق المالية**: تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية بموجب القانون رقم (3) عام 2000 والذي يمنح السوق الشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري والصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه وقد تم افتتاح السوق رسميا بتاريخ 2000/11/15م ويعمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي، وتطوير وترشيد أساليب التعامل بما يضمن توفير السيولة واستقرار الأسعار.وتتألف إدارة السوق من تسعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات[2].
- **شروط الإدراج في سوق الإمارات للأوراق المالية:** يقتصر الإدراج على الأوراق المالية التالية:

-أسهم الشركات المساهمة التي تأسست في الدولة أو التي تتخذ من الدولة مقراً رئيسياً لها.

-أسهم الشركات التي لا تتمتع بجنسية الدولة والتي يوافق المجلس على إدراجها.

-سندات وأدوات الدين التي يقرر المجلس إدراجها.

-أية أوراق مالية أخرى يوافق المجس على إدراجها.

[1] بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)،أطروحة دكتوراه طور ثالث في العلوم التجارية ،تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2015/2014، غير منشورة، ص ص 89-90.

[2] موقع الأسواق المالية الخليجية ،تاريخ الاطلاع 06 /2017/04 http://www.gulfbase.com

أما بالنسبة للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة للتداول في السوق وفق التصنيف التالي، على أن يقرن اسم الشركة المدرجة بفئة تصنيفها في كافة الأحوال.

1- **الفئة الأولى:** يشترط لتصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

- أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركة المساهم أن تكون الشركة قد حصلت على موافقة الهيئة بإدراج.
- ألا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن (25) خمس وعشرون مليون درهم أو(35 %) من رأس المال المكتتب فيه أيهما أعلى.
- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.
- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
- أية شروط أخرى يقررها المجس من حين لآخر.

2- **الفئة الثانية:** وتصنف الشركة من هذه الفئة عندما لا يتوافر فيها شرط أو أكثر من الشروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقررها المجس من حين آخر.ويتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها ، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج الفئة المنقولة إليها.

وللمجلس نقل أية شركة من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.ويخضع إدراج الأوراق المالية للشركات الأجنبية،والشركات المدرجة في أسواق المناطق الحرة المالية، وإدراج سندات وأدوات الدين الأخرى والسلع، وأية أوراق أخرى يوافق المجلس على إدراجها لشروط الإدراج التي يضعها المجلس.[1]

المطلب الثاني: نبذة عن سوق الدوحة ومسقط للأوراق المالية

سنتناول في هذا المطلب نشأة سوق الدوحة ومسقط للأوراق المالية بالإضافة إلى شروط الإدراج في هذه الأسواق.

[1] بن محياوي سميحة،مرجع سابق،ص ص93-94.

الفرع الأول: نبذة عن سوق الدوحة للأوراق المالية(بورصة قطر للأوراق المالية)

يعود التعامل في الأوراق المالية في دولة قطر إلى منتصف التسعينيات حيث كان التداول يتم من خلال بعض مكاتب الوساطة الغير متخصصة أو مرخصة، الأمر الذي أدى إلى غياب الأسس السليمة وانعدام الرقابة والشفافية التي نتج عنها غياب العدالة والتذبذب الحاد في تسعير الأوراق المالية. ونتيجة لذلك ظهرت الحاجة الماسة لتنظيم سوق الأوراق المالية بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمر من خلال إيجاد أسس سليمة وآلية حديثة لتحديد السعر العادل للأوراق المالية بناء على العرض والطلب.

وقد أسفرت الجهود المتواصلة إلى إصدار القرار رقم (14) في عام 1995م لتأسيس سوق الدوحة للأوراق المالية.وبدأ نشاطه فعليا في 1997/5/26م[1] حيث بدأ بشكل متواضع بواقع خمس جلسات أسبوعية،وبعدد قليل من الشركات المدرجة، بلغت 17 شركة مساهمة عامة، لا يتجاوز رأسمالها 10,567,225 دولارا ،وزاد عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 28 شركة عام 2003 ، ومن ثم إلى 42 شركة برأسمال قدره 1,3 مليار ريال قطري في نهاية عام 2009.[2] حيث بدأ العمل يدويا في قاعة التداول وإدارة التسويات والمقاصة ، ثم تم التحول نحو نظام التسجيل المركزي في شهر أوت عام1998. تم تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني، وأطلق المشروع في الحادي عشر من شهر مارس2002 .[3]

كانت بداية سوق الدوحة للأوراق المالية تسمح للمواطنين القطريين فقط بالتداول في أسهم الشركات المدرجة في السوق حيث صدر مؤخرا قانون يسمح للمواطنين الخليجيين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في قطاعي الصناعة والخدمات بنسبة لا تتعدى 25% كما يسمح لغير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المؤسسة حديثا مثل شركة اتصالات قطر، والسلام الدولية. كما من المتوقع ان يصدر قانون يتيح لغير القطريين الاستثمار في أسهم جميع الشركات من خلال الصناديق الاستثمارية .[4]

- **شروط ومتطلبات الإدراج:** يتم إدراج الأوراق المالية في بورصة قطر على النحو التالي:

1- بالنسبة للأسهم:

o يشترط في الشركة التي تود إدراج أسهم ما يلي:

- أن يكون رأس مالها مدفوعا بالكامل.
- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة حسب آخر بيانات مالية عن رأس المال المدفوع .
- ألا يقل رأسمالها المكتتب به عن 40 مليون ريال قطري.

---

[1] موقع الأسواق المالية الخليجية، مرجع سابق http://www.gulfbase.com

[2] أبو عمشة محمد كمال ، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية (دراسة حالة بورصة قطر)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62 شتاء –ربيع، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 3013، ص83.

[3] الغانم ضرار يوسف، أهم البورصات وهيئات أسواق المال (نشأتها –أهميتها–أهدافها) ، اتحاد الشركات الاستثمارية ، الإصدار الثالث، 2008،ص71.

[4] موقع الأسواق المالية الخليجية، مرجع سابق http://www.gulfbase.com

- ألا تقل القيمة المدفوعة من القيمة الاسمية عن 50 % .
- أن يكون مر على نشاطها الفعلي على الأقل ثلاث سنوات وأصدرت بيانات مالية مدققة.
- ألا تكون مدينة بمبالغ عجزت عن تسديدها.
- أن يتم طرح نسبة لا تقل عن 40 % ولا تزيد عن 80 %من الأسهم على الجمهور.
- عند الإدراج يجب ألا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهما في حالة تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، وعن 100 مساهم في الحالات الأخرى .
- أن تلتزم بالإفصاح عن المعلومات التي من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية.

o ويتم إدراج الشركات الأجنبية في سوق الدوحة للأوراق المالية إذا توفرت لديها الشروط التالية:

- إن تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية للبلد الذي تأسست فيه الشركة.
- يجب مراعاة شروط ومتطلبات الإدراج المطبقة على الأوراق المالية القطرية.
- يجب على الشركة الأجنبية التي لها أوراق مالية في بورصة أخرى، أن تفصح عن نفس المعلومات التي يتم الإفصاح بها في تلك البورصة.

2-**بالنسبة للسندات:** يشترط لإدراج السندات ما يلي :

- تعيين شخص قانوني لرعاية مصالح حمله السندات أو الصكوك.
- تعيين شخص اعتباري ليقوم بالنيابة عنها بدفع مستحقاتها المستثمرين في السندات أو الصكوك.[1]

الفرع الثاني:نبذة عن سوق مسقط للأوراق المالية

بدأ العمل بسوق مسقط للأوراق المالية في 20-05-1989 حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أسس تعتمد على متابعة الإجراءات وعدالة التعامل، وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية ومراقبة نشرة الإصدار المتعلقة بطرح الأوراق المالية، كما أيضا تعمل على المساهمة في تنظيم نقل ملكية الأوراق المالية والتحويل والإيداع .كما تركيز الإطار التشريعي في السلطنة على أهمية دور سوق مسقط للأوراق المالية من حيث طرح الإصدارات وحصر التداول في قاعة السوق فقط [1] .

أما سوق مسقط للأوراق المالية فقد أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السامي رقم98/80 حيث نصت المادة 09 منه على "يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى سوق مسقط للأوراق المالية وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقرها مدينة مسقط وتتبع سوق الهيئة." بحيث يتشكل مجلس إدارة السوق من مدير السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي

[1] بومدين نورين ،صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015/2014 ،غير منشورة، ص ص 128-129.

العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما ويصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين كل من مدير عام السوق ورئيس مجلس إدارتها أما الجمعية العامة للسوق تتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق، وأما عن الوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني.

كما تخطط سلطنة عمان لتطبيق نظام التعامل الالكتروني في الأسهم بـ 1998/03 وهو ما سيعزز حملتها من اجل جلب مستثمرين أجانب إلى بورصة الأوراق المالية.[1]

المشاركة الأجنبية في بورصة مسقط تلتزم بنظام سوق مسقط للأوراق المالية ،لذلك سُمح للأجانب بعد تعديل المادة 51 من نظام السوق بشراء أسهم عُمانية عن طريق الاشتراك في الصناديق الاستثمارية المستثمرة في البورصة العُمانية، شريطة أن لا يزيد حجم الاستثمار الأجنبي عن 49% من إجمالي الصندوق، و في عام 1997م صدر نظام سُمح بموجبه للمستثمرين الأجانب بتملك حتى 49% في كافة الشركات المدرجة، ورفع سقف المشاركة الأجنبية في الحالات الخاصة فقط من 49% إلى 65%، وإلى 100% في حالات غير عادية.[2]

- **شروط الإدراج**

1- السوق النظامية

- أن لا يقل رأس المال المدفوع عن مليوني ريال.
- أن لا تقل حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع.
- تحقيق صافي أرباح خلال العامين الأخيرين.
- أن لا يقل عدد أيام التداول عن 30 يوم من أيام التداول السنوية وان لا يقل معدل دوران السهم عن 5 % خلال السنة.

2- السوق الموازية :

- أن تكون شركة مساهمة عامة حديثة التأسيس
- أن تكون شركة مساهمة عامة نسبة حقوق المساهمين إلى رأس المال المدفوع بين 50-100 % .
- صناديق الاستثمار حديثة التأسيس والتي تأخذ شكل شركة مساهمة.

3- السوق الثالثة

- أن تكون شركة مساهمة مغلقة
- أن تكون شركة مساهمة عامة تقل حقوق المساهمين فيها عن 50 % من رأس المال المدفوع.[3]

---

[1] بن اعمر حاسين،مرجع سابق، ص ص149-148.

[2] موقع الأسواق المالية الخليجية ،مرجع سابقhttp://www.gulfbase.com

[3] محمد بن فهد العمران ، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)،اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية : الواقع والمأمول) ، الرياض،15/13 نوفمبر 2005،ص ص20-21.

المطلب الثالث: نبذة عن سوق البحرين والسعودية للأوراق المالية

سنتناول في هذا المطلب نشأة سوق البحرين والسعودية للأوراق المالية بالإضافة إلى شروط الإدراج في هذه الأسواق.

الفرع الأول: نبذة عن سوق البحرين للأوراق المالية

تعتبر البحرين من أهم المراكز التجارية والمصرفية على المستوى الإقليمي والدولي وذلك لما تتمتع به من موقع جغرافي استراتيجي، إلى جانب انتهاجها لسياسة السوق المفتوح والسياسيات الاقتصادية الفاعلة.

يرجع تاريخ سوق الأسهم البحرينية إلى سنة 1957 عندما تم تحويل مصرف البحرين الوطني إلى مؤسسة عامة لتكون نواة لشركة الأسهم البحرينية، وصاحب ذلك ظهور بعض المؤسسات الأخرى مثل شركة الجوهرة للأوراق المالية التي استمرت بصفة غير رسمية حتى عام 1987 م.

تأسست سوق البحرين للأوراق المالية في العام1987 م بموجب المرسوم التشريعي رقم (4) والقرار الوزاري رقم (13) الصادر في 1988 م، وقد شكل هذان المرسومان أطر التطورات في 17 يوينو 1989 م، ومنذ تأسيسها فقد تدافق المستثمرين الأجانب من أكثر من أربعين دولة يشكلون ما بين 18 % إلى 25 % من إجمالي الأسهم المتداولة خلال الفترة من1991 - 1995م، وقد عملت السوق منذ إنشائها باتخاذ عدة خطوات لتوسيع وترسيخ السوق المالية في تجارة الأسهم العادية، والسندات،والصناديق المشتركة وصكوك التمويل الإسلامي ومشتقاتها وذلك على الصعيدين الإقليمي والعالمي.[1]

وتجدر الإشارة إلى أن سوق البحرين للأوراق المالية قد أبرمت في 25 ديسمبر 1996م اتفاقية إدراج متبادل مع بورصة الأوراق المالية في كل من سلطنة عُمان والكويت. وتعتبر هذه الاتفاقية هي الأولى من نوعها في اتجاه إنشاء سوق مالية خليجية موحدة.

ونظام التداول في سوق البحرين للأوراق المالية يتطلب وجود سماسرة يقومون بكتابة أوامر البيع والشراء في المكان لهم في دور المتاجرة بالأسهم، وتكتمل الصفقة باقتران العرض والطلب وتتم المعاملات في جلسة واحدة تبدأ عند العاشرة صباحاً وحتى الثانية عشر ظهراً من الأحد إلى الخميس.[2]

- **الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة:**

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.
- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.
- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة % 50 على الأقل.

---

[1] سميحة بن محياوي ،مرجع سابق،ص ص87-88.

[2] موقع الأسواق المالية الخليجية ،مرجع سابقhttp://www.gulfbase.com

- تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ الطلب الإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحا.
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها. [1]

الفرع الثاني:نبذة عن السوق السعودي للأوراق المالية

لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينيات، عندما تم تأسيس أوّل شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدّ ى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتمّ طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدّى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة النّظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللّازمة لذلك، إذ تم سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلّية، وذلك بتشكيل لجنة وزارية للإشراف على هذا السوق، و قد كانت مؤسّسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أُوكلت لإدارة الرقابة هذه المؤسّسة، مهمّة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكّد من تنفيذ القواعد التّنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقاضي جميع عمليات الأسهم .

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يُعرف **بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم**، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة2001. [2]

حيث قامت مؤسسة النقد العربي السعودي خلال عام 2001م بتقديم نظام جديد المعروف باسم "تداول" لإتمام صفقات بيع وشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة تداول قصيرة المدى، إضافة إلى ذلك يوفر هذا النظام الفعالية والدقة والسرعة في مجال التداول والتحصيل السريع. [1]

---

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص216.

[2] شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف،2014/2013، ص ص334-335.

وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقًا للمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ31 /7/ 2003، والذي يَقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتّع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية،و تهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللّوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.[2]

- **شروط و متطلبات الإدراج**

أصدرت هيئة السوق المالية قواعد ولوائح خاصة بالتسجيل والإدراج يجب الالتزام بها من قبل كافة الشركات التي تسعى للإدراج في تداول. وتتضمن هذه القواعد المتطلبات الرئيسية التي يحتاج المصِدر إلى الالتزام بها قبل وبعد عملية الإدراج وهي:

- يجب أن تكون الشركة شركة مساهمة سعودية ما عدا الحالات التي تنطبق فيها احكام المادة 14 من هذه القواعد(الإدراج المزدوج).
- أن تكون الشركة مارست نشاطاً رئيسياً لمدة 3 سنوات على الأقل تحت إدارة لم تتغير في مجملها تغيراً جوهريا.
- ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 200 مساهم.
- تملك قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات على أن تكون الفترة الأخيرة فيها أقل من 6 أشهر على الأقل من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار الخاصة بالشركة؛ و تتمتع بأداء مالي قوي.
- أن تمتلك الشركة فريق إدارة على قدر ملائم من الخبرة.
- ويجب ألا تكون الشركة قد نفذت إعادة هيكلة مالية معينة خلال السنة الأخيرة.
- يجب أن يكون بحوزة الشركة رأس مال عامل كاف للعام القادم.
- يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة للأسهم المدرجة عن 100 مليون ريال سعودي.[3]

[1] موقع الأسواق المالية الخليجية ،مرجع سابق http://www.gulfbase.com

[2] شافية كتاف، مرجع سابق،ص335.

[3] سميحة بن محياوي ،مرجع سابق، ص87.

المبحث الثاني: آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية وأهمية تطويرها لإصدار العملة الخليجية الموحدة

سنتطرق في هذا المبحث إلى ميزات وعيوب الأسواق المالية الخليجية ومتطلبات تطوير الأسواق المالية الخليجية بالإضافة إلى آفاق تطويرها و أهمية تطويرها تحضيرا لإصدار العملة الخليجية الموحدة.

المطلب الأول: مميزات وعيوب الأسواق المالية الخليجية

تتصف الأسواق المالية الخليجية بالعديد من المميزات والسلبيات على حد السواء وسنقوم بعرضها في الفرعين التاليين.

الفرع الأول: مميزات الأسواق المالية الخليجية

من أهم مميزات الأسواق الخليجية ما يلي:

- الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي
- السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز والتوسع الائتماني من قبل البنوك.
- التركيبة الاقتصادية لدول المنطقة كونها ضمن اكبر الدول المنتجة للنفط و الغاز في العالم إضافة إلى مخزوناتها الضخمة من النفط والغاز العالمي .
- انعدام مخاطر تقلب أسعار الصرف بسبب ربط جميع العملات الخليجية مع الدولار الأمريكي اعتبارا من يناير 2003م.
- تنوع الاقتصاديات بين دول تعتمد بشكل رئيسي على النفط والغاز الطبيعي (السعودية، الكويت، أبوظبي، قطر) ودول تعتمد بنسبة اقل على النفط و الغاز الطبيعي (دبي، عمان، البحرين).[1]
- مستوى ارتباط منخفض /سلبي لأداء الأسواق الخليجية فيما بينها وأيضا بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية والأوروبية والأسيوية وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنويع الأصول .
- أسواق بكر من حيث التطور وحديثة التنظيم نسبيا
- ارتفاع الوعي الاستثماري بين المستثمرين في السنوات الأخيرة .[2]

الفرع الثاني: عيوب الأسواق المالية الخليجية:

تعاني هذه الأسواق من العديد من السلبيات أهمها:

- أسواق مالية ضحلة من حيث حجم التداول (عمان، البحرين)
- ارتفاع مستوى التضخم نتيجة لارتفاع العرض النقدي ،تحرر العملة الصينية ،ارتفاع أسعار المشتقات النفطية (الإمارات وقطر) .[1]

---

[1] محمد بن فهد العمران، مرجع سابق،ص ص6-7

[2] محمد صادق إسماعيل،البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية(دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية) ،العربي للنشر والتوزيع،مصر، 2016، ص97.

- عمولات تداول عالية نسبيا (دبي ،أبو ظبي، قطر، مسقط)
- تسويات بطيئة لعمليات الشراء والبيع وخاصة (الكويت، قطر، دبي، أبوظبي)[2]

المطلب الثاني: متطلبات تطوير الأسواق المالية الخليجية

وللتغلب على أوجه الخلل في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي يستلزم متطلبات أساسية تنطلق من معطيات محلية خاصة بالسياسات الاقتصادية لهذه الدول وتوجهاتها التنموية ومن هذه المتطلبات لتطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ما يلي:

أولا: ضرورة تغيير أساليب تمويل نشاطات معينة، وبخاصة من جانب المؤسسات التي يملكها القطاع العام. وهناك نشاطات متعددة يقوم القطاع الخاص بتنفيذها في معظم النظم الاقتصادية التي تستند إلى آليات السوق، ولكن ثمة عوامل مختلفة أدت في الماضي إلى قيام الحكومة بتولي المسؤولية عن هذه النشاطات . كما أعتقد أن هناك العديد من القطاعات التي ينبغي أن تناط أنشطتها بالقطاع الخاص،بما في ذلك الإسكان وبعض المرافق العامة . إذ أن أية تغييرات من شأنها ترشيد العلاقات فيما بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، بما في ذلك إعادة تخصيص أفضل لهذه الموارد، سيكون لها نتائج إيجابية فيما يتعلق بتشجيع تطور أسواق رأس المال ونموها.

ثانيا: إن القيام بتحويل جانب كبير من ممتلكات القطاع العام من الأسهم إلى القطاع الخاص يعتبر عملية في غاية الأهمية في المدى المتوسط، لأن من شأن ذلك أن يتيح أصولا جديدة للتداول في السوق، وأن يؤدي إلى زيادة في تمويل الأنشطة من خلال سوق رأس المال . وستكون المحصلة النهائية لذلك تحسنًا إجماليًا في أداء الاقتصاد الكلي.

ثالثا: من الأهمية بمكان تشجيع الأسواق المكملة، كأسواق التداول المستقبلي، بحيث تتطور بدورها ضمن إطار تنظيمي ملائم.

رابعا: تستوجب عملية تطوير أسواق الأسهم المحلية في دول مجلس التعاون الخليجي تشجيع ربط هذه الأسواق مع الأسواق العالمية الرئيسية، بما في ذلك إدراج أسهم الشركات الدولية الرئيسية وإصدارات السندات الدولية الممتازة.[3]

خامسا: بيئة اقتصادية مستقرة :تتوفر هذه البيئة من خلال تبني سياسات مالية ونقدية محفزة للاستثمار الخاص. فيجب أن تتيح هذه السياسات المجال لقوى العرض والطلب لتحديد أسعار الفائدة أو العائد دون تدخلات مباشرة.

سادسا: إطار قانوني وتنظيمي ملائم :تنفرد السوق المالية بخاصتين عن سوق السلع أو الخدمات يعززان

---

[1] محمد بن فهد العمران، مرجع سابق،ص ص8-9.

[2] محمد صادق إسماعيل، مرجع سابق، ص97.

[3] تطور أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ،مداخلة مقدمة لمؤتمر التمويل والاستثمار في الشرق أوسط 6مارس 1990 المنامة،بنك الكويت المركزي،ص ص10-11. www.cbk.gov

من أهمية وجود التشريعات القانونية والتنظيمية الحصيفة نصا وتطبيقا في نجاح السوق في تحقيق أهدافه المرجوة. فالخاصية الأولى هي سهولة وسرعة انتقال عدوى الفشل أو الانهيار بين المؤسسات المكونة للسوق أو المرتبطة بنشاطه مما قد يعرض سلامة النظام المالي برمته للخطر، وهذا ما يعرف بالخطر النظامي. أما الخاصية الثانية فهي عدم التماثل أو التناظر في المعلومات المتاحة للمشاركين في نشاط السوق.

سابعا: الجاهزية المؤسسية والتحتية للسوق :يتكون البنيان المؤسسي والتحتي للسوق من جميع النظم والإجراءات والمؤسسات التي تكون وظيفتها تسهيل وتسيير تنفيذ صفقات التداول وحفظ وإيداع الأوراق المالية ونقل ملكيتها وتسوية المدفوعات بين أطراف العلاقة[1].

المطلب الثالث: آفاق تطوير الأسواق المالية الخليجية

هناك إجماع في الأوساط المهتمة بأهمية الدور الذي يمكن لسوق الأوراق المالية أن يلعبه في مسيرة التنمية الاقتصادية المستدامة لأي بلد , ودول مجلس التعاون الخليجي قطعا لن تكون الاستثناء، بل على العكس من ذلك , فخصوصية الوضع بدول الخليج قد تضفي على هذا الدور أهمية جديدة وتقدم مزيدا من الاعتبارات والمسوغات ليس فقط لإنشاء هذه الأسواق وإنما أيضا لاتخاذ كافة التدابير اللازمة لتطويره. ويمكن تلخيص أبرز هذه المسوغات والاعتبارات على النحو التالي:

أولا:على الرغم من التوسع الملحوظ الذي يتمتع فيه القطاع المالي في دول الخليج منذ العام , 1985فقد بقي حجم الائتمان الممنوح محدود وفي معظمة قصير ومتوسط الأجل ولا يفي بأي حال بالاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية الإنتاجية التي تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي لعجلة التنمية.ومن هنا يكون لسوق الأوراق المالية دور مأمول أكبر في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها على شكل أدوات استثمارية متنوعة لتمويل الأنشطة الإنتاجية طويلة المدى وكبيرة الحجم.ويذكر أن أحد أسباب ضعف القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الخليجي كان في الماضي ولا زال هو غياب مصادر التمويل طويل الأجل للقطاعات الحقيقية , وبالتالي هناك حاجة ماسة إلى هذا النوع من التمويل من أجل بناء تراكم رأسمالي يساعد في تحقيق التنمية وفي وضع الاقتصاد الخليجي على مسارات نمو أعلى مما هو علية حاليا.

ثانيا:حتى لو تطور الأداء الائتماني والاستثماري للقطاع المالي والمصرفي لدول الخليج , فإن حجم احتياجات عملية تنمية الاقتصاد الخليجي من الموارد المالية كان ولا زال يفوق بكثير إمكانيات هذه البنوك , فحسب البرنامج التنموي2004 -2010 الصادر عن صندوق النقد العربي في العام 2002 والتقارير الصادرة عن المؤسسات الدولية فيما بعد , إن حجم الموارد المالية اللازم استثمارها في أوجه مختلفة في الاقتصاد الخليجي لأغراض التنمية تقدر بمئات مليارات الدولارات، ومن المتوقع أيضا أن يأتي جزء كبير من هذه الموارد على

[1] محمد كمال أبو عمشة،أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، مركز الجزيرة للدراسات،24 /11/ 2009
http://studies.aljazeera.net

شكل استثمارات من القطاع الخاص،وهذا يتطلب وجود سوق مالية كفؤة ونشطة تستقطب رؤوس الأموال المحلية والوافدة وتوظفها على أسس تنافسية في خدمة جهود التنمية الجارية.[1]

ثالثا: إن تأسيس وتطوير أسواق الأوراق المالية سيوفر بدائل استثمارية متنوعة أمام الوحدات الادخارية في الاقتصاد، بعدما كان أكثر من ثلثي إجمالي الاستثمار الخاص يذهب لقطاع الإنشاءات.

وفي هذه الحالة فإنه سيتم التشجيع على الادخار وتوسيع قاعدة المستثمرين لتشمل قطاع واسع من المواطنين بصرف النظر عن حجم مدخراتهم، وتمكن البنوك أيضا من توظيف جزء من ودائعها في محافظ استثمارية متنوعة ومحسوبة المخاطر وبالتالي زيادة دورها التنموي في الاقتصاد.

رابعا:توفر أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي الآليات المناسبة لتسهيل جذب الرساميل الخليجية والأجنبية من الخارج للمشاركة في بناء اقتصاد الدولة العتيدة.وهذا الأمر يعد في غاية الأهمية ولا سيما أن حجم الادخارات المحلية لن تفي بأي حال من الأحوال بمتطلبات التنمية من الموارد المالية. فتقدر نسبة الادخارات الخليجية المحلية بحوالي 30% من الناتج المحلي الإجمالي، أي بحوالي 5000-10000 دولار سنويا. فإذا ما قورنت هذه الادخارات بالاحتياجات التمويلية للاستثمار الخاص والمقدرة بحوالي 100 مليار دولار سنويا خلال الخمس سنوات القادمة لكل دولة من دول المجلس ناهيك عن الاحتياجات التمويلية للإنفاق الاستثماري العام والتي تم توفير معظمها حتى الآن على شكل مبيعات نفطية، فإن ذلك يدل بوضوح على أهمية استقطاب الرساميل الخليجية في الخارج وكذلك بعض الاستثمارات الخاصة العربية والأجنبية. ولا شك بأن السوق المالية هي أهم القنوات التي ستتدفق من خلالها رؤوس الأموال الاستثمارية هذه إلى دول المجلس[2]

المطلب الرابع: أهمية تطوير الأسواق تحضيرا لإصدار العملة الخليجية الموحدة

إن الحاجة لتطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون يجب أن تأتي في إطار الجهود المطلوبة لإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني الخليجي ككل , عن طريق إحداث الاستقرار الاقتصادي والتنمية المستدامة ،وكلما زادت مستويات الاستقرار ومعدلات التنمية في الاقتصاد الخليجي , كلما تحققت ظروفا أفضل لإصدار النقد. وتبدو العلاقة بين مستوى تطور الأسواق المالية والتحضير لإصدار العملة الخليجية الموحدة علاقة هامة جدا وان كانت غير مباشرة ،ويمكن تحديد عدد من أوجه العلاقة المباشرة والخاصة بين الحاجة لتطوير الأسواق والاستعداد لإصدار العملة وذلك على النحو التالي:

أولا: وجود سوق مالية متطورة يعزز من قدرة البنوك المركزية الخليجية على إدارة السياسة النقدية من خلال استخدام عمليات السوق المفتوحة كإحدى أهم الأدوات غير المباشرة للتحكم في عرض النقد , وبالتالي المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

---

[1] محمد كمال أبوعمشة ، أهمية تطوير أسواق المال في مجلس التعاون الخليجي،مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد56 ، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 10/ 2011 ص ص148-149 www.caus.org.lb

[2] محمد كمال أبو عمشة،مرجع سابق ، ص6 http://studies.aljazeera.net

ثانيا: وجود أسواق مالية متطورة يعزز من فرص اقتصاديات الدول الخليجية على جذب الاستثمارات الأجنبية , وهذا بدوره سيراكم الاحتياطي النقدي بالعملات الأجنبية في خزائن البنوك المركزية الخليجية وهو ما يعزز من قدرة هذا البنوك على المحافظة على استقرار سعر صرف هذه العملة.[1]

ثالثا: وجود سوق مالية متطورة سيرفع من قدرة الاقتصاديات الخليجية على امتصاص التأثيرات المحتملة لأية أزمات أو تصدعات محلية أو خارجية .فنتائج الأزمات الدولية على الاقتصاديات المحلية كانت تتباين درجة حدتها مع مستوى التطور والكفاءة في أسواقها المالية والمصرفية، فالاستنتاجات النهائية من الأزمة المالية الأخيرة في دول العالم تشير إلى ضعف هياكل أنظمة هذه الدول المالية كأحد أهم مسببات الأزمة المالية والنتائج السلبية المترتبة عليها .وعلى ضوء توجهات الانفتاح والتكامل التي تشهدها الأسواق المالية العالمية حاليا في إطار ما أصبح يعرف بالعولمة الاقتصادية , فان هذه المهمة بحاجة لأسواق مالية متطورة تزداد إلحاحا.[2]

المبحث الثالث: أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجي :بيانات ومؤشرات

من بين الأسواق العربية التي حققت منذ تأسيسها تطورا ملحوظا في أدائها نجد أسواق المال الخليجية والجداول التي سنتناولها في هذا المبحث ستعرض أهم البيانات والمؤشرات عن تطور أداء الأسواق في الفترة 2008-2015 لعدد من الأسواق المالية الخليجية تم جمعها من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي .

المطلب الأول: حجم أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق عدد الشركات المدرجة في البورصة أو القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في الأسواق و يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق المالية.

أولا:عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)

عدد الشركات المدرجة في البورصة هو مؤشر لقياس حجم سوق رأس المال وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر فإن عدد الشركات المدرجة في البورصة اتجه إلى الارتفاع ليصل إلى 716شركة سنة 2011، ليخفض إلى 704 شركة سنة 2012 ويرجع إلى الصعود مرة أخرى ليصل الى734سنة 2015 محققة زيادة مقدرة بـ 8,57 % أي بعدد 58 شركة خلال سبعة سنوات (وهو مبين في الجدول رقم 4-1) بينما لو أخذنا الأسواق منفردة سنة 2012 للمسنا تطورا عاما في عدد الشركات المدرجة فيها ما عدا سوق البحرين و مسقط وأبوظبي ودبي للأوراق المالية وهناك أسواق شهدت تراجعا في السنوات السابقة لكنها لم تؤثر على القمة الكلية للشركات المدرجة في الأسواق الخليجية ككل.

[1] محمد كمال أبو عمشة ،مرجع سابق، ص162 www.caus.org.lb

[2] محمد كمال أبو عمشة، مرجع سابق،ص7 http://studies.aljazeera.net

أما لو أخذنا الأسواق المالية منفردة سنة 2015 نجد أن سوق الكويت تشكل 30 % وسوق الأسهم السعودي 23 % وسوق مسقط 18% من عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجين والأسواق الأخرى لا تحتل إلا نسبة تتراوح بين 6% و9 % .

ويتضح من الجدول رقم (4-1) أن عدد الشركات في الأسواق المالية الخليجية ما بين 42-216 شركة في عام 2015، وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للبورصات الخليجية.

رغم أن هذا المؤشر وحده لا يمكن الحكم به على حجم السوق إلا انه لا وجه للمقارنة بين الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية والمدرجة في غيرها من الأسواق الناشئة والمتقدمة حيث تفوق الشركات بها ما عليه الحال في الأسواق العربية سواء من حيث العدد أو حجم وقيمة الأوراق المالية للشركات.

(ذلك أن متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة يصل إلى 330 شركة، ويصل في الأسواق المتقدمة إلى 740 شركة).[1]

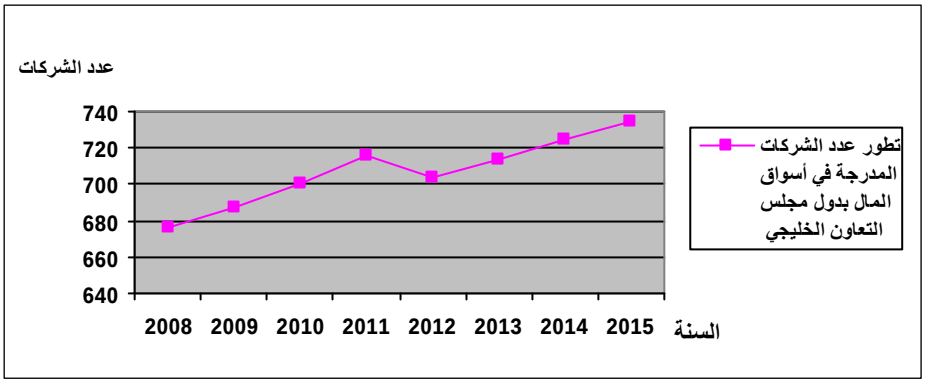
جدول رقم (4-1):عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي في نهاية الأعوام (2008-2015)

السوق	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	النسبة
سوق البحرين للأوراق المالية	51	49	49	49	47	47	47	46	6
سوق الأسهم السعودي	126	135	146	150	158	163	166	172	23
سوق مسقط للأوراق المالية	122	120	119	130	115	131	131	131	18
سوق الكويت للأوراق المالية	204	205	214	216	219	210	216	216	30
سوق أبوظبي للأوراق المالية	65	67	64	67	66	66	65	68	9
سوق دبي المالي	65	67	65	62	57	55	58	59	8
سوق الدوحة للأوراق المالية	43	44	43	42	42	42	42	42	6
المجموع	**676**	**687**	**700**	**716**	**704**	**714**	**725**	**734**	**%100**

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية نشرات فصلية مختلفة http://www.amf.org

[1] وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، دون سنة،ص11.

الشكل رقم (4-1):عدد الشركات المدرجة في أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي http://www.amf.org

ثانيا:القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي (2008-2015)

يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق المالية وهي تمثل قيمة أسهم الشركات فيما يتعلق بالسعر الحالي للسوق وتعتبر مؤشرا جيدا لقياس حجم السوق.نلاحظ تذبذب في تطور القيمة السوقية الإجمالية للأسواق الخليجية من خلال الشكل رقم (4-2) من سنة 2008 إلى سنة 2010 ارتفاع القيمة السوقية لتبلغ 678680 مليون دولار في نهاية ديسمبر 2009، مقابل 560140 مليار دولار في نهاية ديسمبر . 2008 وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال عام 2009 تحسن مؤشرات الأسعار لمعظم الأسواق الخليجية خلال العام حيث بدأت هذه الأسواق أسوة مع بقية الأسواق العالمية والناشئة، تعافيها عوضت به جزءاً من خسائرها، إلا أن هذا الارتفاع كان أقل من الارتفاعات المماثلة التي سجلتها الأسواق الناشئة خلال العام، حيث تأثر هذا الارتفاع أو التعافي للأسواق الخليجية بأزمة مشكلة ديون شركات دبي في الأشهر الأخيرة من عام 2009. وفي سنة 2010 ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة13.61 %في المائة لتصل إلى 771065.6 مقارنة بسنة 2009.أما في سنة 2011 تراجعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات الخليجية بنحو 7.41 % لتبلغ نحو 713927.7مليون دولار في نهاية ديسمبر 2011 ، لتخسر بذلك هذه البورصات 57137.9مليون دولار من قيمتها السوقية، وإذا ما تم استبعاد القيمة السوقية للشركات الجديدة التي تم إدراجها في البورصات العربية خلال عام2011 فإن الخسارة في القيمة السوقية خلال عام 2011 لمجموع البورصات العربية ستكون أكبر، وهو ما يعكس الاضطرابات والأحداث التي شهدتها كل من سورية ومصر خلال العام نفسه في حين نجد بورصة الدوحة الوحيدة التي ارتفعت قيمتها السوقية بنحو 1.58% وارتبط ذلك بالأداء المتميز للاقتصاد القطري خلال العام نفسه، في ظل التوسع الكبير في المشروعات الاستثمارية والتوقعات المستقبلية للاقتصاد القطري، حيث تشير التقديرات أن الاقتصاد القطري سجل معدل نمو حقيقي ملحوظ بلغ نحو 19 في المائة في عام 2011 .لتعود بعد ذلك الأسواق المالية الخليجية إلى

الارتفاع من سنة 2012-2014 وقد ساهم في هذا التحسن، قيام عدد من البورصات الخليجية بإدراج أسهم شركات جديدة في بورصاتها، بالإضافة إلى تأثير عمليات زيادة رأسمال بعض الشركات القائمة. إضافة إلى فوز دبي في استضافة معرض (اكسبو 2020) وفوز دولة قطر باستضافة وتنظيم تصفيات كاس العالم لكرة القدم في العام 2022 كما تميزت الفترة (جانفي –أوت) 2014 بتحقيق أسعار النفط العالمية مستويات مرتفعة مستقرة حول سعر 100 دولار/برميل إلى جانب استمرار التحسن في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة من عدم الاستقرار عام 2013 كما ساهم هذا التحسن صدور قرارات حول السماح للمستثمر الأجنبي الشراء المباشر للأسهم المدرجة في السوق المالية السعودية وفق ضوابط معينة ابتداء من منتصف عام 2015. وفي سنة 2015 تأثر أداء الأسواق المالية الخليجية بشكل كبير باستمرار التراجع في أسعار النفط العالمية خلال 2015 حيث أنهت أسواق المال الخليجية مجتمعة العام 2015 بتسجيلها تراجعات في القيمة السوقية بنحو 11.1 % .

أما لو أخذنا الأسواق الخليجية منفردة سنة 2015 لوجدنا أن سوق البحرين تشكل نسبة 2.084% من السوق الخليجية وسوق الأسهم السعودي 45.59 % وسوق مسقط للأوراق المالية 44.73 % وسوق الكويت للأوراق المالية 9.58 % وسوق الإمارات للأوراق المالية 21.36 % وسوق الدوحة للأوراق المالية 16.58 % حيث تأتي سوق السعودية بالمرتبة الأولى بحجم قدره 420,656 مليون دولار ثم سوق مسقط بحجم قدره 40,984.2 مليون دولار ثم سوق الإمارات بحجم قدره 195,776مليون دولار.

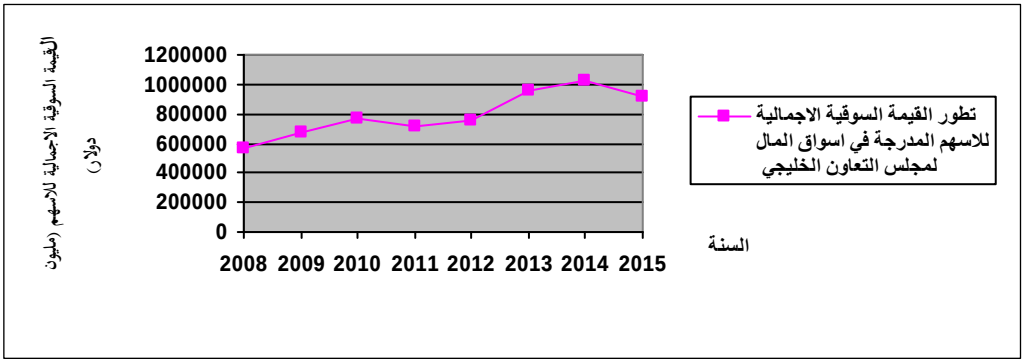
ومنه نتوصل إلى أن الأسواق الخليجية متواضعة من حيث قيمتها السوقية مقارنة بالأسواق الدولية وحتى ببعض الأسواق الناشئة في آسيا حيث تبلغ قيمتها السوقية عدة تريليونات من الدولارات، وان حجم الأسواق المالية العربية مجتمعة يقل عن حجم سوق الأوراق المالية في تايوان. من جانب آخر يتعزز الاستنتاج القائل بضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي كما الأسواق العربية الأخرى إذا ما قورنت بالأسواق الناشئة والمتطورة في العالم.

جدول رقم (4-2):القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي في نهاية السنوات (2008-2015) (مليون دولار)

السوق	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	النسبة (لسنة 2015)
سوق البحرين للأوراق المالية	19,947	16,263	20,060	16,590	15,532	18,469	22,088	19,093	0.02084
سوق الأسهم السعودي	246,337	318,751	353,400	338,873	373,365	467,341	482,896	420,656	0.45915
سوق مسقط للاوراق المالية	15,139	23,616.0	28,308.6	26,209.7	30,299.2	36,766.6	37,830.5	40,984.2	0.04473
سوق الكويت للاوراق المالية	70,181	93,824	113,883	86,295	79,262	108,352.1	100,334.2	87,766.7	0.09580
سوق ابوظبي للاوراق المالية	68,810	80,201	77,081	71,329	77,647	109,645	113,740	111,903	0.12214
سوق دبي المالي	63,099	58,095	54,692	49,033	49,523	70,686	87,832	83,873	0.09155
سوق الدوحة للاوراق المالية	76,627	87,930	123,641	125,598	126,297	152,589	185,814	151,892	0.16579
المجموع	560140	678680	771065.6	713927.7	751,925.2	963848.7	1030534.7	916167.9	1

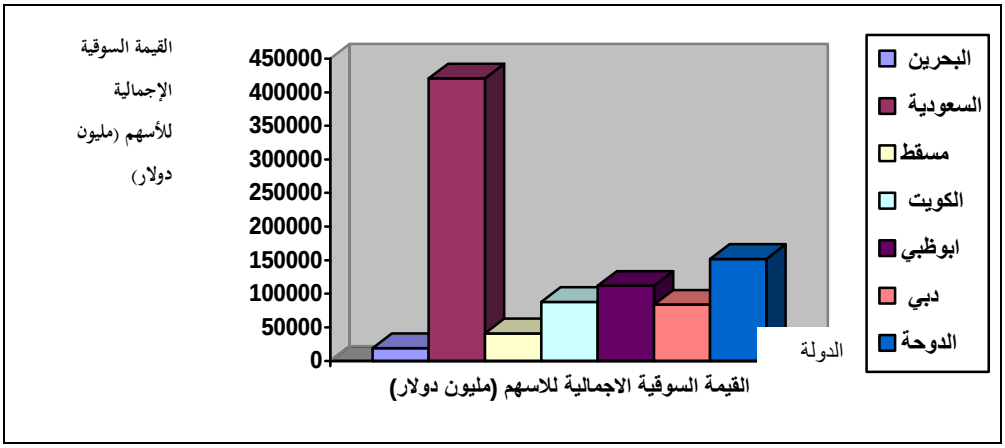
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية نشرات فصلية مختلفة http://www.amf.org

الشكل رقم (4-2):القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة في أسواق المال لمجلس التعاون الخليجي في نهاية السنوات(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

الشكل رقم (4-3):القيمة السوقية الإجمالية للأسهم 2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

ثالثا: أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)

ويقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم في سوق الأوراق المالية وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة ،ويعد مؤشرا جيدا لقياس مستوى نشاط السوق .وفيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية الخليجية تميزت بالانخفاض حيث استمرت في الانخفاض ليصل حجم التداول سنة 2010 إلى 1.775,67 مليون دولار وكان الانخفاض بنسبة 50.26% مقارنة بسنة 2008 أي ما يعادل 68480.1 مليون دولار وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية وما نتج عنها من أثار لان الأسواق لا تزال بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة المالية.ثم بدأ حجم التداول في الارتفاع ليصل إلى 106,104.8مليون دولار سنة 2011 بنسبة 56,55 % مقارنة بسنة 2010 أي ما يعادل 38329.7 مليون دولار.إلا أن ظاهرة شح السيولة ملازمة للأسواق الخليجية خلال عام 2011 ، وهو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق .وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع البورصات الخليجية قد شهد ارتفاعاً خلال العام بالمقارنة مع عام 2010 ، إلا أن هذا الارتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة لدى السوق المالية السعودية وبدرجة أقل لدى سوق مسقط،ثم سوق البحرين في حين كان هناك تراجع واضح في حجم التداول لدى الأسواق المالية الخليجية الأخرى. ثم تتسم أحجام التداول بالثبات وان كانت تغيرات فهي طفيفة من سنة 2011الى 3013 ويمكن تفسير تحسن مستويات السيولة سنة 2012 في السوق المالية السعودية ودبي إلى الاكتتابات الأولية وإدراج أسهم ثماني شركات للتداول كما لعب زيادة حجم معاملات الأجانب دورا في تحسن السيولة فيهما.

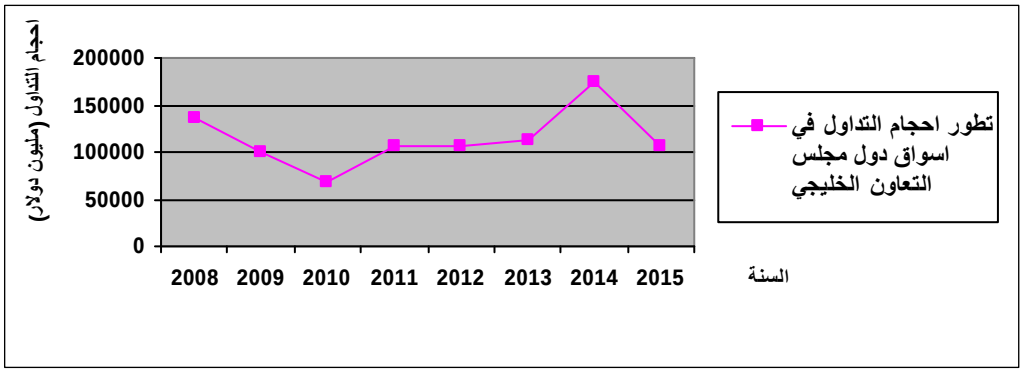
لترتفع بعد ذلك الى 173,563.2 مليون دولار سنة 2014 بنسبة 52.54% مقارنة بسنة 2013 ويعزى ذلك إلى الارتفاع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية وقد يعزى جزء مهم من هذا الارتفاع إلى أمرين أولهما إدراج أسهم البنك الأهلي التجاري إضافة إلى أدراج أسهم خمس شركات أخرى أما الأمر الآخر فهو صدور قرار بالموافقة بالسماح للأجانب الغير مقيمين في المملكة بالشراء المباشر للأسهم السعودية وذلك عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية وهو ما يساهم في زيادة حجم التداولات ابتداء من منتصف العام 2015.حيث أظهرت البيانات سنة 2015 انخفضا في أحجام التداول بنسبة 39.31 % مقارنة بسنة 2014 ويعزى ذلك إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية والتي انخفضت فيها قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا العام بنحو 31.34 % على الرغم من الاكتتاب العام وإدراج أسهم أربع شركات إضافة إلى السماح للأجانب الغير مقيمين في المملكة العربية السعودية بالشراء المباشر للأسهم السعودية عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة وذلك ابتداء من منتصف العام 2015.

جدول رقم (4-3):أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في الربع الرابع 2009-2016(مليون دولار)

السوق	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سوق البحرين للأوراق المالية	8.512	3.132	6.60	8.106	4.27	8.125	7.91	9.60
سوق الأسهم السعودي	953,86	124,65	461,45	989,85	880,91	532,78	679,130	715,89
سوق مسقط للأوراق المالية	2.862	9.365,1	0.947	6.794,4	6.615	1.556,1	1.445,1	0.151,1
سوق الكويت للأوراق المالية	6.523,22	188,11	8.536,9	990,6	9.421,3	3.984,5	4.006,5	9.60 0,2
سوق أبوظبي للأوراق المالية	252,5	506,4	517,2	141,1	455,1	726,7	713,5	263,4
سوق دبي المالي	10241	13103	3249	1221	2216	162,14	970,17	204,5
سوق الدوحة للأوراق المالية	6.910,9	0.409,5	7.003,6	4.862,5	4.551,6	3.692,5	0.658,12	8.930,4
المجموع	2.255,136	2.828,100	1.775,67	8.104,106	3.167,106	5.778,113	2.563,173	7.324,105

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية نشرات فصلية مختلفة .http://www.amf.org

الشكل رقم (4-4):أحجام التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي في الربع الرابع 2008-2015 (مليون دولار)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

المطلب الثاني:مؤشرات على دور السوق في الاقتصاد

ستعرض أهم المؤشرات عن دور الأسواق المالية الخليجية في الاقتصاد من بيانات تم جمعها من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي في التالي :

أولا: الأهمية النسبية للأسواق الخليجية في الاقتصاد

تعتبر القيمة السوقية مؤشرا جيدا لقياس سيولة الأوراق المالية عند اخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي ،أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد وهي تعكس مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي من خلال قيمتها السوقية (يسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثر الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال)، فكلما ارتفعت النسبة دل ذلك على سيولة اعلي يتمتع بها السوق . لان القيمة السوقية إلى الناتج تبين السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد .

نلاحظ أن الأهمية النسبية للأسواق المالية لخليجية في الاقتصاد مجتمعة من الشكل رقم (4-5) في تذبذب حيث ترتفع لتصل إلى 61.86% سنة 2010 ثم تنخفض سنة 2011 لتصل إلى 43,95 % لتعود إلى الارتفاع مرة أخرى لتصل إلى اعلي قيمة52,63 % سنة 2014 لتنخفض مرة أخرى سنة 2015 إلى 47.73%.

بينما على صعيد الأسواق منفردة تسجل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبا متفاوتة حيث سجل سوق الدوحة أعلى نسبة بـ71,7% ثم تتبعها البحرين بنسبة 56,4 % و السعودية 56% والكويت 53,7 % وتسجل سوق مسقط وأبوظبي ودبي على التوالي نسب 50,1 % و26,2% و20 %

رغم أن هذه الأسواق في السنوات السابقة قبل الأزمة كانت تسجل نسب مرتفعة تفوق المائة السعودية 176.556% الكويت 139.504% وبورصة الدوحة 119.81% سنة2007 وهذا يبرز تأثير الأزمة و الظروف المحيطة بالدول العربية مصر وسورية، وان الأسواق الخليجية لم تعد بعد إلى سابق عهدها ولكن التأثير الكبير هو من انخفاض أسعار البترول ما يعني أن سيولة سوق الأوراق المالية منخفض وإسهامه بتمويل الاقتصاد منخفض مقارنة بالدول المتقدمة و لذلك يجب اتخاذ إجراءات ضد الأسباب المعيقة لتطور الأسواق الخليجية لان توفير السيولة يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية.

غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول الناشئة في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى البعض الآخر من الدول المتقدمة ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد .

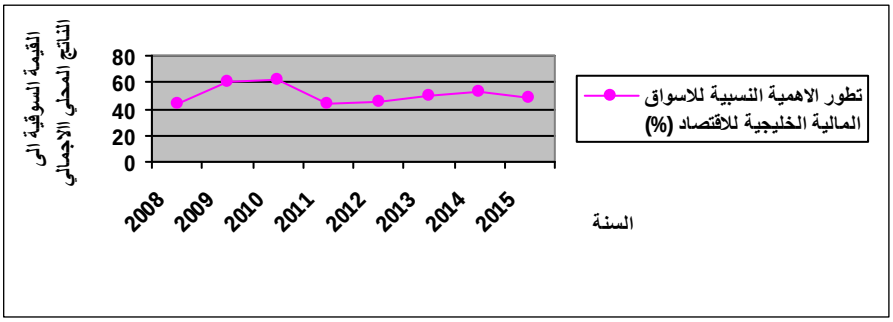
جدول رقم (4-4): الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية في الاقتصاد نهاية السنوات (2012-2015) *

الدولة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سوق البحرين للأوراق المالية	77.58	70.90	78.01	57.12	60,2	56,4	65,0	56,4
سوق الأسهم السعودي	47.39	74,28	67.08	50.61	55,8	62,7	62,1	56,0
سوق مسقط للأوراق المالية	24.85	48.80	48.27	37.70	41,7	46,2	47,0	50,1
سوق الكويت للأوراق المالية	47.57	88.52	95.03	53.72	53,6	62,1	59,0	53,7
سوق أبوظبي للأوراق المالية	21.81	31.47	26.82	20.46	22,9	29,1	26,5	26,2
سوق دبي المالي	20.00	22.80	19.03	14.06	14,6	17,6	21,1	20,0
سوق الدوحة للأوراق المالية	66,47	89,90	98.81	73.96	72,8	75,4	87,7	71,7
المجموع	43,67	60,95	61,86	43,95	45,94	49,93	52,63	47,73

المصدر:احتساب الطالبة استنادا إلى البيانات الواردة في الجدول رقم (4-2) (من2008-2011) والباقي تم الحصول عليه من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

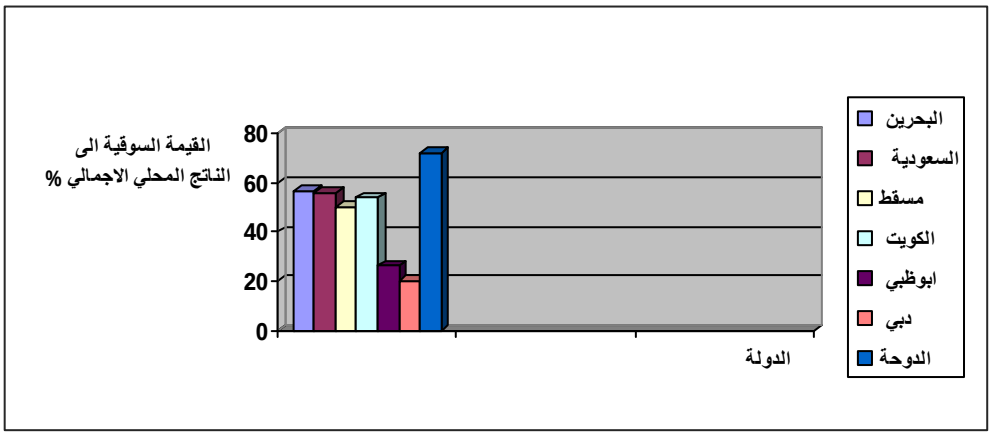
* القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي

الشكل رقم (4-5) : الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية للاقتصاد(%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

الشكل رقم (4-6): الأهمية النسبية للأسواق المالية الخليجية للاقتصاد2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

ثانيا:معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي

يمثل معدل دوران الأسهم قيمة الأسهم المتداولة خلال مدة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة أي أن معدل الدوران يساوي حجم التداول على القيمة السوقية ،ويعد من المؤشرات المهمة التي تقيس سيولة سوق الأوراق المالية أي بيان السيولة الموجودة في السوق نفسه ،التي تبين مدى نشاط السوق وفعاليته.

ويظهر الشكل رقم (4-7) أن الأسواق الخليجية سنة 2008 حققت نسب مرتفعة من معدل دوران الأسهم حيث بلغت 96.98% لمجموع البورصات أما لو أخذنا الأسواق بشكل مفرد فان الأسواق الأنشط هي سوق الأسهم السعودي 212,3 % و سوق دبي المالي 131,7% و سوق الكويت للأوراق المالية 106,9% .

أما عام 2009 فان معظم الأسواق الخليجية شهدت تراجعا في معدلات دوران الأسهم عاكسة بذلك مخاوف المتعاملين وخاصة المستثمرين الأجانب من الانكشاف على الأسواق المالية الخليجية نظرا لتأثيرات الأزمة المالية العالمية من جهة وتداعيات أزمة ديون شركات دبي من جهة أخرى.

وسنة 2010 كانت السوق المالية السعودية الأنشط بين البورصات الخليجية حيث سجلت اعلي معدل لدوران الأسهم بنسبة بلغت 57,3% ثم تلتها سوق دبي 34,7% وسوق الكويت بنحو 34,5 % .

واستمرت السوق المالية السعودية عام 2011 في أن تكون السوق الأنشط بمعدل دوران للأسهم بلغ86.5 في المائة، ثم تلاها كل من سوق الكويت ودبي بنحو 20.7 و 17.8 في المائة على التوالي، فيما كانت سوقي البحرين الأقل نشاط بمعدل دوران 1,7% .وفي سنة 2012 شهد معدل دوران الأسهم، ارتفاعا كبير ا لمجموع البورصات العربية بالمقارنة مع العام السابق، ليصل هذا المعدل إلى 33,04 في المائة وذلك مقابل 24,11 في المائة عن العام الماضي .وقد ساهم في هذا الارتفاع التحسن الكبير في هذا المعدل في السوق المالية السعودية، حيث قفز معدل دوران الأسهم إلى 137,8 في المائة.أما سنة 2013 لمجموع البورصات الخليجية سجل معدل دوران الأسهم انخفاض مقارنة عن العام الذي سبق إلا انه لا يزال أعلى من المعدل المسجل خلال عامي 2010 و2011 ويرجع السبب في ذلك إلى التراجع الكبير لهذا المعدل في السوق المالية السعودية ، وباستبعاد السوق المالية السعودية فان معدل دوران بقية الأسواق الخليجية عن العام 2013 قد سجل ارتفاعا عن العام السابق .

أما معدل دوران الأسهم فقد سجل تحسنا كبيرا عن العام 2014 لمجموع البورصات العربية بالمقارنة مع العام السابق ،ليصل هذا المعدل إلى نحو 69,4 في المائة مقابل 47,0 في المائة عن العام الذي سبق ويعتبر معدل الدوران المسجل عن العام 2014 الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في 2008 عندما بلغ هذا المعدل آنذاك نحو 83,5 في المائة يعزى السبب في ذلك بشكل رئيسي إلى الارتفاع الكبير لهذا المعدل في كل من السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي حيث ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 118,4 و118,2 في المائة على التوالي خلال عام 2014 مقابل 78,1 و61,6 في المائة على التوالي عن العام السابق .وفي سنة2015 لمجموع البورصات الخليجية سجل معدل دوران الأسهم انخفاض مقارنة عن العام الذي سبق.

أما من حيت نشاط الأسواق بشكل فردي وهو مبين في الشكل رقم (4-8) فقد تصدرت السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي قائمة الأسواق المالية الخليجية الأكثر نشاطا بمعدل دوران للأسهم بلغ 105,2 و 49.1 في المائة على الترتيب تلاها أسواق كل من قطر والكويت وأبوظبي بنحو و16.9 و15,0 و14,6 في المائة على الترتيب فيما كانت أسواق البحرين ومسقط الأقل نشاط هذا العام بمعدل دوران 0,8 و 8.8 في المائة على التوالي. و ارتفاع معدل دوران الأسهم لكل من بورصة السعودية ودبي يبين مدى قدرتهما على المساهمة في توفير التمويل اللازم للنشاط الاقتصادي إذا تم الاهتمام بهما من قبل الحكومات.أما لو قارنا النسب السابقة بما تحققنه باقي الأسواق على الصعيد العالمي لوجدناها ضعيفة جدا وهو ما يعكس انكماش السيولة المتاحة لدى الأسواق المالية الخليجية،حيث بلغ معدل الدوران للأسواق الناشئة والمتطورة أكثر من 150 % .

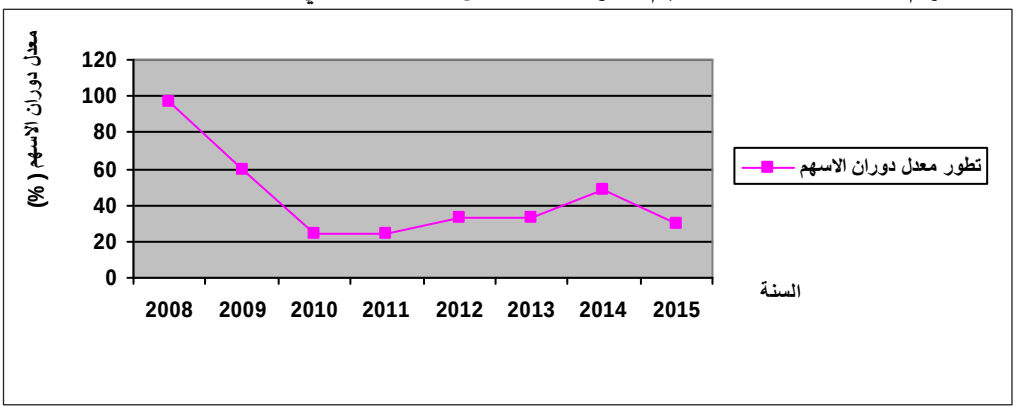
الجدول رقم (4-5): معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي(2008-2015)*

الدولة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
سوق البحرين للأوراق المالية	10,5	2,6	1,4	1,7	1,9	3,2	1,6	0.8
سوق الأسهم السعودي	212,3	119	57,3	86,5	137,8	78,1	118,4	105,2
سوق مسقط للأوراق المالية	62,9	30,5	11,3	9,7	9,1	15,6	15,6	8,8
سوق الكويت للأوراق المالية	106,9	126,5	34,5	25,4	32,5	35,8	20,9	15,0
سوق أبوظبي للأوراق المالية	91,7	25,2	12,0	9,4	7,8	19,8	35,8	14,6
سوق دبي المالي	131,7	78	34,7	17,8	26,7	61,6	118,2	49,1
سوق الدوحة للأوراق المالية	62,9	30,8	14,9	18,3	15,5	13,5	29,4	16,9
المجموع	96.98	58.94	23,73	24,11	33,04	32.51	48.56	29.94

*:معدل الدوران = قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية

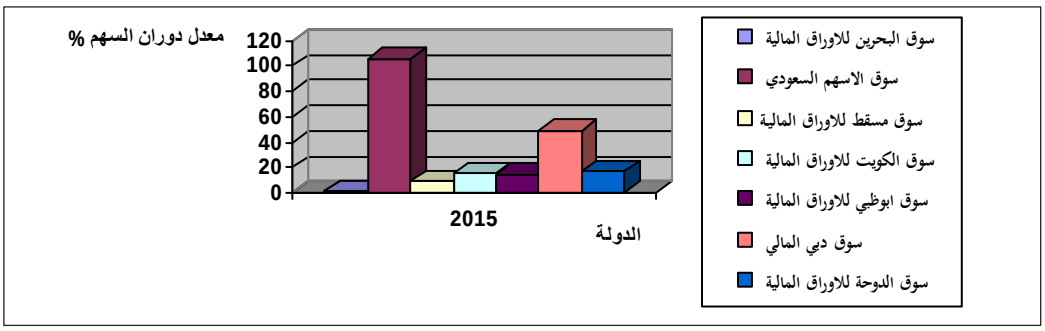
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على صندوق النقد العربي قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية نشرات فصلية مختلفة.http://www.amf.org

الشكل رقم (4-7): معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

الشكل رقم (4-8): معدل دوران الأسهم لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصاءات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

المطلب الثالث: ملاحظات تقييمية حول الأسواق المالية الخليجية

-ما تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع وقد يكون ذلك بسبب حداثتها من جهة ونتيجة عوامل ثقافية واجتماعية تؤثر في نمط ملكية الشركات وتنظيمها وعدم إدراج أسهمها للتداول في السوق من جهة ثانية.

- شديدة التأثر بالأزمات حيث كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية، العامل الأبرز في تراجع أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مما انعكس في انكماش السيولة (بالإضافة إلى ما يحدث في الدول العربية مصر،سورية).

-عرفت الأسواق العربية خلال عام 2015، شح في السيولة، كما تعبر عنه مؤشرات التداول(قيمة الأسهم المتداولة و معدل دوران الأسهم علماً أن هذا المعدل كان قد تجاوز 100 في المائة في سنوات ما قبل الأزمة المالية العالمية).

-حافظ السوق السعودي على المرتبة الأولى بين الأسواق المالية العربية فيما يتعلق بمعدل الدوران خلال عام 2015، متأثراً نسبياً بالسماح للمستثمر الأجنبي بالتداول المباشر في السوق.

-حفل عام 2015 بمواصلة السلطات الإشرافية والرقابية في الدول الخليجية لجهودها للارتقاء وتطوير البنية التشريعية والتنظيمية لأسواق المال، ولعل من أبرز التطورات التشريعية ، السماح للمستثمر الأجنبي في التداول والاستثمار في السوق المالية السعودية، بما يعزز انفتاح الأسواق المالية العربية على المستثمر الأجنبي، ويمهد الطريق للارتقاء إلى مرتبة الأسواق الناشئة.

-تعاني الأسواق الخليجية من محدودية في الأدوات المالية المتداولة ويقتصر الأمر فقط على الأسهم دون السندات بالإضافة إلى غياب الأدوات المالية المتطورة في هذه الأسواق التي تظل في نتائجها بعيدة عن المستوى المطلوب بالنظر إلى ما توصلت إليه الأسواق الناشئة في هذا المجال بالشكل الذي يجعلها تخدم أغراض التنمية الاقتصادية و تمكنها من النهوض بأسواقها ودفع نشاطها أكثر حتى تكون قوة دافعة لاقتصادياتها .

-الخلل في هيكلة الأسواق المؤسسية و هيكل الأسواق القانونية والتنظيمية وعدم تحديث التشريعات القوانين اللازمة لإدارة الاقتصاد الخليجي .

لذلك وجب على الحكومات والسلطات المعنية بالأمر الاهتمام أكثر بالأسواق المالية وإصلاح القصور و تهيئة أفضل السبل لتنشيط التداول فيها وتعميقها، لتؤدي الأسواق الخليجية الدور الاقتصادي المأمول منها .

المبحث الرابع : قياس اثر مؤشرات السوق على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي

إن السوق المالي يتميز بوجود مجموعة من المؤشرات المالية ولكن اخترنا بعض المؤشرات فقط التي نتوقع أن يكون لها الأثر على مستوى النمو الاقتصادي للدولة و تتكون متغيرات الدراسة من متغيرات مستقلة تتمثل في مجموعة من المؤشرات (مؤشر العام لأسعار السوق ،القيمة السوقية حجم التداول ،عدد الشركات، عدد الأسهم)ومتغير واحد تابع يتمثل في الناتج المحلي الإجمالي المعبر عن النمو الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من سنة 2003-2015، والبيانات التي تم استخدامها هي بيانات سنوية للسلاسل الزمنية للدول الخليجية المنتمية لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

المطلب الأول : توضيح النموذج وصياغة الفروض

الفرع الأول: توضيح النموذج

لتفسير العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وبعض مؤشرات السوق استخدم الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع واستخدمت بعض المؤشرات للسوق كمتغيرات مستقلة بمعنى الناتج المحلي الإجمالي دالة للمتغيرات المستقلة لمؤشرات السوق.

ويمكن تفسير العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وبعض مؤشرات السوق من خلال تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر العام لأسعار السوق، ومؤشر القيمة السوقية، ومؤشر حجم التداول، ومؤشر عدد الشركات، ومؤشر عدد الأسهم.

$$GDP=B_0+B_1MP+B_2MV+B_3TV+B_4R+B_5N+U .$$

GDP: الناتج المحلي الإجمالي

MP: المؤشر العام لأسعار السوق

MV: مؤشر القيمة السوقية

TV: مؤشر حجم التداول

R: عدد الشركات

N: عدد الأسهم

وبما انه في حالة تعدد المتغيرات التوضيحية غالبا ما تظهر مشكلة (الازدواج الخطي) بين كل اثنين من المتغيرات التوضيحي والتي بوجودها سوف نحصل على تقديرات غير واقعية،عليه لابد من استخدام إحدى طرائق معالجة الازدواج الخطي والتي منها طريقة الانحدار المتدرج بالأسلوب التراجعي(هي أن نأخذ

في الاعتبار كل المتغيرات ثم يتم إبعاد المتغيرات الأقل تأثيرا في النموذج والأكثر سببا في مشكل الازدواج الخطي بالتدريج حتى نحصل على المتغير المستقل الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي).

الفرع الثاني :صياغة الفرضيات

أولا: اختبار صلاحية النموذج

الفرض العدم H_0 : النموذج غير مناسب

الفرض البديل H_1 : النموذج مناسب

إحصائية الاختبار: تظهر من خلال نتائج التقدير حيث أن إحصائية F المحسوبة عندما تظهر معنوية أي أن :F المحسوبة اكبر من F الجدولية ،نرفض فرض العدم (عدم صلاحية النموذج)،ونقبل الفرض البديل (النموذج مناسب) وفي حالة عدم معنويتها نقبل الفرض العدم(النتائج موجودة في الجدول)

ثانيا: اختبار معنوية اثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع

الفرض العدم H_0 : مؤشرات الأسواق المالية ليس لها اثر معنوي على النمو الاقتصادي

الفرض البديلH_1:مؤشرات الأسواق المالية لها اثر معنوي على النمو الاقتصادي

وإحصائية الاختبار هي اختبار : T student ، إذا كانت t معنوية أي أن : t المحسوبة أكبر من t الجدولية نرفض فرض العدم (مؤشرات الأسواق المالية ليس لها اثر معنوي على النمو الاقتصادي)

ونقبل الفرض البديل (مؤشرات الأسواق المالية لها اثر معنوي على التنمية الاقتصادية) وهذا يشير إلى أهمية المتغير مؤشر السوق في تفسير المتغير الناتج المحلي الإجمالي ومعنويته.

المطلب الثاني:تحليل الارتباط بين المتغيرات واختبار التوزيع الطبيعي وانتشار البواقي

قبل البدء في تقدير نموذج الانحدار تم إيجاد مصفوفة الارتباط بين المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي) والمتغيرات المستقلة (مؤشر العام للأسعار ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول ومؤشر عدد الشركات ومؤشر عدد الأسهم) (لمعرفة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة)،ثم نقوم باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي وشكل انتشار البواقي كما هو موضح في الأشكال و الجداول التالية لكل دولة وذلك بالاعتماد على برنامج الـ SPSS

1- البحرين

الجدول رقم (4-6) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة البحرين

Corrélations

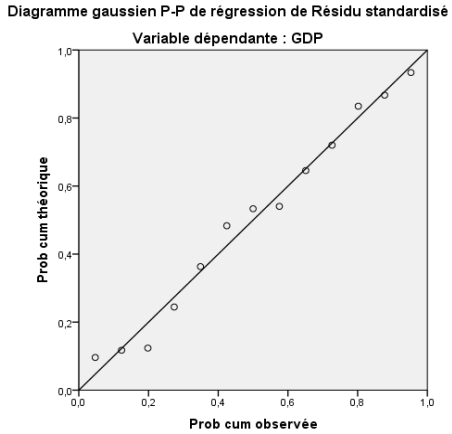
		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	-,857	,340	,000	,287	,458
	MP	-,857	1,000	-,010	,166	-,218	-,285
	MV	,340	-,010	1,000	,463	,632	,385
	TV	,000	,166	,463	1,000	,484	,736
	R	,287	-,218	,632	,484	1,000	,451
	N	,458	-,285	,385	,736	,451	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,000	,128	,500	,171	,058
	MP	,000	.	,487	,294	,237	,173
	MV	,128	,487	.	,056	,010	,097
	TV	,500	,294	,056	.	,047	,002
	R	,171	,237	,010	,047	.	,061
	N	,058	,173	,097	,002	,061	.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر العام لأسعار السوق (-0.857) (وهو ارتباط عكسي بمستوى معنوية (0,000) دال إحصائيا .

بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول ومؤشر عدد الشركات ومؤشر عدد الأسهم غير دال.

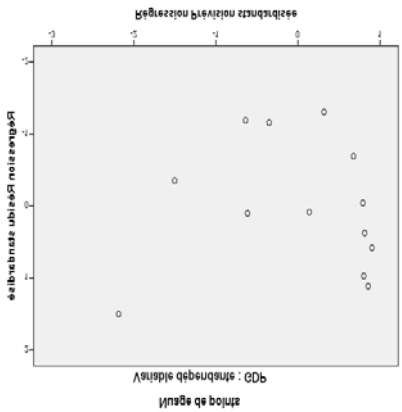
الشكل رقم (4-9): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة



يوضح الرسم البياني p-p plot ان البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

شكل رقم(4–10): انتشار البواقي لدولة البحرين



يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

2- السعودية :

الجدول رقم (4-7) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة

Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	-,163	,270	-,232	,920	,734
	MP	-,163	1,000	,882	,576	-,328	-,251
	MV	,270	,882	1,000	,416	,125	,132
	TV	-,232	,576	,416	1,000	-,430	,065
	R	,920	-,328	,125	-,430	1,000	,705
	N	,734	-,251	,132	,065	,705	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,297	,186	,223	,000	,002
	MP	,297	.	,000	,020	,137	,204
	MV	,186	,000	.	,079	,343	,334
	TV	,223	,020	,079	.	,071	,416
	R	,000	,137	,343	,071	.	,004
	N	,002	,204	,334	,416	,004	.

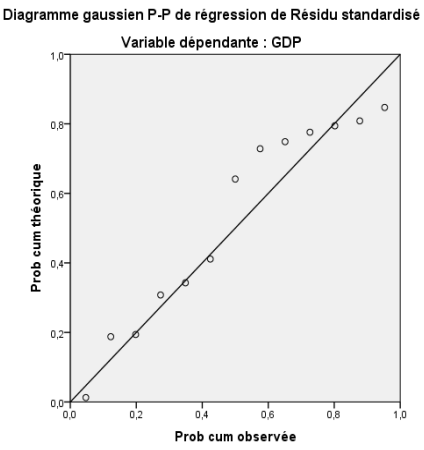
المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

ويتضح من خلال أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الشركات (0.920) وهو ارتباط طردي قوي بمستوى معنوية (0,000) دال إحصائيا .

ومعامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الأسهم (0.734) وهو ارتباط طردي بمستوى معنوية (0.002) دال إحصائيا .

بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر العام لأسعار السوق ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول غير دال.

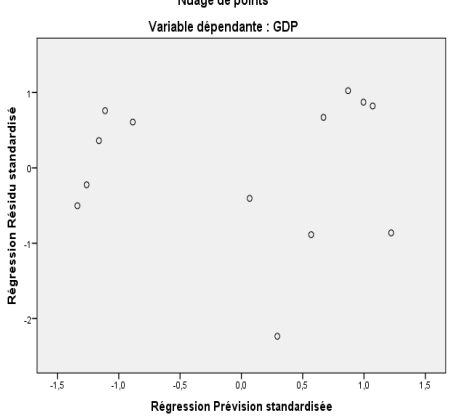
الشكل رقم (4-11): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة السعودية



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني p-p plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار

شكل رقم(4-12): انتشار البواقي لدولة السعودية



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار

3- مسقط:

الجدول رقم (4–8) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة مسقط

Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	,464	,892	,441	,135	,817
	MP	,464	1,000	,550	,511	-,454	,510
	MV	,892	,550	1,000	,313	,123	,839
	TV	,441	,511	,313	1,000	-,348	,667
	R	,135	-,454	,123	-,348	1,000	,033
	N	,817	,510	,839	,667	,033	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,055	,000	,066	,330	,000
	MP	,055	.	,026	,037	,059	,038
	MV	,000	,026	.	,148	,345	,000
	TV	,066	,037	,148	.	,122	,006
	R	,330	,059	,345	,122	.	,458
	N	,000	,038	,000	,006	,458	.

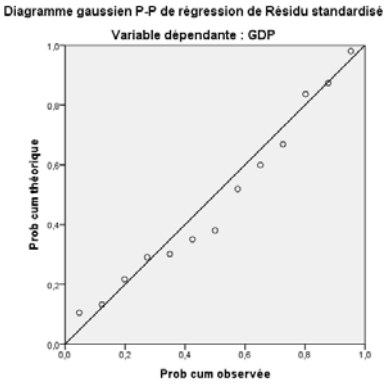
ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر القيمة السوقية (0.892) وهو ارتباط طردي بمستوى معنوية (0,000) دال إحصائيا .

ومعامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الأسهم (0.817) وهو ارتباط طردي بمستوى معنوية (0,000) دال إحصائيا .

بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر العام للأسعار ومؤشر حجم التداول ومؤشر عدد الشركات غير دال.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

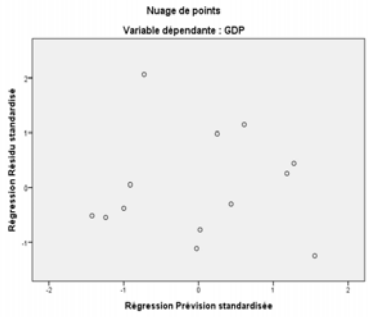
الشكل رقم (4–13): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة مسقط



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني p-p plot ان البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار

شكل رقم(4–14): انتشار البواقي لدولة مسقط



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار.

4- الكويت :

الجدول رقم (4–9) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة الكويت

Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	-,106	,123	-,229	,870	,508
	MP	-,106	1,000	,796	,650	-,130	,025
	MV	,123	,796	1,000	,246	,227	,172
	TV	-,229	,650	,246	1,000	-,217	,252
	R	,870	-,130	,227	-,217	1,000	,457
	N	,508	,025	,172	,252	,457	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,365	,344	,226	,000	,038
	MP	,365	.	,001	,008	,336	,468
	MV	,344	,001	.	,209	,228	,287
	TV	,226	,008	,209	.	,238	,203
	R	,000	,336	,228	,238	.	,058
	N	,038	,468	,287	,203	,058	.

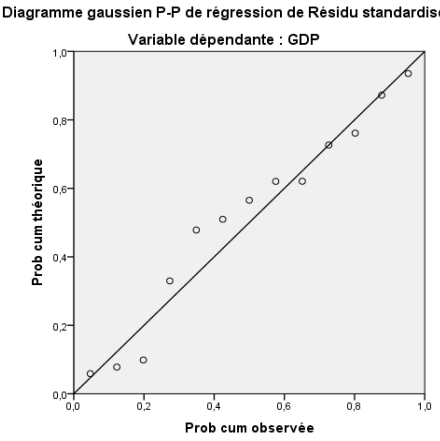
المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الشركات (0.870) وهو ارتباط طردي بمستوى معنوية (0,000) دال إحصائيا.

ومعامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الأسهم (0.508) بمستوى معنوية (0.038) دال إحصائيا .

بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر العام للأسعار ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول غير دال .

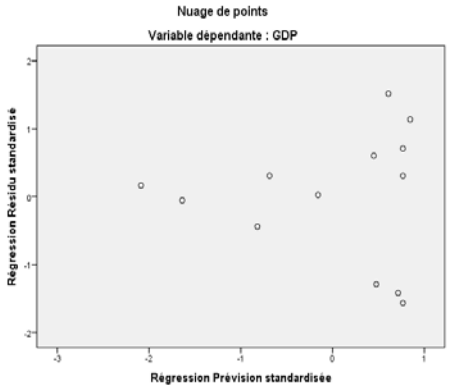
الشكل رقم (4–15): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة الكويت



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني p-p plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار .

شكل رقم(4–16): انتشار البواقي لدولة الكويت



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار.

5- أبوظبي:

الجدول رقم (4–10) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة أبوظبي

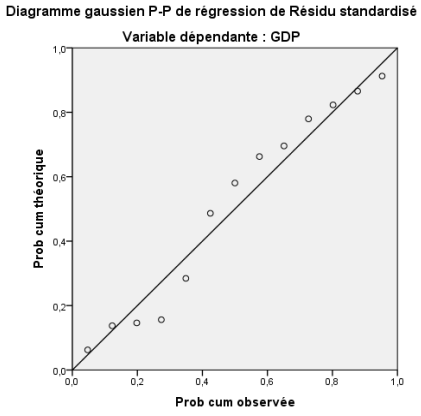
Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	,203	,381	,107	,757	,542
	MP	,203	1,000	,939	,386	,335	,412
	MV	,381	,939	1,000	,465	,621	,526
	TV	,107	,386	,465	1,000	,405	,780
	R	,757	,335	,621	,405	1,000	,609
	N	,542	,412	,526	,780	,609	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,253	,100	,364	,001	,028
	MP	,253	.	,000	,096	,132	,081
	MV	,100	,000	.	,055	,012	,032
	TV	,364	,096	,055	.	,085	,001
	R	,001	,132	,012	,085	.	,014
	N	,028	,081	,032	,001	,014	.

ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الشركات (0.757) وهو ارتباط طردي بمستوى معنوية (0.001) دال إحصائيا .
ومعامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الأسهم (0.542) بمستوى معنوية (0.028) دال إحصائيا .
بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر العام للأسعار ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول غير دال.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

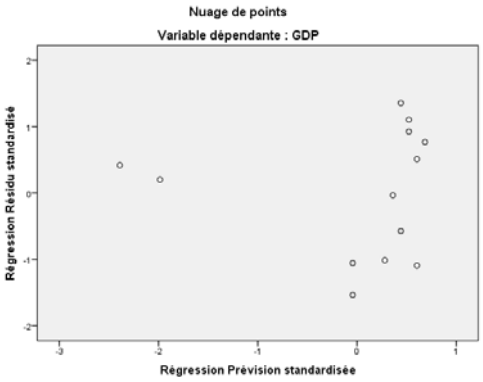
الشكل رقم (4–17): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة أبوظبي



يوضح الرسم البياني p-p plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

الشكل رقم(4–18): انتشار البواقي لدولة ابوظبي



يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

6- دبي:

الجدول رقم (4–11) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة دبي

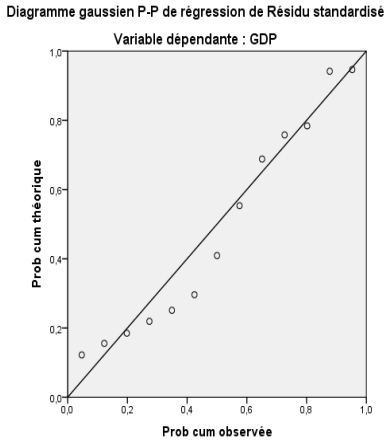
Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	,526	,107	,165	,602	,615
	MP	,526	1,000	,599	,581	,466	,727
	MV	,107	,599	1,000	,724	,289	,477
	TV	,165	,581	,724	1,000	,118	,450
	R	,602	,466	,289	,118	1,000	,712
	N	,615	,727	,477	,450	,712	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,032	,365	,296	,015	,013
	MP	,032	.	,015	,019	,054	,002
	MV	,365	,015	.	,003	,169	,050
	TV	,296	,019	,003	.	,351	,062
	R	,015	,054	,169	,351	.	,003
	N	,013	,002	,050	,062	,003	.

ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر العم للأسعار ومؤشر عدد الشركات ومؤشر عدد الأسهم دال إحصائيا. بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر العام للأسعار ومؤشر عدد القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول غير دال.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

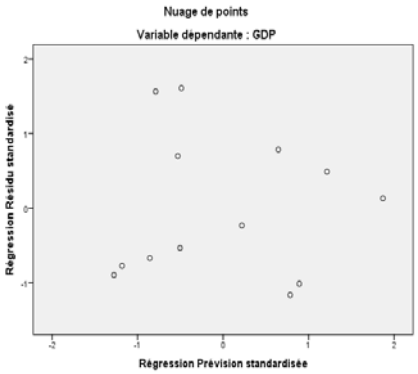
الشكل رقم (4–19): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة دبي



يوضح الرسم البياني p-p plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

شكل رقم(4–20):انتشار البواقي لدولة دبي



يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

7- قطر:

الجدول رقم (4-12) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة لدولة قطر

Corrélations

		GDP	MP	MV	TV	R	N
Corrélation de Pearson	GDP	1,000	,186	,922	,457	,818	,538
	MP	,186	1,000	,472	,476	,156	,256
	MV	,922	,472	1,000	,539	,743	,535
	TV	,457	,476	,539	1,000	,534	,858
	R	,818	,156	,743	,534	1,000	,706
	N	,538	,256	,535	,858	,706	1,000
Sig. (unilatérale)	GDP	.	,272	,000	,058	,000	,029
	MP	,272	.	,052	,050	,305	,199
	MV	,000	,052	.	,029	,002	,030
	TV	,058	,050	,029	.	,030	,000
	R	,000	,305	,002	,030	.	,004
	N	,029	,199	,030	,000	,004	.

المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

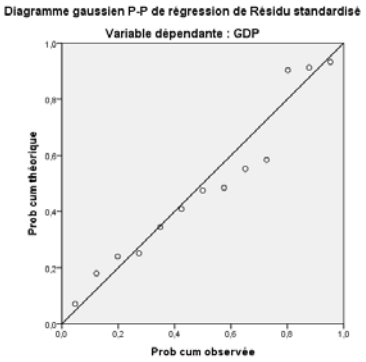
ويتضح من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر القيمة السوقية (0.922) وهو ارتباط طردي قوي بمستوى معنوية (0.000) دال إحصائيا .

ومعامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر عدد الشركات (0.818) وهو ارتباط طردي قوي بمستوى معنوية (0.000) دال إحصائيا .

بينما معامل الارتباط بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر عدد الأسهم وهو ارتباط طردي دال إحصائيا .

بينما مؤشر الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر العام للأسعار ومؤشر حجم التداول غير دال .

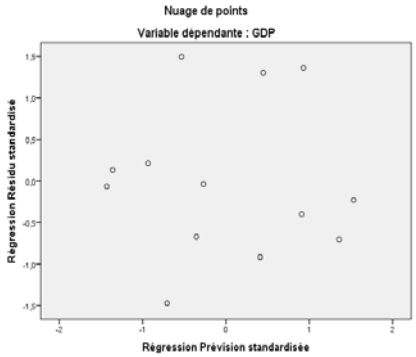
الشكل رقم (4-21): التوزيع الطبيعي للبواقي لدولة قطر



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني p-p plot أن البيانات تتجمع حول الخط المستقيم وبالتالي فان البواقي residuals تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهو شرط من شروط اختبار الانحدار

شكل رقم(4-22): انتشار البواقي لدولة



المصدر:من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج الـ spss

يوضح الرسم البياني شكل الانتشار للبواقي residuals مع القيم المتوقعة ومنه يتضح عدم وجود نمط معين للنقاط في الشكل وهذا يتسق مع شرط الخطية المتطلب لاختبار الانحدار

المطلب الثالث:نتائج التقدير والتحليل

الفرع الأول:نتائج التقدير (تقييم المتغيرات بالطريقة التدريجية التراجعية)

تم استخدام طريقة الانحدار المتدرج بالأسلوب التراجعي ،إذ انه سيتم في الخطوة الأولى التقدير بوجود جميع المتغيرات التوضيحية ثم يتم إبعاد المتغيرات الأقل تأثيرا في النموذج والأكثر سببا في مشكل الازدواج الخطي بالتدريج حتى نحصل على المتغير المستقل الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي.

حيث سنبدأ بدراسة تحليل الانحدار بين الناتج المحلي الإجمالي وكل هذه المؤشرات(المؤشر العام لأسعار السوق،مؤشر القيمة السوقية ،مؤشر حجم التداول مؤشر عدد الشركات مؤشر عدد الأسهم) ونسجل قيمة معامل التحديد المعدل R Square Adjusted وبعد ذلك نستبعد أحد هذه المتغيرات ونرى تأثر ذلك على قيمة معامل التحديد المعدل R Square Adjusted، ويتم مراعاة F-statisticو(Prob(F-statistic.

فقيمة F-statistic تزداد كلما تحسن النموذج وتقل كلما ساء النموذج، فإذا كان Prob(F-statistic) أقل من أو يساوي 0.05 فإن هذا يعني أن النموذج مقبول إحصائيا وأما إذا زاد عن ذلك فإن النموذج يكون غير مقبول، أما المتغير الذي نستبعده هو المتغير الذي له قيمة P Value كبيرة وخاصة تلك التي تتجاوز 0.05.

1- الخطوة الأولى : التقدير بوجود جميع المتغيرات التوضيحية

الجدول رقم (4-13): التقدير بوجود جميع المتغيرات التوضيحية

الدول	متغيرات لنموذج القياسي	B	t-Statistic	Prob	R-squared	Adjusted R-squared	-statistic	Prob(F-statistic	التحليل
البحرين	MP	-11.67033	-6.014622	0.0005	0.887 428	0.807 020	11.03 651	0.00323 8	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر حجم التداول لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهذا ما أظهرته قيمةT بP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر منT المحسوبة)
	MV	0.940227	2.392724	0.0480					
	TV	0.001321	0.458864	0.6602					
	R	-1.288147	-1.366895	0.2139					
	N	2.058283	0.631791	0.5476					

السعودية	MP	-1.809982	-0.028093	0.9784	0.886634	0.805659	10.94940	0.003315	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر الأسعار لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وها ما أظهرته قيمة T بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر من Tالمحسوبة)
	MV	0.204116	0.139278	0.8932					
	TV	0.058395	0.429533	0.6804					
	R	4.319788	2.282330	0.0564					
	N	0.643990	0.266204	0.7978					
مسقط	MP	-1.927302	-0.584978	0.5769	0.845600	0.735315	7.667378	0.009268	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر عدد الشركات لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهو ما أظهرته قيمةT بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر من Tالمحسوبة)
	MV	1.935098	2.506023	0.0406					
	TV	3.695210	1.199382	0.2694					
	R	0.267947	0.396509	0.7035					
	N	-1.900742	-0.482777	0.6440					
الكويت	MP	19.74430	2.803484	0.0264	0.899280	0.827336	12.49987	0.002227	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر عدد الأسهم لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهو ما أظهرته قيمة T بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر من Tالمحسوبة)
	MV	-1.658259	-2.760986	0.0281					
	TV	-0.643844	-2.651857	0.0329					
	R	0.991675	5.706183	0.0007					
	N	0.555380	2.328858	0.0527					
أبوظبي	MP	228.6318	1.737047	0.1259	0.843378	0.731504	7.538693	0.009715	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر عدد الأسهم لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهو ما أظهرته قيمة T بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر من Tالمحسوبة)
	MV	-10.40601	-1.777550	0.1187					
	TV	-3.072857	-1.915841	0.0969					
	R	14.65750	2.697892	0.0307					
	N	2.583519	1.495836	0.1784					

دبي	MP	33.00491	0.881125	0.4075	0.531 952	0.197 631	1.591 143	0.27783 1	نلاحظ إن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر حجم التداول لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهو ما أظهرته قيمة T بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر منT المحسوبة) بالإضافة إلى صغر حج معامل التحديد
	MV	-1.364681	-0.987210	0.3564					
	TV	0.263057	0.209549	0.8400					
	R	2.096061	0.924985	0.3858					
	N	0.515030	0.474992	0.6493					
الدوحة	MP	-15.84582	-2.248876	0.0593	0.942 052	0.900 660	22.75 939	0.00033 9	نلاحظ أن هناك فرق كبير بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح الأمر الذي يتوجب إبعاد احد المتغيرات والمتمثل في مؤشر عدد الأسهم لأنه لا يؤثر معنويا في النموذج وهو ما أظهرته قيمة T بـP أكبر من 0.05 (Tالجدولية أكبر من Tالمحسوبة)
	MV	1.875195	4.535859	0.0027					
	TV	0.349676	0.333411	0.7486					
	R	0.884056	0.374900	0.7188					
	N	-3.390542	-0.283111	0.7853					

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews

2- الخطوة الثانية :التقدير باستبعاد احد المتغيرات الأقل تأثيرا في النموذج

الجدول رقم (4-14): التقدير باستبعاد احد المتغيرات الأقل تأثيرا في النموذج

الدول	متغيرات لنموذج القياسي	B	t-Statistic	Prob	R-squared	Adjusted R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic	التحليل
البحرين	MP	-11.32945	-6.657548	0.0002	0.884 042	0.826 063	15.24 764	0.000 820	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير عدد الأسهم لعدم معنويته بالإضافة إلى حجم التداول المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	0.851406	2.622460	0.0305					
	TV	/	/	/					
	R	-1.031047	-1.433246	0.1897					
	N	2.894604	1.129102	0.2916					

السعودية	MP	/	/	0.886 621	0.829 932	15.64 001	0.000 751	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير عدد الأسهم لعدم معنويته بالإضافة إلى المؤشر العام لأسعار السوق المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	0.163538	0.705009	0.5008					
	TV	0.056682	0.498698	0.6314					
	R	4.356984	3.443571	0.0088					
	N	0.688384	0.401737	0.6984					
مسقط	MP	-2.557845	-0.937198	0.842 133	0.763 199	10.66 886	0.002 713	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير عدد الأسهم لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الشركات المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	1.973859	2.724454	0.0261					
	TV	3.408450	1.203250	0.2633					
	R	/	/	/					
	N	-1.670786	-0.453608	0.6622					
الكويت	MP	12.72741	1.604406	0.821 242	0.731 863	9.188 297	0.004 375	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير حجم التداول لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الأسهم المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	-1.138777	-1.638711	0.1399					
	TV	-0.327770	-1.306531	0.2277					
	R	1.131643	5.568875	0.0005					
	N	/	/	/					
أبوظبي	MP	320.2974	2.558880	0.793 314	0.689 971	7.676 502	0.007 616	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير حجم التداول لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الأسهم المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	-14.41671	-2.578072	0.0327					
	TV	-1.242786	-1.115086	0.2972					
	R	19.32354	4.042674	0.0037					
	N	/	/	/					

دبي	MP	34.52199	1.001060	0.3461	0.529 015	0.293 523	2.246 424	0.153 332	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير عدد الأسهم لعدم معنويته بالإضافة إلى حجم التداول المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	-1.193308	-1.141073	0.2868					
	TV	/	/	/					
	R	1.930786	0.968600	0.3611					
	N	0.566656	0.571901	0.5831					
الدوحة	MP	1.868501	4.812178	0.0013	0.941 388	0.912 082	32.12 271	0.000 056	تم إعادة التقدير ومازال هناك فرق بين معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح لذلك سيتم استبعاد المتغير حجم التداول لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الأسهم المحذوف سابقا لضعف مساهمته في معامل التحديد
	MV	-15.35518	-2.389901	0.0439					
	TV	0.106313	0.188078	0.8555					
	R	0.621630	0.304746	0.7683					
	N	/	/	/					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews

3- الخطوة الثالثة :التقدير باستبعاد المتغير الثاني الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول الذي تم استبعاده في الخطوة السابقة

الجدول رقم (4-15): التقدير باستبعاد المتغير الثاني الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول الذي تم استبعاده في الخطوة السابقة

الدول	النموذج القياسي	B	Tإحصائية	الاحتمال	معامل التحديد	معامل التحديد المصحح	F-statistic	Prob(F-statistic	التحليل
البحرين	MP	-11.79935	-7.044048	0.0001	0.865 563	0.8207 51	19.315 31	0.00029 2	سيتم في الخطوة المقبلة استبعاد المتغير مؤشر عدد الشركات لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الأسهم وحجم التداول وذلك لعدم معنوية المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المحذوفة وضعف مساهمتها في معامل التحديد
	MV	0.919993	2.841593	0.0194					
	TV	/	/	/					
	R	-0.846810	-1.190598	0.2643					
	N	/	/	/					

السعودية	MP	/	/	/	0.884334	0.845779	22.93677	0.000150	سيتم في الخطوة المقبلة استبعاد المتغير مؤشر القيمة السوقية لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر أسعار السوق ومؤشر عدد الأسهم وذلك لعدم معنوية المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المحذوفة وضعف مساهمتها في معامل التحديد
	MV	0.131595	0.634155	0.5418					
	TV	0.085799	1.029110	0.3303					
	R	4.781389	7.211053	0.0001					
	N	/	/	/					
مسقط	MP	-2.059781	-0.863336	0.4104	0.838072	0.784096	15.52678	0.000667	سيتم في الخطوة المقبلة استبعاد المتغير مؤشر أسعار السوق لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر عدد الأسهم وعدد الشركات وذلك لعدم معنوية المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المحذوفة وضعف مساهمتها في معامل التحديد
	MV	1.677486	5.611701	0.0003					
	TV	2.356698	1.516688	0.1637					
	R	/	/	/					
	N	/	/	/					
الكويت	MP	4.799988	0.904442	0.3893	0.783099	0.710798	10.83118	0.002418	سيتم في الخطوة المقبلة استبعاد المتغير مؤشر أسعار السوق لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر حجم التداول وعدد الأسهم وذلك لعدم معنوية المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المحذوفة وضعف مساهمتها في معامل التحديد
	MV	-0.593262	-1.028339	0.3306					
	TV	/	/	/					
	R	1.072730	5.213036	0.0006					
	N	/	/	/					
أبوظبي	MP	325.0489	2.563906	0.0305	0.761189	0.681585	9.562240	0.003687	نتيجة للفرق الكبير بين معامل التحديد ومعامل التصحيح سيتم حذف مؤشر الأسعار
	MV	-14.90261	-2.637660	0.0270					
	TV	/	/	/					
	R	19.13653	3.952917	0.0033					
	N	/	/	/					
دبي	MP	45.19089	1.619828	0.1397	0.509760	0.346346	3.119450	0.080818	نلاحظ عدم معنوية المؤشرات الثلاثة لذلك سنقوم في الخطوة المقبلة بحذف المتغير حجم التداول لان احتماله اكبر
	MV	-1.141988	-1.139468	0.2839					
	TV	/	/	/					
	R	2.631825	1.740606	0.1157					
	N	/	/	/					

الدوحة	MP	-14.75651	-2.798207	0.0208	0.941	0.9215	32.122	0.00005	سيتم في الخطوة المقبلة استبعاد المتغير عدد الشركات لعدم معنويته بالإضافة إلى مؤشر حجم التداول وعدد الأسهم وذلك لعدم معنوية المعالم المقدرة الخاصة بالمتغيرات المحذوفة وضعف مساهمتها في معامل التحديد
	MV	1.844642	5.319731	0.0005	129	05	71	6	
	TV	/	/	/					
	R	0.806718	0.477835	0.6442					
	N	/	/	/					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews

4- الخطوة الرابعة :التقدير باستبعاد المتغير الثالث الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول والثاني اللذان تم استبعادهم في الخطوات السابقة.

الجدول رقم (4-16): التقدير باستبعاد المتغير الثالث الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغير الأول والثاني اللذان تم استبعادهم في الخطوات السابقة

الدول	النموذج القياسي	B	إحصائية T	الاحتمال	معامل التحديد	معامل التحديد المصحح	F-statistic	Prob(F-statistic	التحليل
البحرين	MP	-11.25384	-6.843355	0.0000	0.844	0.813	27.13	0.00009	إشارة العلاقة بين مؤشر الأسعار والناتج المحلي الإجمالي التابع ظهرت سالبة و معنوي بالإضافة إلى معنوية مؤشر القيمة السوقية اللذان يساهمان بنسبة 84,43 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة أما المتغير الذي نسبته 15,57فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي الإبقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الإجمالي التابع ومؤشر الأسعار ومؤشر القيمة السوقية كمتغيرين مستقلين ويعد النموذج الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيرهما التي تتبين من خلال قيمة Tواحتملها بالإضافة إلى إحصائية Fتظهر معنوية
	MV	0.671372	2.658606	0.0240	389	267	141	1	
	TV	/	/	/					
	R	/	/	/					
	N	/	/	/					

السعودية	MP	/	/	/	0.879 166	0.854 999	36.37 899	0.00002 6	تظهر عدم معنوية مؤشر حجم التداول لذلك سيتم حذفه في الخطوة التالية بالإضافة إلى المؤشرات التي تم حذفها سابقا
	MV	/	/	/					
	TV	0.113521	1.649077	0.1301					
	R	4.936874	8.264384	0.0000					
	N	/	/	/					
مسقط	MP	/	/	/	0.824 662	0.789 594	23.51 633	0.00016 6	تظهر عدم معنوية مؤشر حجم التداول لذلك سيتم حذفه في الخطوة التالية بالإضافة إلى المؤشرات التي تم حذفها سابقا
	MV	1.554327	5.993743	0.0001					
	TV	1.783582	1.286021	0.2274					
	R	/	/	/					
	N	/	/	/					
الكويت	MP	/	/	/	0.763 384	0.716 061	16.13 133	0.00074 2	تظهر عدم معنوية مؤشر القيمة السوقية لذلك سيتم حذفه في الخطوة التالية بالإضافة إلى المؤشرات التي تم حذفها سابقا
	MV	-0.147392	-0.496388	0.6304					
	TV	/	/	/					
	R	0.974716	5.623420	0.0002					
	N	/	/	/					
أبوظبي	MP	/	/	/	0.586 761	0.504 114	7.099 545	0.01205 0	تظهر عدم معنوية مؤشر القيمة السوقية لذلك سيتم حذفه في الخطوة التالية بالإضافة إلى المؤشرات التي تم حذفها سابقا
	MV	-0.564059	-0.562308	0.5863					
	TV	/	/	/					
	R	7.058924	3.555587	0.0052					
	N	/	/	/					
دبي	MP	27.77082	1.172630	0.2681	0.439 035	0.326 842	3.913 216	0.05554 9	نلاحظ عدم معنوية مؤشر أسعار السوق وعدد الشركات بالإضافة إلى صغر حجم معامل التحديد ومعامل التحديد المصحح وأيضا إحصائية فيشر اقل من 5 وغير معنوية أي أن النموذج غير مناسب
	MV	/	/	/					
	TV	/	/	/					
	R	2.608285	1.700021	0.1200					
	N	/	/	/					

الدوحة	MP	-16.15836	-3.838352	0.0033	0.939 635	0.927 562	77.82 987	0.00000 1	إشارة العلاقة بين مؤشر الأسعار و الناتج المحلي الإجمالي التابع ظهرت سالبة و معنوي بالإضافة إلى معنوية مؤشر القيمة السوقية اللذان يساهمان بنسبة 93,96من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة جدا أما المتغير الذي نسبته 6,4 فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي الإبقاء وبالتالي الإبقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الإجمالي التابع ومؤشر الأسعار ومؤشر القيمة السوقية كمتغيرين مستقلين ويعد النموذج الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيرهما التي تتبين من خلال قيمة Tاحتمالها
	MV	1.975554	9.675120	0.0000					
	TV	/		/					
	R	/	/	/					
	N	/	/	/					

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews

5- الخطوة الخامسة :التقدير باستبعاد المتغير الرابع الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغيرات التي تم استبعادها في الخطوات السابقة.

الجدول رقم (4-17): التقدير باستبعاد المتغير الرابع الأقل تأثيرا في النموذج بالإضافة إلى المتغيرات التي تم استبعادها في الخطوات السابقة

الدول	النموذج القياسي	B	إحصائية T	الاحتمال	معامل التحديد	معامل التحديد المصحح	F-statistic	Prob(F-statistic	التحليل
السعودية	MP	/	/	/	0.846305	0.832333	60.57050	0.000008	الإبقاء على المتغير عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبة 84,63 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة جدا أما المتغير الذي نسبته 15,37 فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي فان الإبقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع و عدد الشركات كمتغير مستقل يعد هو الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيره والتي تتبين من خلال قيمة معامل الميل الحدي الخاص بها وقيمة T المرافق له التي تعني معنوية عالية
	MV	/	/	/					
	TV	/	/	/					
	R	4.513107	7.782705	0.0000					
	N	/	/	/					
مسقط	MP	/	/	/	0.795664	0.777088	42.83279	0.000042	الإبقاء على المتغير القيمة السوقية الذي يساهم بمفرده بما نسبة 79,56 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة جدا أما المتغير الذي نسبته 20,44 فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي فان الإبقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع و القيمة السوقية كمتغير مستقل يعد هو الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيره والتي تتبين من خلال قيمة معامل الميل الحدي الخاص بها وقيمة T المرافق له التي تعني معنوية عالية
	MV	1.658867	6.544676	0.0000					
	TV	/	/	/					
	R	/	/	/					
	N	/	/	/					

الكويت	MP	/	/	/	0.757 554	0.73551 4	34.37 098	0.00010 9	الإبقاء على المتغير عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبة 75,75 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة جدا أما المتغير الذي نسبته 24,24 فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي فان الإبقاء على النموذج المتمثل بالناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع و عدد الشركات كمتغير مستقل يعد هو الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيره والتي تتبين من خلال قيمة معامل الميل الحدي الخاص بها وقيمة T المرافق له التي تعني معنوية عالية
	MV	/	/	/					
	TV	/	/	/					
	R	0.0001	5.86267 6	0.95520 2					
	N	/	/	/					
أبوظبي	MP	/	/	/	0.573 695	0.53494 0	14.80 313	0.00271 1	الإبقاء على المتغير عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبة 57,36 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة صغيرة أما المتغير الذي نسبته 42,64 فهو عائد الى عوامل اخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي فان الابقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الاجمالي كمتغير تابع و عدد الشركات كمتغير مستقل يعد هو الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيره والتي تتبين من خلال قيمة معامل الميل الحدي الخاص بها وقيمة T المرافق له التي تعني معنوية عالية
	MV	/	/	/					
	TV	/	/	/					
	R	0.0027	3.84748 3	6.88522 2					
	N	/	/	/					

دبي	MP	/	/	/	0.361899	0.303890	6.238655	0.029626	الإبقاء على المتغير عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبة 36,18 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة صغيرة أما المتغير الذي نسبته 63,82 فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها العوامل التي تم حذفها في الخطوات السابقة وبالتالي فان الإبقاء على النموذج المتمثل ب الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع و عدد الشركات كمتغير مستقل يعد هو الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيره والتي تتبين من خلال قيمة معامل الميل الحدي الخاص بها وقيمة T المرافق له التي تعني معنوية عالية
	MV	/	/	/					
	TV	/	/	/					
	R	0.0296	2.497730	3.447284					
	N	/	/	/					

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews

الفرع الثاني:نتائج التحليل

1- **البحرين** :هناك علاقة بين سوق البحرين للأوراق المالية وتحقيق معدل نمو اقتصادي لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرين المستقلين مؤشر الأسعار(الذي ظهرت إشارة العلاقة سالبة لكبر حجم تكلفة التعاملات و معنوية) ومؤشر القيمة السوقية (الذي ظهرت إشارته موجبة ومعنوية) وبالتالي الإبقاء على النموذج المتمثل بـ الناتج المحلي الإجمالي التابع ومؤشر الأسعار ومؤشر القيمة السوقية كمتغيرين مستقلين ويعد النموذج الأنسب لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيرهما ويساهمان بنسبة 84,43 من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (15,57)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة (مؤشر حجم التداول، عدد الشركات ،عدد الأسهم).

2- **قطر**: هناك علاقة بين سوق قطر للأوراق المالية وتحقيق معدل نمو اقتصادي لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرين المستقلين مؤشر الأسعار(الذي ظهرت إشارة العلاقة سالبة لكبر حجم تكلفة التعاملات و معنوية) و مؤشر القيمة السوقية (الذي ظهرت إشارته موجبة ومعنوية) وبالتالي الإبقاء على النموذج المتمثل بـ الناتج المحلي الإجمالي التابع ومؤشر الأسعار ومؤشر القيمة السوقية كمتغيرين مستقلين ويعد النموذج الأنسب

لتفسير التغيير الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي وذلك لمعنوية تأثيرهما ويساهمان بنسبة (93,96) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (6,4) فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة (مؤشر حجم التداول، عدد الشركات ،عدد الأسهم).

3- **السعودية** : انعدام العلاقة بين سوق السعودية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ،المؤشر العام للسوق ،مؤشر القيمة السوقية ، مؤشر حجم التداول، عدد الأسهم باستثناء عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبته(84,63) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (15,37)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة.

4- **مسقط**: انعدام العلاقة بين سوق مسقط للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ،المؤشر العام للسوق ،مؤشر عدد الأسهم، مؤشر حجم التداول، عدد الشركات باستثناء القيمة السوقية الذي يساهم بمفرده بما نسبته(79,56) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (20,44)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة.

5- **الكويت** : انعدام العلاقة بين سوق الكويت للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ،المؤشر العام للسوق ،مؤشر القيمة السوقية ، مؤشر حجم التداول، عدد الأسهم باستثناء عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبته(75,75) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (24,24)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة.

6- **أبوظبي** : انعدام العلاقة بين سوق أبوظبي للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ،المؤشر العام للسوق ،مؤشر القيمة السوقية ، مؤشر حجم التداول، عدد الأسهم باستثناء عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبته(57,36) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع أما المتغير الذي نسبته (42,64)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة.

7- **دبي** : انعدام العلاقة بين سوق دبي للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذا السوق وهذا ما أثبتته نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة ،المؤشر العام للسوق ،مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول،عدد الأسهم باستثناء عدد الشركات الذي يساهم بمفرده بما نسبته(36,18) من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة صغير أما المتغير الذي نسبته (63,82)فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات المحذوفة.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل قياس أثر مؤشرات أسواق المال في تنمية اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي وآفاق تطويرها حيث توصلنا إلى أن:

1- تعتبر الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم بالمقارنة مع الأسواق العالمية، و درجة تحقيق أهداف إنشاءها متواضعة وتتأثر بالأزمات بصورة كبيرة، بالرغم من تطور أدائها في الأعوام الماضية، إذ لم تنجح هذه الأسواق بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها في الاقتصاد المحلي،حيث ما تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة وتعاني من محدودية الأدوات المالية المتداولة وخلل في البنية التشريعية والتنظيمية.

2- يجب إصلاح القصور في الأسواق المالية الخليجية لتؤدي الدور الاقتصادي المأمول منها وتزداد أهمية هذا الدور وهي على أبواب إصدار عملة خليجية موحدة ، وأيضا تهيئة أفضل السبل لتنشيط التداول فيها وتعميقها . لأن تطوير أسواق الأوراق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي يعتبر أحد أهم حلقات الاقتصاد،فحركة الاقتصاد لا تتم بمعزل عن اتجاه واتساق حركة جميع حلقاته و الخلل في أداء أي واحدة من هذه الحلقات يؤدي بالضرورة إلى ضعف ما في حركة الاقتصاد الكلي وبالتالي عدم استقرار في قيمة العملة.

3-بينت لنا الدراسة القياسية انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذه الأسواق من خلال نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة (المؤشر العام لأسعار السوق،ومؤشر القيمة السوقية ،مؤشر حجم التداول،عدد الشركات، عدد الأسهم)،وان وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين ،وأحد هذين المتغيرين هو مؤشر العام لأسعار السوق ظهر سالب أي وجود علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار أسهم السوق وذلك بسبب كبر حجم تكلفة التعاملات(وهذا ما توصل إلية خلف الله عربي، دراسة حول دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي)، لأن مؤشر الأسعار في بعض الدول قيد الدراسة لم تظهر سالبة وذلك لصغر حجم تكلفة التعاملات. وقد يرجع السبب في انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي إلى كفاءة السوق، فالسوق الغير كفؤة أو قليلة الكفاءة تمارس دورا ضعيفا في النمو الاقتصادي .

الخاتمة العامة

I.الخلاصة العامة للبحث

عند اختيارنا دراسة موضوع دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد وآفاق تطويرها (دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي)، كان هدفنا هو الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، والتعرف على دورها في تنمية الاقتصاد ودراسة الأسواق المالية الخليجية وتأثيرها على الاقتصاد الخليجي وآفاق تطويرها وقياس أثر مؤشرات الأسواق المالية على الناتج المحلي الإجمالي لدول مجلس التعاون الخليجي.

ويبرز دور الأسواق المالية في تمويل كثير من المشروعات الاقتصادية الإستراتيجية الكبيرة، بالإضافة إلى دورها في استقطاب رؤوس الأموال وتسهيل انتقالها من منطقة إلى أخرى، وبالتالي فإن تطوير الأسواق في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي سوف يسهم في تطوير أدائها.

ولتقوم الأسواق المالية بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لابد أن يكون سوق كفؤ حيث أن مفهوم كفاءة السوق المالي تتلخص بقدرة السوق على توفير المعلومات المتاحة لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء، وانعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة، بما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

إلا أن العولمة في مجال الأسواق المالية تؤدي إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم من خلال عولمة النشاط المالي و اندماج أسواق رأس المال،غير أنها ، تتعرض للوم عادة بسبب الأزمات الاقتصادية المدمرة التي عصفت بعدد من الأسواق الناهضة في أمريكا و المكسيك وبضعة من بلدان آسيا. رغم انه ليس هناك إجماع بين الاقتصاديين على مخاطر العولمة المالية ومنافعها بالنسبة للاقتصاد العالمي ،فهناك من يثبت جدواها في تدعيم الاستقرار بين الدول أو في انتقال الدول من مستوى تنموي معين إلى مستوى اعلي ،في حين يرى آخرون أن إطلاق العنان أمام تدفقات رأس المال في شانه تدمير الاستقرار المالي العالمي.

وتعتبر الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم بالمقارنة مع الأسواق العالمية، و درجة تحقيق أهداف إنشاءها متواضعة وتتأثر بالأزمات بصورة كبيرة، بالرغم من تطور أدائها في الأعوام الماضية، إذ لم تنجح هذه الأسواق بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها في الاقتصاد المحلي،حيث ما تزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة وتعاني من محدودية الأدوات المالية المتداولة وخلل في البنية التشريعية والتنظيمية.وتتسم بفعالية منخفضة حسب المفهوم الضعيف للكفاءة الأمر الذي يحتم ضرورة تطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر الرقابية في هذه الأسواق وذلك بغية تحسين أدائها من حيث الكفاءة.

II.نتائج الدراسة

على ضوء ما تقدم، تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

الخـاتمة العـامة

1- العولمة ليست شرا فإذا كانت هناك ثمة مخاطر أو سلبيات للعولمة الاقتصادية يمكن أن تهدد مسارات التنمية الاقتصادية في الدول النامية فإنها بالمقابل تتيح فرصا مواتية يمكن الاستفادة منها في مجالات متعددة ، فسلبيات العولمة لا يمكن أن تحجب الضوء عن مزاياها وفوائدها.

2- تعتبر الأسواق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد إذ أن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية ،ومن شأن الأسواق المالية المنظمة زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي ،وكلما دلت المؤشرات على تحسن الوضع الاقتصادي كلما انعكس ذلك نشاطا في أسواق الأسهم.

3- تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعامل مهم يؤثر على كفاءة السوق فكفاءة السوق تتحسن بزيادة السيولة، أما المعلومات تعتبر عنصرا حاسما من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.

4- ما تزال الأسواق المالية الخليجية صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا التنوع وقد يكون ذلك بسبب حداثتها من جهة ونتيجة عوامل ثقافية واجتماعية تؤثر في نمط ملكية الشركات وتنظيمها وعدم إدراج أسهمها للتداول في السوق من جهة ثانية.

5- إن الأسواق المالية الخليجية شديدة التأثر بالأزمات حيث كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية، العامل الأبرز في تراجع أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، مما انعكس في انكماش السيولة (بالإضافة إلى ما يحدث في الدول العربية مصر،سورية).

6- تعاني الأسواق الخليجية من محدودية في الأدوات المالية المتداولة ويقتصر الأمر فقط على الأسهم دون السندات بالإضافة إلى غياب الأدوات المالية المتطورة في هذه الأسواق التي تظل في نتائجها بعيدة عن المستوى المطلوب بالنظر إلى ما توصلت إليه الأسواق الناشئة في هذا المجال بالشكل الذي يجعلها تخدم أغراض التنمية الاقتصادية و تمكنها من النهوض بأسواقها ودفع نشاطها أكثر حتى تكون قوة دافعة لاقتصادياتها .

7- تعاني أيضا الأسواق الخليجية من خلل في هيكلة الأسواق المؤسسية و هيكل الأسواق القانونية والتنظيمية وعدم تحديث التشريعات القوانين اللازمة لإدارة الاقتصاد الخليجي، ونقص الوعي الادخاري والاستثماري.

8- وجود سوق مالية متطورة سيعزز من قدرة البنوك المركزية الخليجية على إدارة السياسة النقدية و يعزز من فرص اقتصاديات الدول الخليجية على جذب الاستثمارات الأجنبية التي ستراكم الاحتياطي النقدي بالعملات الأجنبية و يرفع أيضا من قدرة الاقتصاديات الخليجية على امتصاص التأثيرات المحتملة لأية أزمات أو تصدعات محلية أو خارجية. وهو ما يؤدي إلى المحافظة على استقرار سعر صرف العملة الخليجية الموحدة.

9- توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي يذكر لهذه الأسواق من خلال نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة (المؤشر العام لأسعار السوق،ومؤشر القيمة السوقية ،مؤشر حجم التداول،عدد الشركات، عدد الأسهم)،وان وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين ،وأحد هذين المتغيرين هو مؤشر العام لأسعار السوق ظهر سالب أي وجود علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار أسهم السوق وذلك بسبب كبر حجم تكلفة التعاملات(وهذا ما توصل إلية خلف الله عربي، دراسة حول دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي). وقد يرجع السبب في انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي إلى كفاءة السوق، فالسوق الغير كفؤة أو قليلة الكفاءة تمارس دورا ضعيفا في النمو الاقتصادي .

III.نتائج اختبار الفرضيات

1- **الفرضية الأولى** : للعولمة آثار ايجابية على التنمية ولكن هذا لا يعني خلوها من الآثار السليبة.

الفرضية صحيحة: للعولمة آثار ايجابية وسلبية إلا أن البعض اعتبر العولمة نقيض لعملية التنمية من خلال أهداف العولمة التي لا تؤدي إلى تحقيق التنمية .

2- **الفرضية الثانية :** تعمل الأسواق المالية على زيادة النمو الاقتصادي.

الفرضية صحيحة: تعمل الأسواق المالية المنظمة على زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي على أساس أن إظهار البيانات المالية على أحوال الشركات بإفصاح وشفافية كفيل بتوجيه المستثمر إلى التعامل مع الشركات ذات الأداء الأفضل.

3- **الفرضية الثالثة:** وجود علاقة بين مؤشرات الأسواق المالية الخليجية والتنمية الاقتصادية، التي تقاس بمؤشر الناتج المحلي الإجمالي.

الفرضية خاطئة: توصلنا من خلال نتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع للناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة (المؤشر العام لأسعار السوق،ومؤشر القيمة السوقية ،مؤشر حجم التداول،عدد الشركات، عدد الأسهم) إلى انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للأوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي لهذه الأسواق، ،وان وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين.

IV.التوصيات المقترحة

1- يجب التفاعل الإيجابي مع العولمة من خلال الاستعداد لها بتدبير شؤون الاقتصاد والأخذ بسياسات سليمة تزيد من قدرتها على المنافسة و تدعم مركزها التفاوضي مع الغير لتكون النتيجة جيدة .لأنها أصبحت حتمية يفرضها الوضع الاقتصادي العالمي الراهن وهذا بمختلف أنواعها السياسية والاجتماعية

والاقتصادية والمالية، على الرغم من سلبياتها فإننا لا يمكن أن نتغاضى عن مزاياها وفوائدها أو القيام بالتصدي لها برفضها.

2- العمل على توفير المناخ المناسب في الأسواق الملية الخليجية من خلال تفعيل الأنظمة والقوانين داخل السوق المالي بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.

3- ضرورة تشديد مراقبة أداء الشركات في الأسواق المالية الخليجية واتخاذ إجراءات صارمة بشأن الشركات الفاشلة حتى تحسن من وضعيتها.

4- ضرورة توّفر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات بالإضافة إلى إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين في الأسواق المالية الخليجية.

5- يجب على الدول الخليجية توفير مناخ استثماري ملائم لأسواقها يعتمد على التنويع في الأدوات المالية وحجم ادخار مناسب ومؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

6- تحسين أداء الأسواق الخليجية من حيث الكفاءة بتطوير قواعد الشفافية والإفصاح والأطر الرقابية في هذه الأسواق .

7- يجب تطوير الأسواق المالية قبل إصدار العملة الموحدة لان الأسواق المالية تعتبر احد أهم حلقات الاقتصاد والخلل فيها يؤدي إلى ضعف حركة الاقتصاد الكلي وبالتالي عدم استقرار قيمة العملة

V.أفاق البحث

لقد تبين لنا من خلال الخوض في هذا البحث بان هناك جوانب هامة جديرة بالدراسة والبحث ونقترحها لتكون إشكاليات بحوث ودراسات نأمل أن تنال حقها من الدراسة والتحليل في المستقبل وهي:

1- آثار إصدار عملة خليجية موحدة على الاقتصاد الخليجي (المخاطر- الايجابيات).

2- دراسة كفاءة الأسواق المالية الخليجية باستخدام برنامج الـ EViews .

قائمة المراجع

قـــــائمة المراجـــع

I. المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

1- أحمد إبراهيم منصور، عدالة التوزيع والتنمية الاقتصادية رؤية إسلامية مقارنة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2007.

2- أحمد باز محمد متولي،الالتزام بالشفافية والإفصاح عن المعلومات في بورصة الأوراق المالية دراسة مقارنة، دار الجامعة الجديدة ،مصر، 2015.

3- احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.

4- احمد صلاح عطية ، مشاكل المراجعة في أسواق المال،الدار الجامعية ، مصر، 2003.

5- احمد عبد الفتاح ناجي، التخطيط للتنمية في الدول النامية، المكتب الجامعي الحديث،الإسكندرية، 2011.

6- احمد محمد الجيوسي، آثار العولمة في الرفاهية (تقدير اقتصادي اسلامي)،عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

7- احمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر احمد، النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1999.

8- ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

9- أسامة كامل، عبد الغني حامد،مبادئ في المالية،(شركات الأموال)، مؤسسة نورد العالمية للشئون الجامعية،البحرين،2006.

10- اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)،دار وائل للنشر والتوزيع،عمان، ط2، 2012.

11- إسماعيل احمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2002.

12- إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات، نماذج، استراتجيات)،دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2012.

13- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات،دار وائل للنشر والتوزيع ،الأردن، ط1، 2006.

14- آمنة بواشري،العولمة والثورة التحريرية الجزائرية، (1954-2005م)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،2006.

15- أمين السيد احمد لطفي، المراجعة الدولية وعولمة اسواق راس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

16- أوجين بريجهام ،ميشيل ايرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، تعريب سرور علي إبراهيم سرور ،دار المريخ للنشر،المملكة العربية السعودية،2009.

17- بول كير كبرايد، تعريب رياض الابرش، العولمة الضغوط الخارجية، مكتبة العبيكان، الرياض، 2003.

18- جابر احمد بسيوني، محمد محمود مهدلى،التنمية الاقتصادية (مفاهيم –نظريات-تطبيقات)، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية،2012.

19- جمال داود سلمان الدليمي، التنمية الاقتصادية نظريات وتجارب، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015.

20- حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب)،دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2014.

21- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد ، محفوظ احمد جودة، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

22- حسين عطا غنيم،دراسات في التمويل(التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)،المكتبة الأكاديمية،مصر، 2005.

23- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الازمات والجرائم،المكتب الجامعي الحديث،، 2012،.

24- حميد الجميلي، الهندسة الاقتصادية للعولمة واستشراف مستقبل الرأسمالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.

25- خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية،دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،ط1، 2009 .

26- دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة،دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،ط1 ، 2007.

27- دريد كامل آل شبيب،المالية الدولية،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن ،ط1،2011.

28- دريد كامل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري ،دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.

29- دريد كمال آل شبيب،مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع،الأردن، 2009.

30- زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، دار الراية للنشر والتوزيع،الأردن،ط1 ،2009.

31- زياد رمضان،مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

32- زياد رمضان،مبادئ الاستثمار(المالي والحقيقي)، دار وائل للنشر،الأردن،2005.

33- سعد طه علام، التنمية...والدولة، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.

34- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني،النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،2010.

35- سعيد سيف النصر،دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء،(دراسة تطبيقية وتحليلية)، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 2000.

36- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية،مكتبة المعهد، القاهرة ،ط1، 1996 .

37- سهيلة فريد النباتي،التنمية الاقتصادية دراسات ومفهوم شامل،دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الأردن ، 2015.

38- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن ، 2009.

39- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال- البورصات- البنوك – صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية،مصر،2009.

40- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر للنشر،دمشق، 2002 .

41- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2005.

42- صبحي تادرس قريصة،مذكرات في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية ،الإسكندرية،دون سنة.

43- صبحي محمد قنوص، أزمة التنمية دراسة تحليلية للواقع السياسي والاقتصادي والاجتماعي لبلدان العالم الثالث، الدار الدولية للنشر والتوزيع،القاهرة ط2، 1999.

44- صلاح الدين حسن السيسى،الموسوعة الاقتصادية البورصات والأسواق المالية ، دار الكتاب الحديث، القاهرة 2014.

45- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علميا –عمليا)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000.

46- صلاح السيد جودة، بورصة الاوراق المالية (علميا-عمليا)،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.

47- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار،دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان،ط1، 2009.

48- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك(دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية)،ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،ط2، 2003.

49- الطيب داودي ، الإستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة ، 2008.

50- عاطف السيد،العولمة في ميزان الفكر(دراسة تحليلية)، فلمنج للطباعة، الإسكندرية،2002.

51- عاطف وليم أندرسون، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات الحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ،2015.

52- عاطف وليم أندرسون، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

53- عبد السلام أبو قحف،عبد الغفار حنفي،الإدارة الحديثة في البنوك التجارية(السياسات المصرفية،تحليل القوائم المالية ،الجوانب التنظيمية،البنوك العربية)،الدار الجامعية،مصر،2004.

54- عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية(أسهم ، سندات، وثائق الاستثمار ، الخيارات)، مؤسسة الوراق ، عمان،دون سنة.

55- عبد الغفار حنفي ،البورصات (أسهم- سندات- صناديق الاستثمار)المكتب العربي الحديث ،مصر،دون سنة.

56- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2003-2004.

57- عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، أسواق المال وتمويل المشروعات،الدار الجامعية،مصر، 2005.

58- عبد القادر تومي ، الأسس الفلسفية للعولمة الاقتصادية، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.

59- عبد القادر تومي، العولمة من الاقتصاد إلى الايديولوجيا، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر ،2009.

60- عبد القادر تومي، العولمة(فلسفتها، مظاهرها، تأثيراتها)، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع ،الجزائر، 2009.

61- عبد القادر محمد عبد القادر عطية ،اتجاهات حديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2002.

62- عبد المطلب عبد الحميد،العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، الإسكندرية، 2001.

63- عبد المنعم السيد علي ، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية،دار الحامد للنشر والتوزيع،الأردن،2004.

64- عبير شعبان عبده،سحر عبد الرؤوف القفاش، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها(مشاكل الفقر- التلوث البيئي- التنمية المستديمة)،دار التعليم الجامعي، الإسكندرية 2013.

65- عصام أبو النصر،أسواق الأوراق المالية (البورصة)في ميزان الفقه الإسلامي،دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1 ،2006.

66- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.

67- عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية (المنهج – النظرية – القياس)، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية، 2011.

قـــــائمة المراجـــع

68- علي توفيق الحاج ،عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية،دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع،عمان، ط1، 2012.

69- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

70- عماد صالح سلام،إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة،شركة أبوظبي للطباعة والنشر، أبوظبي، 2002.

71- عمر يوسف عبد الله عبابنه، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.

72- عمرو محي الدين، التخلف والتنمية، در النهضة العربية، بيروت، دون سنة، 1975.

73- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، النقود والبنوك الجزء الأول(الأساسيات)، دار وائل للنشر والتوزيع،ط2 ،2002.

74- غالم عبد الله ، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية ،دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان،2014.

75- فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية(محاور التمويل الاستراتيجي)،الدار الجامعية،مصر، 2009.

76- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة،مصر، 2004.

77- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.

78- قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار(بين النظرية والتطبيق)،دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

79- كاتي ويليس ،نظريات التنمية وتطبيقاتها ،ترجمة عبد الله بن جعمان الغامدي، جامعة الملك سعود ،الرياض المملكة العربية السعودية، 2012.

80- كامل علاوي الفتلاوي، عاطف لافي مرزوق،العولمة ومستقبل الصراع الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

81- ليلى سليمان علي بكر، ظاهرة العولمة وموقف الاسلام منها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

82- مبارك بن سليمان آل فواز، محاضرات الأسواق المالية من منظر إسلامي،جامعة الملك عبد العزيز،جدة ،مركز النشر العلمي ،جدة ،ط1، 2010

83- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة،،كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض ،ج1،ط1، 2005.

84- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال(النظرية والمؤسسات النقدية بورصة الاوراق المالية في مصر تطور النظام المصرفي)،دار الجامعة الجديدة للنشر،مصر،2000.

85- محسن احمد الخضيري، العولمة الإجتياحية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2001.

86- محفوظ احمد جودة ، حسني علي خريوش ،عبد المعطي رضا أرشيد ، الأسواق المالية – بورصة الأسهم والسندات المالية ، دار زهران للنشر والتوزيع الأردن، ط1، 2013.

87- محمد الصيرفي،البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

88- محمد توفيق عبد المجيد، العولمة والتكتلات الاقتصادية ،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2013.

89- محمد حسن دخيل، إشكاليات التنمية الاقتصادية المتوازنة دراسة مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009.

90- محمد صادق إسماعيل،البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية(دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية) ،العربي للنشر والتوزيع،مصر، 2016 .

91- محمد صالح الحناوي ، نهال فريد، جلال ابراهيم العبد ، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013.

92- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية، 2014.

93- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال ابراهيم العبد ، تقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، المكب الجامعي الحديث ، الإسكندرية، 2007.

94- محمد صبري هارون،(الأسواق المالية(الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي)،دار النفائس للنشر والتوزيع،الأردن ،ط2، 2009.

95- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسة نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، الإسكندرية،2000.

96- محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثى، التنمية الاقتصادية مفهومها –نظرياتها- سياساتها، الدار الجامعية ،الإسكندرية، 2003.

97- محمد علي سويلم ،أدوات الاستثمار في البورصة "دراسة مقارنة"، دار المطبوعات الجامعية ، الإسكندرية، 2013.

98- محمد مطر، إدارة الاستثمارات(الإطار النظري والتطبيقات العملية) ،دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن، ط5، 2009 .

99- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن 2005.

100-محمود سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة ، 2003.

101-محمود عبد الرازق،اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية،الإسكندرية ، 2013.

102-مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان،2013.

103-مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية(نظريات وسياسات وموضوعات)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

104-مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، ط2، 2003.

قـــــائمة المراجـــع

105-مصطفى احمد حامد رضوان،التنافسية كآلية من آليات العولمة الاقتصادية ودورها في دعم جهود النمو والتنمية في العالم، الدار الجامعية، مصر، 2011.

106-مصطفى يوسف كافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالية وحوكمة الشركات(جذورها-أسبابها – تداعياتها-أفاقها)، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان ، 2013.

107-مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية،دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2014.

108-منصوري الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

109-منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

110-ميثم صاحب عجام، علي محمد سعود، التمويل الدولي،دار الكندي للنشر والتوزيع ،الأردن،ط1، 2002.

111-ميشيل ب.تودارو، التنمية الاقتصادية ، تعريب ومراجعة محمود حسن حسني، محمود حامد محمود عبد الرازق ، دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية،2006.

112-ناصر دادي عدون، شعيب شنوف، الحركية الاقتصادية في الدول النامية بين عالمية مالك بن نبي والعولمة الغربية،الدار المحمدية العامة، الجزائر،2003.

113-ناظم محمد نوري الشمري ، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، ط1، 1999.

114-نعيم إبراهيم الظاهر، إدارة العولمة وأنواعها، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2010.

115-نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2007.

116-هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.

117-وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.

118-يعقوب محمود السيد، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي طبع وتوزيع،سودان، 2011.

2- الرسائل والأطروحات الجامعية (ماجستير ودكتوراه)

119-بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر ، 2006/2005، غير منشورة .

120-بن أعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية(دراسة قياسية)،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية،جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان،2013/2012،غير منشورة.

121-بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس،،مذكرة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية ،جامعة منتوري قسنطينة ،2012/2011 ،غير منشورة.

122-بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية)،أطروحة دكتوراه طور ثالث في العلوم التجارية ،جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، غير منشورة.

123-بوكساني رشيد،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر،2006/2005، غير منشورة .

124-بومدين نورين ،صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015/2014 ،غير منشورة.

125-جمال عمورة، دراسة تحليلية وتقييمية لاتفاقيات الشراكة العربية الاورو-متوسطية،أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،فرع تحليل اقتصادي،جامعة الجزائر،2006/2005، غير منشورة .

126-حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية (دراسة حالة السوق المالي السعودي) ،أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ،تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية،،جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، غير منشورة .

127-رابح حمدي باشا، أزمة التنمية والتخطيط في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، أطروحة مقدمة لنيل دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزاير، 2007/2006، غير منشورة .

128-سايح بوزيد،دور الحكم الراشد في تحقيق التنمية المستدامة بالدول العربية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، غير منشورة .

129-سميحة بن يحياوي ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة 2015/2014، غير منشورة .

130-شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف،2014/2013، غير منشورة.

131-شريط عابد، دراسة تحليلية لواقع وآفاق الشركة الاقتصادية الأرو–متوسطية –حالة دول المغرب العربي-، أطروحة لنيل دكتوراه دولة،جامعة الجزائر، 2004/2003، غير منشورة .

132-صلاح الدين شريط،دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية(مع إمكانية تطبيقها على الجزائر)،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 2012/2011 ، غير منشورة.

133-طارق محمد خليل الأعرج، مقرر الأسواق المالية،دكتوراه إدارة مصارف كلية الإدارة والاقتصاد، الاكادمية العربية المفتوحة في الدنمارك،2013،غير منشورة .

134-عبد الرحمان بن سانية،الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان، 2013/2012، غير منشورة .

135-عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر،2004/2003، غير منشورة.

136-عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر،2004/2003، غير منشورة .

137-علام عثمان، تمويل التنمية في الدول الإسلامية حالة الدول الأقل نموا ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة الجزائر 3، 2014/2013 ، غير منشورة .

138-عيساوي سهام ،دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال (دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ،2015/2014، غير منشورة .

139-غردي محمد، القطاع الزراعي الجزائري وإشكالية الدعم والاستثمار في ظل الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر، 2012/2011 ، غير منشورة .

140-فارس رشيد البياتي، التنمية الاقتصادية سياسياً في الوطن العربي، أطروحة الدكتوراه في الاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك ،عمّان 2008، غير منشورة.

141-كبداني سيدي احمد، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية دراسة تحليلية وقياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ،جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012،غير منشورة.

142-لطرش سميرة،كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009، غير منشورة.

143-محي الدين حمداني ، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2009/2008، غير منشورة.

144-موسى محمد أبوتمة، أساليب تقويم الأسهم ودورها في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، أطروحة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا كلية الدراسات العليا والبحث العلمي،2012، غير منشورة.

145-نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية : الوقاية والعلاج "دراسة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" ،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر ، باتنة ، 2012-2013، غير منشورة.

146-نصبة مسعودة ، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال (تجربة ماليزيا أنموذجا)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل ،جامعة محمد خيضر، بسكرة،2012/ 2013 ،غير منشورة.

1- المجلات والدوريات العلمية

147-أبوعمشة محمد كمال ، الاستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية (دراسة حالة بورصة قطر)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 61-62 شتاء –ربيع، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 3013.

148-إيمان عبد المطلب حسن المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصاد المجلد 7 العدد 23 ، ، جامعة تكريت ،2011.

149-جمال الجاسم المحمود، دور الإعلام في تحقيق التنمية والتكامل الاقتصادي العربي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية –المجلد 20-العدد الثاني 2004.

150-حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 11،جامعة محمد خيضر،بسكرة، ماي 2007.

151-حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون ، السنة الثالثة، الكويت، مارس 2004

152-دينا احمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق، العدد 96، مجلد 31 ، 2009.

153-رايس حدة ، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية ،العدد التاسع، جامعة محمد خيضر بسكرة مارس 2006.

154-صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر بسكرة،العدد الثاني جوان 2002.

155-عيسى محمد الغزالي ،تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد السابع والعشرون، مارس2004.

156-الغانم ضرار يوسف ،أهم البورصات وهيئات أسواق المال "نشأتها –أهميتها-أهدافها"، اتحاد الشركات الاستثمارية، الإصدار الثالث 2008.

157-محمد بن فهد العمران ، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)،اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية : الواقع والمأمول)، ، الرياض، 13-15 نوفمبر 2005.

158-محمد خالد المهايني، دور الضريبة في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع حالات تطبيقية في التشريع الضريبي المقارن ، مجلة جامعة دمشق المجلد 19 العدد الثاني 2003.

159-مفتاح صالح ، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث عدد السابع،2009-2010.

160-مقدم عبيرات ،عبد المجيد قدي ،العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، ورقلة ،عدد 01، 2002.

161-ميسون علي حسين،الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل ،العلوم الإنسانية، المجلد 21،العدد1 ،2011 .

162-وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها،مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، دون سنة.

2- الملتقيات العلمية،الدراسات والتقارير وأوراق العمل

163-احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع :استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، 15-2005/3/16.

164-أسماء دردور ،نسرين بن زاوي،الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العولمة أيام 20-21 أكتوبر 2009،، جامعة فرحات عباس ، سطيف.

165-آسيا قاسيمي، عبد الله بلوناس، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية ،مداخلة مقدمة إلى ملتقى وطني حول عولمة الأسواق المالية :الفرص والتحديات يومي 13/12/أكتوبر 2011، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعوم التسيير، غليزان .

166-بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية ،مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية،جامعة فرحات عباس ، سطيف 21/20،أكتوبر 2009.

167- بن فهد العمران محمد ، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)،اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، الرياض،15/13 نوفمبر ،2005.

168-تشام فاروق، العولمة المالية وآثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية،مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول " اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير"كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية عمان .الأردن 12. 14/ 05 / 2003.

169-جاب الله عبد الفضيل بخيت، عبد الله بن سليمان ، دول العالم الإسلامي والعولمة الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ،جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس 2003.

170-جابر محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي (مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي ،مداخلة مقدمة في مؤتمر الأسواق المالية والبورصات أفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون ، الإمارات العربية المتحدة ،8/6مارس ،2007.

171-جمال لعمارة ، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 21/ 22 نوفمبر،2006.

172-حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.

173-خان طارق الله، حبيب احمد،ترجمة عثمات بابكر احمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)،ورقة مناسبات رقم (5)،البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 2003.

174-دالي علي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية) ، بسكرة ، 22/21 نوفمبر 2006.

175-ديما وليد حنا الربضي،الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها ، سيولتها ، والتجربة العربية)،منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية،لقاهرة 2015.

176-رميدي عبد الوهاب، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، مداخلة مقدمة إلى الملتقي الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-" بسكرة21/20نوفمبر2006.

177-زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية- جامعة محمد خيضر بسكرة ،يومي 22/21 نوفمبر 2006،.

178-ساعد مرابط، أسماء بلمهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ،جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 21 / 22 نوفمبر 2006 .

179-صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر بسكرة،العدد الثاني جوان 2002.

*180-*صيطفى عبد اللطيف، بلعور سليمان، تحديات العولمة المالية للمصارف العربية واستراتيجيات مواجهتها مع الإشارة إلى القطاع المصرفي الجزائري، مداخلة مقدمة إلى ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية-واقع و تحديات، يومي 14و15 ديسمبر 2004.

181-عبد العزيز بن عبد الله السنبل، دور المنظمات العربية في التنمية المستدامة، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر التنمية والأمن في الوطن العربي(الأمن مسئولية الجميع)، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض،24-26 /9/ 2001.

182-عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل ، العولمة وآثارها الاقتصادية على المصارف (نظرة شمولية)، مداخلة مقدمة إلى ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية (واقع وتحديات) ، جامعة شلف ،يومي 14-15ديسمبر 2004.

183-عبد الوهاب رميدي، سماي علي، العولمة المالية وأثارها على اقتصاديات الدول النامية، مداخلة مقدمة إلى لملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات –دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة 20-21 نوفمبر 2006.

3- المواقع الالكترونية

184-بنك الكويت المركزي ،تطور أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ،مداخلة مقدمة لمؤتمر التمويل والاستثمار في الشرق أوسط ، المنامة ،6مارس 1990 www.cbk.gov

185-حسين عبد المطلب الأسرج، دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي،مجلة الوحدة الاقتصادية العربية،العدد 33،مجلس الوحدة العربية ،القاهرة ،2006. http://t1t.net/book/save

186-سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية،مقالة في مجلة موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، 2016/5/5 http://iefpedia.com/arab

187-صادق علي طعان، الاقتصاد المعرفي ودوره في التنمية الاقتصادية، http://www.docudesk.com

188-عبد الأمير شمخي الشلاه،العولمة رؤى تحليلية نقدية، http://www.althakafaaljadeda.com

189-محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية،2016/06/12. www.kotobarabia .com

190-محمد كمال أبو عمشة،أهمية تطوير أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي، مركز الجزيرة للدراسات،24 /11/ 2009 http://studies.aljazeera.net

191-محمد كمال أبوعمشة ، أهمية تطوير أسواق المال في مجلس التعاون الخليجي،مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد56 ، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 10/ 2011 www.caus.org.lb

192-موقع الأسواق المالية الخليجية ،تاريخ الاطلاع 06 /2017/04 http://www.gulfbase.com

193-موقع بورصة الكويت، تاريخ الاطلاع 2017/02/11،http://beta.boursakuwait.com

194-يوسف الشبيلي، الاستثمار في الأسهم والسندات. www. shubly.com

II. المراجع باللغة الفرنسية:

1-الكتب باللغة الفرنسية

195- Didier marteau,les marchés de capitaux,armand colin édieur,paris, 2011.

196- H.benissad, le développemen économique,office des publications universitaires,alger, 1984.

197- Jacques fontanel, globalization économique et sécurité internaionale,office des publications universitairs,france,2005.

198- Jean marc siroen,économie,groupe eyrolles,paris,2008.

199- Josette peyrard,la bourse ,vuiber entreprise,paris,6é, 1998.

200- Michel henry bouchet, ceram sophia antipolis,la globalisation,pearson edition,France,2005.

201- Mohamed salah, les valeurs mobilieres,ibn khaldounEDIK,oran,sans annee.

قائمة الملاحق

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 15:34
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	86.12177	41.77200	2.061711	0.0782
MP	-11.67033	1.940327	-6.014622	0.0005
MV	0.940227	0.392953	2.392724	0.0480
TV	0.001321	0.002879	0.458864	0.6602
R	-1.288147	0.942389	-1.366895	0.2139
N	2.058283	3.257853	0.631791	0.5476

R-squared	0.887428	Mean dependent var	22.93669
Adjusted R-squared	0.807020	S.D. dependent var	8.610111
S.E. of regression	3.782380	Akaike info criterion	5.802622
Sum squared resid	100.1448	Schwarz criterion	6.063368
Log likelihood	-31.71704	Hannan-Quinn criter.	5.749027
F-statistic	11.03651	Durbin-Watson stat	2.217743
Prob(F-statistic)	0.003238		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 15:40
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	74.43088	31.42683	2.368386	0.0454
MP	-11.32945	1.701746	-6.657548	0.0002
MV	0.851406	0.324659	2.622460	0.0305
R	-1.031047	0.719379	-1.433246	0.1897
N	2.894604	2.563633	1.129102	0.2916

R-squared	0.884042	Mean dependent var	22.93669
Adjusted R-squared	0.826063	S.D. dependent var	8.610111
S.E. of regression	3.590910	Akaike info criterion	5.678412
Sum squared resid	103.1571	Schwarz criterion	5.895700
Log likelihood	-31.90968	Hannan-Quinn criter.	5.633749
F-statistic	15.24764	Durbin-Watson stat	2.207338
Prob(F-statistic)	0.000820		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 18:11
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	67.64468	31.31427	2.160187	0.0590
MP	-11.79935	1.675081	-7.044048	0.0001
MV	0.919993	0.323760	2.841593	0.0194
R	-0.846810	0.711248	-1.190598	0.2643

R-squared	0.865563	Mean dependent var	22.93669
Adjusted R-squared	0.820751	S.D. dependent var	8.610111
S.E. of regression	3.645334	Akaike info criterion	5.672433
Sum squared resid	119.5961	Schwarz criterion	5.846263
Log likelihood	-32.87081	Hannan-Quinn criter.	5.636703
F-statistic	19.31531	Durbin-Watson stat	2.044222
Prob(F-statistic)	0.000292		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 18:13
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	30.93611	5.587473	5.536691	0.0002
MP	-11.25384	1.644492	-6.843355	0.0000
MV	0.671372	0.252528	2.658606	0.0240

R-squared	0.844389	Mean dependent var	22.93669
Adjusted R-squared	0.813267	S.D. dependent var	8.610111
S.E. of regression	3.720656	Akaike info criterion	5.664851
Sum squared resid	138.4328	Schwarz criterion	5.795224
Log likelihood	-33.82153	Hannan-Quinn criter.	5.638054
F-statistic	27.13141	Durbin-Watson stat	1.582546
Prob(F-statistic)	0.000091		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 13:26
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-162.6205	211.1775	-0.770066	0.4664
MP	-1.809982	64.42733	-0.028093	0.9784
MV	0.204116	1.465537	0.139278	0.8932
TV	0.058395	0.135951	0.429533	0.6804
R	4.319788	1.892710	2.282330	0.0564
N	0.643990	2.419158	0.266204	0.7978

R-squared	0.886634	Mean dependent var	495.3698
Adjusted R-squared	0.805659	S.D. dependent var	195.5715
S.E. of regression	86.21607	Akaike info criterion	12.05563
Sum squared resid	52032.48	Schwarz criterion	12.31637
Log likelihood	-72.36158	Hannan-Quinn criter.	12.00203
F-statistic	10.94940	Durbin-Watson stat	1.296395
Prob(F-statistic)	0.003315		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 13:29
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-167.2392	123.9897	-1.348815	0.2143
MV	0.163538	0.231966	0.705009	0.5008
TV	0.056682	0.113659	0.498698	0.6314
R	4.356984	1.265252	3.443571	0.0088
N	0.688384	1.713519	0.401737	0.6984

R-squared	0.886621	Mean dependent var	495.3698
Adjusted R-squared	0.829932	S.D. dependent var	195.5715
S.E. of regression	80.65230	Akaike info criterion	11.90189
Sum squared resid	52038.35	Schwarz criterion	12.11918
Log likelihood	-72.36232	Hannan-Quinn criter.	11.85723
F-statistic	15.64001	Durbin-Watson stat	1.302620
Prob(F-statistic)	0.000751		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 13:39
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-190.7313	104.1158	-1.831915	0.1002
MV	0.131595	0.207512	0.634155	0.5418
TV	0.085799	0.083372	1.029110	0.3303
R	4.781389	0.663064	7.211053	0.0001

R-squared	0.884334	Mean dependent var	495.3698
Adjusted R-squared	0.845779	S.D. dependent var	195.5715
S.E. of regression	76.80290	Akaike info criterion	11.76802
Sum squared resid	53088.17	Schwarz criterion	11.94185
Log likelihood	-72.49214	Hannan-Quinn criter.	11.73229
F-statistic	22.93677	Durbin-Watson stat	1.287263
Prob(F-statistic)	0.000150		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 13:42
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-174.6961	97.93299	-1.783833	0.1048
TV	0.113521	0.068839	1.649077	0.1301
R	4.936874	0.597367	8.264384	0.0000

R-squared	0.879166	Mean dependent var	495.3698
Adjusted R-squared	0.854999	S.D. dependent var	195.5715
S.E. of regression	74.47170	Akaike info criterion	11.65789
Sum squared resid	55460.34	Schwarz criterion	11.78826
Log likelihood	-72.77628	Hannan-Quinn criter.	11.63109
F-statistic	36.37899	Durbin-Watson stat	1.274536
Prob(F-statistic)	0.000026		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 13:44
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-61.13107	74.87484	-0.816443	0.4316
R	4.513107	0.579889	7.782705	0.0000

R-squared	0.846305	Mean dependent var	495.3698
Adjusted R-squared	0.832333	S.D. dependent var	195.5715
S.E. of regression	80.08094	Akaike info criterion	11.74459
Sum squared resid	70542.53	Schwarz criterion	11.83151
Log likelihood	-74.33984	Hannan-Quinn criter.	11.72673
F-statistic	60.57050	Durbin-Watson stat	1.109524
Prob(F-statistic)	0.000008		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 09:06
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-22.95341	94.35064	-0.243278	0.8148
MP	-1.927302	3.294655	-0.584978	0.5769
MV	1.935098	0.772179	2.506023	0.0406
TV	3.695210	3.080928	1.199382	0.2694
R	0.267947	0.675765	0.396509	0.7035
N	-1.900742	3.937104	-0.482777	0.6440

R-squared	0.845600	Mean dependent var	53.49254
Adjusted R-squared	0.735315	S.D. dependent var	21.06323
S.E. of regression	10.83652	Akaike info criterion	7.907758
Sum squared resid	822.0106	Schwarz criterion	8.168504
Log likelihood	-45.40043	Hannan-Quinn criter.	7.854163
F-statistic	7.667378	Durbin-Watson stat	1.600942
Prob(F-statistic)	0.009268		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 12:08
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.09287	12.42893	1.133876	0.2897
MP	-2.557845	2.729247	-0.937198	0.3761
MV	1.973859	0.724497	2.724454	0.0261
TV	3.408450	2.832704	1.203250	0.2633
N	-1.670786	3.683328	-0.453608	0.6622

R-squared	0.842133	Mean dependent var	53.49254
Adjusted R-squared	0.763199	S.D. dependent var	21.06323
S.E. of regression	10.24983	Akaike info criterion	7.776123
Sum squared resid	840.4728	Schwarz criterion	7.993411
Log likelihood	-45.54480	Hannan-Quinn criter.	7.731461
F-statistic	10.66886	Durbin-Watson stat	1.577221
Prob(F-statistic)	0.002713		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 12:10
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.60411	10.62551	1.562666	0.1526
MP	-2.059781	2.385838	-0.863336	0.4104
MV	1.677486	0.298926	5.611701	0.0003
TV	2.356698	1.553844	1.516688	0.1637

R-squared	0.838072	Mean dependent var	53.49254
Adjusted R-squared	0.784096	S.D. dependent var	21.06323
S.E. of regression	9.787122	Akaike info criterion	7.647672
Sum squared resid	862.0898	Schwarz criterion	7.821502
Log likelihood	-45.70987	Hannan-Quinn criter.	7.611942
F-statistic	15.52678	Durbin-Watson stat	1.758554
Prob(F-statistic)	0.000667		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 12:12
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.03283	7.318929	1.370806	0.2004
MV	1.554327	0.259325	5.993743	0.0001
TV	1.783582	1.386899	1.286021	0.2274

R-squared	0.824662	Mean dependent var	53.49254
Adjusted R-squared	0.789594	S.D. dependent var	21.06323
S.E. of regression	9.661704	Akaike info criterion	7.573391
Sum squared resid	933.4852	Schwarz criterion	7.703764
Log likelihood	-46.22704	Hannan-Quinn criter.	7.546594
F-statistic	23.51633	Durbin-Watson stat	2.168793
Prob(F-statistic)	0.000166		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/09/18 Time: 12:15
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.71347	6.535784	2.251217	0.0458
MV	1.658867	0.253468	6.544676	0.0000

R-squared	0.795664	Mean dependent var	53.49254
Adjusted R-squared	0.777088	S.D. dependent var	21.06323
S.E. of regression	9.944709	Akaike info criterion	7.572597
Sum squared resid	1087.870	Schwarz criterion	7.659512
Log likelihood	-47.22188	Hannan-Quinn criter.	7.554732
F-statistic	42.83279	Durbin-Watson stat	2.300072
Prob(F-statistic)	0.000042		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 19:56
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-54.29793	31.78760	-1.708148	0.1314
MP	19.74430	7.042773	2.803484	0.0264
MV	-1.658259	0.600604	-2.760986	0.0281
TV	-0.643844	0.242790	-2.651857	0.0329
R	0.991675	0.173789	5.706183	0.0007
N	0.555380	0.238477	2.328858	0.0527

R-squared	0.899280	Mean dependent var	119.8219
Adjusted R-squared	0.827336	S.D. dependent var	41.52012
S.E. of regression	17.25277	Akaike info criterion	8.837860
Sum squared resid	2083.607	Schwarz criterion	9.098606
Log likelihood	-51.44609	Hannan-Quinn criter.	8.784265
F-statistic	12.49987	Durbin-Watson stat	2.221612
Prob(F-statistic)	0.002227		

Date: 04/08/18 Time: 21:12
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-59.80288	39.50317	-1.513876	0.1685
MP	12.72741	7.932787	1.604406	0.1473
MV	-1.138777	0.694922	-1.638711	0.1399
TV	-0.327770	0.250871	-1.306531	0.2277
R	1.131643	0.203209	5.568875	0.0005

R-squared	0.821242	Mean dependent var	119.8219
Adjusted R-squared	0.731863	S.D. dependent var	41.52012
S.E. of regression	21.49994	Akaike info criterion	9.257700
Sum squared resid	3697.979	Schwarz criterion	9.474988
Log likelihood	-55.17505	Hannan-Quinn criter.	9.213038
F-statistic	9.188297	Durbin-Watson stat	1.323997
Prob(F-statistic)	0.004375		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 21:20
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-60.64357	41.02004	-1.478389	0.1734
MP	4.799988	5.307127	0.904442	0.3893
MV	-0.593262	0.576913	-1.028339	0.3306
R	1.072730	0.205778	5.213036	0.0006

R-squared	0.783099	Mean dependent var	119.8219
Adjusted R-squared	0.710798	S.D. dependent var	41.52012
S.E. of regression	22.32847	Akaike info criterion	9.297262
Sum squared resid	4487.046	Schwarz criterion	9.471093
Log likelihood	-56.43220	Hannan-Quinn criter.	9.261532
F-statistic	10.83118	Durbin-Watson stat	1.111607
Prob(F-statistic)	0.002418		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 21:29
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-48.40998	38.37181	-1.261603	0.2357
MV	-0.147392	0.296930	-0.496388	0.6304
R	0.974716	0.173332	5.623420	0.0002

R-squared	0.763384	Mean dependent var	119.8219
Adjusted R-squared	0.716061	S.D. dependent var	41.52012
S.E. of regression	22.12437	Akaike info criterion	9.230410
Sum squared resid	4894.876	Schwarz criterion	9.360783
Log likelihood	-56.99767	Hannan-Quinn criter.	9.203613
F-statistic	16.13133	Durbin-Watson stat	1.216410
Prob(F-statistic)	0.000742		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 21:32
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-58.80079	31.03802	-1.894476	0.0847
R	0.955202	0.162929	5.862676	0.0001

R-squared	0.757554	Mean dependent var	119.8219
Adjusted R-squared	0.735514	S.D. dependent var	41.52012
S.E. of regression	21.35306	Akaike info criterion	9.100906
Sum squared resid	5015.486	Schwarz criterion	9.187821
Log likelihood	-57.15589	Hannan-Quinn criter.	9.083041
F-statistic	34.37098	Durbin-Watson stat	1.309725
Prob(F-statistic)	0.000109		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/07/18 Time: 21:09
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	23.37111	85.90005	0.272073	0.7934
MP	-15.84582	7.046108	-2.248876	0.0593
MV	1.875195	0.413416	4.535859	0.0027
TV	0.349676	1.048784	0.333411	0.7486
R	0.884056	2.358111	0.374900	0.7188
N	-3.390542	11.97601	-0.283111	0.7853

R-squared	0.942052	Mean dependent var	116.3305
Adjusted R-squared	0.900660	S.D. dependent var	66.40575
S.E. of regression	20.92996	Akaike info criterion	9.224278
Sum squared resid	3066.441	Schwarz criterion	9.485024
Log likelihood	-53.95780	Hannan-Quinn criter.	9.170683
F-statistic	22.75939	Durbin-Watson stat	1.514699
Prob(F-statistic)	0.000339		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 13:19
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28.15911	79.22918	0.355413	0.7315
MV	1.868501	0.388286	4.812178	0.0013
MP	-15.35518	6.425027	-2.389901	0.0439
TV	0.106313	0.565259	0.188078	0.8555
R	0.621630	2.039828	0.304746	0.7683

R-squared	0.941388	Mean dependent var	116.3305
Adjusted R-squared	0.912082	S.D. dependent var	66.40575
S.E. of regression	19.68995	Akaike info criterion	9.081817
Sum squared resid	3101.553	Schwarz criterion	9.299105
Log likelihood	-54.03181	Hannan-Quinn criter.	9.037154
F-statistic	32.12271	Durbin-Watson stat	1.570276
Prob(F-statistic)	0.000056		

Dependent Variable: GDP

Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 13:30
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.03173	65.74409	0.319903	0.7563
MV	1.844642	0.346755	5.319731	0.0005
MP	-14.75651	5.273559	-2.798207	0.0208
R	0.806718	1.688277	0.477835	0.6442

R-squared	0.941129	Mean dependent var	116.3305
Adjusted R-squared	0.921505	S.D. dependent var	66.40575
S.E. of regression	18.60486	Akaike info criterion	8.932382
Sum squared resid	3115.267	Schwarz criterion	9.106213
Log likelihood	-54.06049	Hannan-Quinn criter.	8.896652
F-statistic	47.95874	Durbin-Watson stat	1.598932
Prob(F-statistic)	0.000007		

Dependent Variable: GDP
Method: Least Squares
Date: 04/08/18 Time: 13:34
Sample: 2003 2015
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	50.45838	22.11105	2.282043	0.0456
MV	1.975554	0.204189	9.675120	0.0000
MP	-16.15836	4.209712	-3.838352	0.0033

R-squared	0.939635	Mean dependent var	116.3305
Adjusted R-squared	0.927562	S.D. dependent var	66.40575
S.E. of regression	17.87260	Akaike info criterion	8.803589
Sum squared resid	3194.300	Schwarz criterion	8.933962
Log likelihood	-54.22333	Hannan-Quinn criter.	8.776792
F-statistic	77.82987	Durbin-Watson stat	1.669836
Prob(F-statistic)	0.000001		