



جامعة قاصدي مرباح ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



# آليات اندماج وتفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية

دراسة حالة سوقي ماليزيا والبرازيل 1995-2012

مذكرة من متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية دولية

إشراف الدكتور:

علاوي محمد لحسن

إعداد الطالبة:

صالحي هالة

السنة الجامعية:

2015 / 2014

# إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل :

إلى شمعة التي تنير طريقي وتحفه بعبير الأمل وتسقيه من ندى حبها :  
أمي الحبيبة

إلى من كان حلمه أن يراني في أعلى المراتب أبي الغالي  
إلى رفيق دربي زوجي حفظه الله ورعاه وبارك لي فيه  
إلى إبنتي الغالية "ملك"

إلى أعز الناس على قلبي إخواني :  
سناء - محمد الصالح - طارق - فوزي

إلى والدي زوجي حفظهما الله  
إلى كل العائلة والأصدقاء

إلى أساتذتي الأعزاء من الإبتدائي إلى ما بعد التدرج  
إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

# هالة



# شكر و تقدير

أشكر الله عز وجل أولاً على منه وكرمه علينا ، إذ أعاننا على إنهاء هذه المذكرة ، فله الحمد والثناء كما ينبغي وجهه وعظيم سلطانه

كما أشكر الأستاذ الدكتور علاوي محمد لحسن علي إشرافه وتوجيهاته ليخرج العمل على أكمل وجه

كما أشكر السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة مسبقاً على تفضلهم بقبول مناقشة وإثراء هذه المذكرة

كما أشكر كل من ساعدني ولو بكلمة أو بسمه

# هالة

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	تاريخ التحرير المالي في بعض دول العالم	1-1
25	حجم القروض الدولية (1974-1980)	2-1
34	تطور حجم المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي (1975-1997)	3-1
36	حجم ونسب الموجودات المالية	4-1
52	الإنتاجات الدولية للتدفقات المالية من سنة 2003	1-2
61	التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الأسواق الناشئة والنامية	2-2
70	أهم الدول الناشئة في عام 2008	3-2
78	عدد الشركات مسجلة في أسواق الأوراق المالية (1989-1998)	4-2
113	يوضح عدد المؤسسات التي تم عملية دمجها أو الإستحواذ عليها والتي تم تصفيتها (1994-2002)	1-3
119	دورة التسوية CBLC	2-3
135	الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الآسيوية (جويلية 1997-جويلية 1998)	3-3
140	نتائج إختبار إرتباط بين عدد الشركات الأجنبية وقيم التداولات السوق المال البرازيلي	4-3
142	نتائج إختبار إرتباط بين عدد الشركات الأجنبية وقيم التداولات السوق المال الماليزي	5-3
145	نتائج إختبار إرتباط للرملة السوقية مجموع الرساميل للأسواق العالمية البرازيل	6-3
147	نتائج إختبار إرتباط للرملة السوقية مجموع الرساميل للأسواق العالمية ماليزيا	7-3

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
57	يمثل مخطط تدفقات الأموال إلى الداخل	1-2
61	مخطط يوضح إجمالي تدفقات رأس المال	2-2
64	تحويلات رأس المال على المستوى الاقتصادي العالمي	2-3
92	يوضح تحويلات الصندوق النقد الدولي أثناء الأزمات	4-2
96	المراحل التي تمر بها الأسواق الناشئة	5-2
101	ديون المحفظة تدفقات الأسهم للأسواق الناشئة (2010-2014)	6-2
111	تطور مؤشر قياس الأسهم Ibovespa 2012-2005	1-3
115	يوضح تدفقات رأس المال المحافظ الأجنبية خلال (1979-2004)	2-3
118	يوضح حركة تنقلات حساب 5-CC خلال الفترة (1993-2004)	3-3

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
165	الرسملة السوقية	الملحق 01
166	عمق السوق	الملحق 02
167	عدد الشركات المدرجة	الملحق 03
168	معدل التداول للنتائج المحلي الإجمالي	الملحق 04
169	معدل التداول بالدولار	الملحق 05
170	معدل الدوران	الملحق 06

## فهرس المحتويات

II	إهداء
III	شكر وتقدير
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
V	قائمة الملاحق
VI	فهرس المحتويات
XI	ملخص
أ	مقدمة

### الفصل الأول: العولمة المالية وعمليات التحرير المالي

09	تمهيد:
10	المبحث الأول : التطور التاريخي للنظام المالي العالمي
10	المطلب الأول : سمات النظام المالي العالمي الجديد
10	أولا -هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية (1960-1990)
12	ثانيا -إنفصال المجال المالي عن الإقتصاد الحقيقي
12	المطلب الثاني : مفهوم إتجاهات التحرير المالي
13	أولا -مفهوم التحرير المالي
13	ثانيا -إتجاهات التحرير المالي
15	المطلب الثالث :نشأة وتطور تحرير المعاملات المالية الدولية
18	المبحث الثاني : ماهية وأبعاد العولمة المالية
18	المطلب الأول : العولمة الإقتصادية
18	أولا . مفهوم العولمة الإقتصادية

19	ثانيا . العولمة الإنتاجية
20	المطلب الثاني : العولمة المالية
21	أولا – مفهوم العولمة المالية
22	ثانيا . أسس العولمة المالية
23	ثالثا – خصائص العولمة المالية
24	المطلب الثالث : أبعاد العولمة المالية
24	أولا . العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية
27	ثانيا . مظاهر العولمة المالية
31	ثالثا – مراحل العولمة المالية
34	المبحث الثالث : مؤشرات وإفرازات العولمة المالية
34	المطلب الأول : مؤشرات العولمة المالية
34	المؤشر الأول : تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في البلدان الصناعية المتقدمة
35	المؤشر الثاني : تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي
36	المطلب الثاني : إفرازات العولمة المالية
37	أولا – الآثار الإيجابية للعولمة المالية
40	ثانيا – الآثار السلبية للعولمة المالية
44	خلاصة الفصل

## الفصل الثاني: تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة في ظل العولمة المالية

46	تمهيد :
47	المبحث الأول :عولمة الأسواق المالية
47	المطلب الأول : مدخل للأسواق المالية الدولية
47	أولا – ماهية السوق المالي
49	ثانيا : خصائص الأسواق المالية الدولية
51	المطلب الثاني : تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات :
51	أولا . مفهوم تحرير حساب رأس المال
52	ثانيا – أشكال تحرير حساب رأس المال
54	ثالثا – مزايا ومخاطر تحرير حساب رأس المال
57	رابعا-الإجراءات الواجب إتباعها من أجل تجنب وتقليل من مخاطر حساب رأس المال
58	المطلب الثالث :أنواع التدفقات المالية

58	أولا . الاستثمار الأجنبي المباشر
58	ثانيا . استثمارات المحفظة
62	المطلب الرابع :عوامل التدفقات الرأسمالية الخاص بالأسواق الناشئة
62	أولا -عوامل الدفع الخارجي : PUSH FACTORS
64	ثانيا -عوامل الجذب الداخلي PULL FACTORS
66	المبحث الثاني : الأسواق المالية الناشئة
66	المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية الناشئة
66	أولا . مفهوم الأسواق المالية الناشئة
69	ثانيا -الخصائص الأسواق المالية الناشئة
72	ثالثا -مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة
73	المطلب الثاني : مؤشرات الأداء في الأسواق المالية الناشئة
73	أولا -مؤشر حجم السوق
79	ثانيا -درجة السيولة
81	ثالثا -درجة التركز
81	المطلب الثالث : أثر الأسواق المالية في إقتصاديات الدول الناشئة
82	أولا -الآثار الإيجابية للأسواق المالية الناشئة
83	ثانيا -الآثار السلبية للأسواق الناشئة
87	المبحث الثالث : مستقبل الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي
87	المطلب الأول : الإطار المؤسسي للأسواق الناشئة
87	أولا -صندوق النقد الدولي
92	ثانيا -البنك الدولي World Bank
92	ثالثا -مؤسسة التمويل الدولية
94	المطلب الثاني : الأزمات المالية العالمية في الأسواق الناشئة
95	أولا -أزمة المكسيك 1994
96	ثانيا -أزمة جنوب شرق آسيا 1997
98	ثالثا - أزمة البرازيل 1999
99	رابعا- أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية الناشئة
101	المطلب الثالث :آليات تحرير الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي
102	أولا: أساليب مباشرة



103	ثانيا: أساليب غير مباشرة
105	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)</b>	
107	تمهيد
108	المبحث الأول: الأسواق المالية البرازيلية الناشئة
108	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية البرازيلية حالة BM&F Bovespa
110	المطلب الثاني: إجراءات تحرير ورفع كفاءة السوق المالية البرازيلية
111	أولا - إجراءات تحرير السوق المالي البرازيلي
113	ثانيا - فعالية ضوابط تدفقات رأس المال لسوق المالي البرازيلي
118	ثالثا - تطور نظم الحفظ والمقاصة والتسوية
119	المطلب الثالث: تحليل مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية البرازيلية
119	أولا - مؤشرات حجم السوق المالي البرازيلي
121	ثانيا - مؤشرات السيولة للبورصة البرازيلية
123	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية الناشئة
123	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزية
124	أولا - سوق ميزداك MESDAQ
124	ثانيا - السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال
126	ثالثا - البورصة الماليزية للمشتقات
126	رابعا - مركز La bouan
127	المطلب الثاني: إجراءات رفع كفاءة السوق المالية الماليزية
127	أولا - الرقابة على الشركات وحكومتها
128	ثانيا - تطور نظام التداول
128	ثالثا - تخفيض تكلفة المعاملات
129	رابعا - تطور نظام الحفظ والمقاصة والتسوية
129	خامسا - مؤشرات السوق
131	المطلب الثالث: تحليل مؤشرات الأداء لسوق المالي الماليزي
131	أولا - حجم السوق المالي الماليزي
133	ثانيا - مؤشرات السيولة في البورصة الماليزية
135	ثالثا - تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

137	المبحث الثالث: آليات إنفتاح وإندماج الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي الدولي الجديد
137	المطلب الأول: تحليل وقياس درجة إنفتاح سوقي ماليزيا والبرازيل الماليين
137	أولا- تحليل وقياس درجة إنفتاح سوق الأوراق المالية البرازيلية
140	ثانيا- تحليل وقياس درجة إنفتاح سوق الأوراق المالية الماليزية
142	المطلب الثاني: تحليل وقياس درجة إندماج سوقي المالين الماليزي والبرازيلي بالأسواق المالية العالمية
143	أولا- تحليل وقياس درجة إندماج سوق المالي البرازيل بالأسواق المالية العالمية
145	ثانيا - تحليل وقياس درجة إندماج سوق المالي الماليزي بالأسواق المالية العالمية
147	المطلب الثالث: سبل تفعيل أداء بورصة الجزائر في النظام المالي الدولي
147	أولا - معوقات بورصة الجزائر
148	ثانيا - آفاق بورصة الجزائر
151	خلاصة الفصل
153	خاتمة عامة
156	قائمة المصادر والمراجع
163	الملحق

## ملخص :

شهدت الأسواق المالية العالمية تطورات هائلة في النظام المالي العالمي وعمليات التحرير المالي الدولي ، ووصول العوامة المالية إلى مراحل متقدمة من تطورها، وأصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا، ينبغي التعامل معه بكل حذر و واقعية. ولقد خلفت العوامة المالية هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم، تتمثل في الأسواق المالية الناشئة و لقد نجحت هذه الأسواق إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وهي أسواق برزت خلال العشريتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال وتتميز الأسواق الناشئة بارتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي تتحقق بالأسواق المتقدمة

ولفهم أكثر دقة لواقع الأسواق الناشئة وتفاعلات القائمة تم إسقاطها على تجربة سوق كل من ماليزيا والبرازيل خلال الفترة (1995-2012) عن طريق إختبار علاقة إرتباط مؤشرات الأداء الأسواق المالية الناشئة بالأسواق المالية العالمية في نقطيتين أساسيتين في البحث وهما الإنفتاح والاندماج ولقد تم قياس هذه العلاقة بإستخدام برنامج SPSS ، فقد توصلت الدراسة إلى أن كل من السوق المالي الماليزيا والبرازيلي عملا على زيادة رؤوس الأموال عن طريق تطبيق الأسلوب المناسب من سياسات التحوط ضد الأزمات التي يطبقها البلد حسب الحاجة لإقتصادها ، ومن خلال دراسة وتحليل تطورات مؤشر الأداء لكل من ماليزيا والبرازيل توصلنا لنتائج التالية فبالنسبة للسوق المالي الماليزي رغم كبر حجم سوقه وتطور مؤشر رأس الماله ومعدل التداوله إلا أن معدل دوران السهم فيه منخفض عكس السوق البرازيلي خلال فترة الدراسة ، أما فيما يخص درجة إنفتاح واندماج كل من سوق ماليزي والبرازيلي فالأخير عرف خلال سنوات الدراسة تطورات عديدة في مستوى الإندماج والإنفتاح إذ يعتبر سوق منفتح بشكل كامل على الأسواق المالية العالمية في ظل العوامة المالية بنسبة إرتباط اقترنت من الواحد على خلاف السوق المالي الماليزي الذي يطبق سياسة واستراتيجية طويلة المدى مع خطة ثابتة إذ بلغ معدل إندماجه وتفاعله 43% من إرتباطه بالأسواق المالية العالمية.

**كلمات المفتاح :** عوامة سوق المال ، تحرير المالي الدولي ، كفاءة السوق ، مؤشر الأداء ، معدل الدوران

## **Summary:**

Global financial markets have seen tremendous developments in the global financial system and the operations of international financial liberalization, and financial globalization and access to advanced stages of development, and has become the global capital markets integration a reality, should be dealt with very carefully and realistically. The financial globalization has created in recent years a new structure of capital flows around the world, is in emerging financial markets and these markets have succeeded to a large extent in mobilizing savings and attract international investors process, the markets have emerged during the past couple of decades as an important pole in the global and influential economy capital flows and the structure is characterized by high yielding emerging markets to frequently asked for by the returns achieved by the developed markets assets

Understanding more accurate emerging markets positions and interactions are dropped on the experience of both Malaysia and Brazil market during the period (2012-1995) through the Link Test Performance Indicators emerging financial markets and international financial markets in Nkotaitin essential in the search relationship, namely openness and integration and has been measuring this relationship Using SPSS software, the study found that both the financial market Almelisea and Brazil in order to increase the capital by applying the appropriate method of hedging policies against crises that the country applied as needed for its economy, and through the study and analysis of developments in the performance index for each from Malaysia and Brazil have reached the following results for the financial market of Malaysia, despite the large size of its market and the evolution of head ANALYSIS index rate Altdolh only that the stock turnover rate as low unlike the Brazilian market during the study period, but in terms of degree of openness and integration of each of the Malaysian market and Brazilian latter knew during the years of study, many developments in the level of integration and openness as an open market is fully on the global financial markets under financial globalization by association approached the one-unlike the Malaysian financial market, which applies the policy of long-term strategic plan with a fixed rate as a merger and its interaction 43% of its association with the global financial markets.

## **Keywords:**

The globalization of capital market, International financial liberalization, Market efficiency, Performance Index, The turnover rate



شهد الربع الأخير من القرن العشرين وبشكل أكثر تحديدا عقد التسعينات العديد من التغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة والعميقة في آثار وتوجهاتها المستقبلية، فالإقتصاد العالمي تحول بالفعل إلى قرية صغيرة ومتنافسة فأصبح هناك سوقا واحد لا يقتصر الفاعلون فيه إلى دول وحكومات بل ينضم إليهم العديد من المنظمات العالمية والشركات المتعددة الجنسيات، وبرزت ظاهرة التكتلات الاقتصادية العملاقة، التي يسعى كل منها إلى إقتناص الفرصة ومواجهة التحديات بإزالة جميع القيود وتحرير المعاملات في ظل نظام السوق أي رفع الحواجز التي كانت تعيق حرية إنتقال رؤوس الأموال وتوظيفها إلى ظهور النظام المالي العالمي الجديد، هذا لا يعني أن الأنظمة المالية الوطنية قد زالت وإنتهت وإنما تم إنصهارها وفق آليات الإندماج في النظام المالي العالمي.

لقد شهدت الأسواق المالية الدولية منذ بداية الثمانينات، ثورة أسفرت عن تغيرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز وساعدت هذه التطورات في تقاربها، وزيادة العوائد على الأصول الدولية بدرجة ملحوظة، ومما ساعد في هذا ظهور الابتكارات المالية المتنوعة من الأسهم والسندات بالإضافة لوسائل التغطية الحديثة المتمثلة في العقود المستقبلية أو ما يعرف بإستثمارات المحفظة، ولقد فرضت هذه التطورات والتغيرات نفسها على الإقتصاديات النامية وتحديدها في الأسواق المالية الناشئة لما تمتاز به من ارتفاع العوائد على الأصول المتداولة خاصة مؤشرات تداول الأسهم بما مقارنة بنظيرتها في الدول المتطورة وعلى الرغم من إرتباط الأسواق الناشئة بالأسواق المالية كان محدودا خلال عشرة الثمانينات، مقارنة بما هي عليه الآن، فإن تأثير تلك الإختيارات كان معتبرا لاسيما في أسواق جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية في فترة التسعينات و مع دخول الألفية إزدادت عملة الأسواق النامية وتكاملها مع النظام المالي الدولي و يرتبط العديد منها بتلك الشبكات العالمية للإتصالات من جهة، وبتدولات الأوراق المالية جراء التفاعل القائم بين الدول المتقدمة و الأسواق الناشئة من جهة ثانية، ولقد ساهمت العملة المالية بشكل كبير في ترابطها، وبذلك أصبحت وستصبح الدول النامية أكثر حساسية لما يجري في الأسواق المالية المتقدمة نتيجة لزيادة التحرير المالي في ظل العملة المالية والإنتفاخ الإقتصادي ورفع القيود على حركة الرساميل العالمية.

### إشكالية الدراسة :

إنطلاقا مما سبق وبسبب عدم إستقرار العملة المالية التي ساهمة بشكل كبير في إعادة صياغة النظام المالي الدولي يمكننا طرح الإشكالية التالية وهي :

- مامدى قدرت الأسواق المالية الناشئة علالتفاعل والإندماج ضمن متطلبات النظام المالي العالمي المعاصر؟

وبغرض تبسيط الإشكالية السابقة تطرقنا لجملة من الأسئلة الفرعية :

- 1- ماهي أهم منطلقات و أبعاد العوامة المالية وعمليات التحرير المالي الدولي؟
- 2- كيف تفاعلت مؤشرات الأسواق المالية الناشئة في أوقات أزمات النظام المالي العالمي ؟
- 3- كيف إستطاعت الأسواق المالية الناشئة الإفتتاح والإندماج في الأسواق المالية العالمية ؟ وهل استطاع السوق المالي لكل من ماليزيا والبرازيل التفاعل والإندماج في النظام المالي الدولي الجديد ؟

فرضيات الدراسة :

للإجابة عن تساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية :

- ❖ الأسواق المالية الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلا من الأسواق المالية المتقدمة .
- ❖ خلفت العوامة المالية هيكلًا جديد لتدفق رؤوس الأموال عبر العالم يتمثل في الأسواق المالية الناشئة وأستطاعت هذه الأسواق تحقيق عوائد مرتفعه .
- ❖ فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فتتميز بالنشاط كالسوق المالي البرازيلي ، وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيف كالسوق المالي الماليزيا
- ❖ يعد السوق المالي الماليزي من أكثر الأسواق المالية الناشئة إفتتاحا وإندماجا في النظام المالي الدولي الجديد على عكس السوق المالي البرازيلي

أسباب إختيار الموضوع :

ترجع أسباب إختيارهذا الموضوع في مجملها لعدة أسباب :

- 1- يندرج البحث في إطار المواضيع المتجددة والحديثة والتي تدور حولها نقاشات مستفيضة بإستمرار وبالخصوص موضوع الأسواق المالية الناشئة .
- 2- لإبراز التفاعل القائم بين العوامة المالية والأسواق المالية الناشئة
- 3- وعلى المستوى الشخصي فإن المبرر الأساسي لإختيار الموضوع العوامة المالية والتحرير المالي وربطها بالأسواق المالية الناشئة هو الحدائة النسبية لهذا الموضوع وأهميته البالغة في عالمنا اليوم ، إلى جانب إتساع الموضوع ليشمل كل جوانب المالية الدولية التي تعتبر من أهم مجالات إهتمام الباحثة .

أهداف الدراسة :

- 1- توضيح كل المفاهيم المتعلقة بالعملة المالية والأسواق المالية الناشئة والنظام المالي العالمي
- 2- تحديد سبل التفاعل والاندماج الإيجابي للأسواق المالية الناشئة ضمن العملة المالية
- 3- تحليل تطور أداء الأسواق المالية الناشئة خاصة في أوقات الأزمات المالية ومدى فعالية ضوابط تدفق رأس المال والكشف عن علاقته التي تربط هذه الأسواق مع الأسواق المالية العالمية

أهمية الدراسة :

تظهر أهمية البحث بأنه يمس مختلف جوانب الحياة الاقتصادية والمالية الدولية و الحاجة الماسة لفهم ما يدور من ترابط وتشابك على الساحة الدولية وتأثيرها على الأسواق المالية التي تعد أهم مصدر من مصادر التمويل خاصة بعد أزمة المديونية التي مست دول النامية 1986 فقد استطاعت هاته الأسواق الحديثة النشأة في إطار العملة المالية النجاح في الخروج من الأزمات المالية ومساهمة في تنمية اقتصادها .

حدود الدراسة:

فقد أسقطنا دراستنا على الدول التي تقع فيها هذه الأسواق خلال الفترة (1995-2012) لأنها تعتبر من أهم الفترات التي شهدت أهم الأحداث والأزمات المالية العالمية لتحليل وفهم واقع أداء الأسواق المالية الناشئة ولمزيد من الدقة في تشخيص الواقع كانت الدراسة على إقتصاديين من أهم الإقتصادات الناشئة و داخل منطقتين مست أسواقهما المالية أهم الأزمات العالمية فكانت دراسة تجرية ماليزيا التي تقع في منطقة الأزمة الآسيوية 1997 والتجربة البرازيلية التي تقع في منطقة أمريكا اللاتينية ولقد مستها أزميتين خلال فترة الدراسة وهي أزمة المكسيك سنة 1994 وماخلفته على الأسواق المالية الناشئة ككل و أزمة البرازيل سنة 1999 .

منهجية البحث :

بالنظر لأهمية الموضوع وبغية التوصل إلى تحقيق الأهداف المسطرة للدراسة فقد تم إعتداد المنهج الوصفي التحليلي لإبراز الوقائع وتحليل وفهم كل من : مفهوم وأبعاد العملة المالية وتطور وتحرير المعاملات الدولية هذا من جهة ومن جهة أخرى لتحليل وتشخيص تطور وتفاعل مؤشرات أداء للأسواق المالية الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة ، كما تم إعتداد أساليب التحليل القياسي في دراسة الحالة عن طريق إختبار علاقة إرتباط مؤشرات الأداء الأسواق المالية الناشئة بالأسواق المالية العالمية في نقطتين أساسيتين في البحث وهما الإنتتاح والاندماج ولقد تم قياس هذه العلاقة بإستخدام مرجحية SPSS للوصول لنتائج توضح واقع و آليات إندماج الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي الدولي الجديد .



في حدود علم الباحثه هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الأسواق المالية الناشئة وحركية تدفقات رؤوس الأموال من وإلى هذه الأسواق في إطار عوامة الأسواق المالية وأثر تدفقات المالية على الأسواق الناشئة ويمكن حصر أهمها في مايلي :

1-Stalg Fisher, THE financil crisis in emerging markets some lessons ,28April 1999,http //www.imf .arg/extemal /np /speeches /1999/htm .visite le23 /04/2009

دراسة الذي استنبط منها بعض الدروس المستفادة من الأزمات المالية في الأسواق الناشئة وهي أن:

- ✓ العوامة المالية باقيمة من خلال الإنفتاح على الأسواق والتكامل مع بقية دول العالم
- ✓ دور السياسات المحلية هامة وضرورية في تقوية النظام المالي الدولي
- ✓ أهمية نظم سعر الصرف وضبطها في تجنب الأزمات المالية
- ✓ ضرورة ملكية الدول لبرامج الإصلاح لديها فهذا يعطي دفعة كبير لهذا البرنامج عن طريق الدعم السياسي من خلال حكومة قوية
- ✓ تطبيق مبادئ " كينز " الإقتصادية خلال بعض الأزمات
- ✓ دور الصندوق النقد الدولي باقي في المرحلة المقبلة وجاري تطويره حتى يصبح فعالا في النظم الدولية وذلك من خلال :
  - تفعيل سياسات الإقراض
  - المزيد من الشفافية والإصلاح
  - إتفاقيات صندوق النقد الدولي مع الدول وبرامجه وإستشارته للدول التي تحتاجها

2-Eliane nehmeelahmar,libéralisationfinanciere et fragilisation boncaire dans les pays emergents , cas de la crise asiatique thèse de doctorat ,UNIVERSITE Pemtheam –Assas (Paris2), Droit –ECONOMIE ,2003

خصت هذه الدراسة الأزمات المالية التي مست البلدان الناشئة وبالتحديد البلدان الآسيوية ، وأظهرت الدور الذي تلعبه أسواق رأسمال الدولية والتحرير المالي الدولي في حدود تلك الأزمات ، كما بينت الدراسة أن أهم خاصية للأزمات في سنوات التسعينات تجد جذورها في الإنفتاح السريع لحساب رأس المال في هذه البلدان التي تزامن مع الركود الإقتصادي في البلدان المتقدمة منذ بداية سنوات التسعينات ، وأدى بالمستثمرين في هذه البلدان إلى البحث عن أحسن العوائد لإدخاراتهم في البلدان النامية التي تعاني من نقص في رأس المال والسلع والخدمات والتكنولوجيا ورأس المال البشري وهو مايشجع التدفقات الرأسمالية الآتية من البلدان

الصناعية كما توصلت الدراسة إلى أنه في ظل نظام مالي متكامل فإن بعض الصدمات المحلية تنتشر من خلال عدوى بين مختلف الأزمات .

3- أسماء بلميهوب، العولمة المالية وأثرها عل أداء الأسواق المالية الناشئة، حالة سوق ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة الماجستير في الاقتصاد الدولي 2004، جامعة فرحات عباس - سطيف:

فقد خلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق التي أقيمت حديثا في فترة التسعينات ، ورغم حدوثها إلا أنها تطورت بشكل كبير وأصبحت تعطي عوائد ممتازة للمستثمرين رغم ضعف التسيير فيها ، وأكبر نجاح لهذه الأسواق هو امتصاصها للأزمة الآسيوية بشكل سريع ، كما أنها مرت بعدت مراحل لتنمو بهذا الشكل الكبير وأصبحت لها مكانة في ظل الأسواق المتقدمة مع جذبها الكبير للمستثمر الأجنبي .

4- نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها وتخفيف من أثارها (دراسة حالة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، (2007-2008):

تم التطرق إلي واقع اقتصاديات جنوب شرق آسيا كإقتصاديات ناشئة في ظل التحرير المالي وظاهرة الإندماج في الإقتصاد العالمي ، ومع تقدم عرض لأهم الأزمات المالية التي مست الإقتصاديات الناشئة ، وفي الأخير تم التطرق إلى آليات إدارة ومواجهة الأزمات المالية من خلال تشخيص الأزمة الآسيوية وعرض أسبابها الحقيقية وأهم الدروس المستفادة منها وتقديم جملة من الآليات حول كيفية إدارة الأزمات المالية من طرف صندوق النقد الدولي ، وبعض الدلائل الأخرى لمواجهة الأزمات المالية كإصلاح النظام المالي الدولي .

5- عزوز عائشة، دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 03، (-2013 2012)

عرضت فيها الباحثة في البداية تعريف وأهمية دور الأسواق المالية الناشئة في تمويل التنمية الإقتصادية وذلك لما تقوم به من جلب لرؤوس الأموال الأجنبية منها في ظل التحرير المالي الدولي ولما توفره الأسواق الناشئة من فرص غير متاحة في مثيلاتها في الدول متقدمة .

وتعد الأسواق المالية في الدول العربية محدودة الأداء مقارنة بالأسواق المالية الناشئة الأخرى والمتقدمة وإن أهم جوانب العولمة الإقتصادية هي العولمة المالية الناتجة عن إندماج الأسواق المالية فيما بينها وإنخفاض تكلفة نقل المعلومات مما يسهل تنقل رؤوس الأموال بسرعة فائقة وإن مواجهة تحديات التفرضا العولمة المالية تتطلب وضع ضوابط فعالة على تدفقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق ، وتشير كل الإتجاهات المستقبلية طبقا للمعطيات المتاحة إلى وجود فرص حقيقية لتحويل الأسواق المالية إلى قوة إقتصادية متطورة وفاعله للدول ضمن النظام المالي العالمي

6-بوعبدالله علي، أترالأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر. بسكرة، الجزائر، (2013-2014) :

تعتبر الأسواق المالية من أحد أعمدة النظام الرأسمالي من خلال وظائفها متعددة ، وأن الدول النامية عانت من أزمات المديونية العالمية مما دفعها إلى تغيير أساليب التمويل فيها من خلال التوجه للإستثمار الأجنبي في الأسواق الدولية إلى أسواقها في ظل العولمة المالية ، وبهذا التحول نشأ ما يعرف بالأسواق المالية الناشئة ومن خلال الإشكالية المتعلقة بتأثر نشاط الأسواق المالية " في إستثمارات المحفظة " على إستقرار أسعار صرف الدول العربية ، ومن خلال التحليل توصل الباحث إلى أن الأسواق الناشئة نجحت في دعم التنمية الإقتصادية من خلال زيادة الكفاءة تخصيص رأس المال ونقل التكنولوجيا ، كما كانت لها تأثيرات سلبية منها مساهمتها في حدوث العديد من الأزمات المالية المدمرة ، وهناك علاقة تأثير وتأثر بين السوق المصرفي وسوق الأوراق المالية من خلال نشاط سلوك الإستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية وهذا ما تبين من خلال الأزمة الآسيوية 1997.

تقسيمات البحث :

للإجابة عن إشكالية البحث وإنطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها للوصول إلى تحقيق الأهداف الدراسة ، أثرنا تناول الموضوع في ثلاث فصول تسبقهم مقدمة عامة حول الموضوع وخاتمة فيها أهم النتائج المتوصل إليها .

تناول الفصل الأول : العولمة المالية وعمليات التحرير المالي الدولي من خلال ثلاث مباحث ، تناول المبحث الأول التطور التاريخي للنظام المالي العالمي من خلال تعريفه وتعريف التحرير المالي وتطور تحرير المعاملات المالية الدولية ، بينما تطرق المبحث الثاني إلى مفهوم وأبعاد العولمة المالية من خلال مفهوم كل من العولمة الإقتصادية والمالية وأبعادها من خلال العوامل المساعدة على تطورها وأهم مظاهرها ومراحلها ، فحين تعرض المبحث الثالث إلى مؤشرات و إفرزات العولمة المالية الإيجابية والسلبية .

أما الفصل الثاني فجاء تحت عنوان : تقييم أداء الأسواق المالية الناشئة في ظل العولمة المالية وقسمه إلى ثلاث مباحث، فتناول المبحث الأول عولمة الأسواق المالية والمبحث ثاني حول الأسواق المالية الناشئة من خلال مفهومها وخصائصها ومراحلها وتحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق الناشئة وفي الأخير تطرقنا إلى أثر الأسواق المالية على الأسواق المالية الناشئة من خلال آثار إيجابية وسلبية أما المبحث الثالث فكان حول مستقبل الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي من خلال الإطار المؤسسي لهذه الأسواق ومن ثم أهم الأزمات المالية التي مست أسواقها و ثم أهم الأساليب والسياسات التي اتخذتها للتحوط ضد الأزمات .

وخصصنا الفصل الثالث والأخير إلى آليات إندماج سوقي متاليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية ، فقسمه إلى ثلاث مباحث ، تناول كل من المبحثين الأول والثاني سوق الأوراق المالي لكل من البرازيل وماليزيا من خلال نشأة وتطور السوق المالي و إجراءات تحرير ورفع كفاءتها ومن ثم تحليل مؤشرات أدائها خلال الفترة (1995-2012) من دراسة مقارنة أداء الأسواق المالية الناشئة من خلال مؤشرات الأسواق المالية العالمية ، بينما تم تسليط الضوء في المبحث الأخير حول آليات إنفتاح وإندماج الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي الدولي من خلال دراسة علاقة إرتباط وتحليل الإقتصادي لسوق المالية الماليزية والبرازيلية خلال فترة الدراسة (1995-2012) وفي الأخير تم تسليط الضوء على بورصة الجزائر من خلال أهم معوقات التي تتعرض لها وسبل تفعالها في النظام المالي الدولي .

# الفصل الأول



تمهيد:

إن العملة المالية التي تنامت منذ عقد التسعينات تعد من أهم مظاهر العملة الإقتصادية التي تمتاز بالتشابك والترابط شبه الكامل بين الأنظمة المالية والنقدية لمختلف الدول حيث بدأت بإجراء التحرير المالي وتدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وحركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل وإزالة القيود أمام حركة رأس المال عبر تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات وإنتقالها من بلد إلى آخر في ظل انفتاح الأسواق والمؤسسات المالية وتكاملها مع بعضها البعض

## المبحث الأول : التطور التاريخي للنظام المالي العالمي :

يمارس النظام المالي عبر مؤسساته وأسواقه دورا بالغ الأهمية في الإقتصادات الحديثة ، وتتركز تلك الأهمية من خلال الوظائف التي يقوم بها ، كتعبئة الإدخار وحفز الإستثمار وتسوية المدفوعات وتحويل الأموال ومحاولة تقليل الأخطار وإدارتها ، فالمؤسسات المالية في الأسواق المالية تقوم بتعبئة الموارد المالية بشكل مدخرات ، وهنا يركز الإقتصاديون على أهمية النظام المالي ومؤسساته في توفير الأموال من المدخرات والتي يعيد النظام المالي وعبر مؤسساته وأسواقه توزيعها على الوحدات الإقتصادية التي هي بحاجة لها بشكل قروض وإستثمارات ، وبالتالي تتحقق عملية الإنتاج تتزايد مما يؤدي إلى زيادة النمو الدخل القومي<sup>1</sup>

## المطلب الأول : سمات النظام المالي العالمي الجديد:

تتميز النظام المالي في إطار العملة المالية بخاصيتين أساسيتين تتمثلان في التغيير في البنية التدفقات المالية الدولية وإنفصال المجال المالي عن الإقتصاد الحقيقي :

## أولا -هيكل وبنية التدفقات المالية الدولية (1960-1990) :

يمكن تفسير تطور النظام المالي الدولي ، من خلال التغيرات في التوزيع تدفقات رؤوس الأموال بين المناطق الكبرى في العالم ، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين مرحلتين هامتين :

## 1-فترة الستينات والسبعينات :

استمر نظام سعر الصرف الثابت المستند إلى قاعدة الذهب خلال ربع القرن الماضي منذ بريتون وودز في الولايات المتحدة؛ عندما اجتمع الحلفاء مع الولايات المتحدة على مشارف انتهاء الحرب العالمية الثانية لصياغة أسس النظام المالي الدولي. وتم إنشاء صندوق النقد الدوليوالبنك الدولي، كلف الأول بمهمة أساسية تتعلق بتحقيق الاستقرار النقدي والمالي الدولي، بينما أسندت إلى المؤسسة الدولية الثانية مهمة تمويل التنمية وإعادة إعمار ما دمرته الحرب العالمية الثانية ثم توقف نظام سعر الصرف الثابت المذكور أعلاه بقرار من الولايات المتحدة الأمريكية (الرئيس الأمريكي نيكسون في سنة 1971)<sup>2</sup>

و إتخذت التدفقات الدولية لرأس المال محور "شمال -جنوب" ، أين مولت أهم البلدان (الولايات المتحدة . اليابان وأوروبا ) جزءا كبيرا من العجز الهيكلي للبلدان النامية ، وقد زادت هذه التدفقات بين سنتي 1974-1982مع الصدمة البترولية ، فالنظام المصري ضمن التمويل البلدان النامية غير المنتجة للبترول بسبب تدوير " البترو دولار Petrodollars" المتراكمة من

<sup>1</sup> سمر كوكب الجميل ، التمويل الدولي "مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات" ، الطبعة 1، الدار النموذجية للطباعة والنشر ، صيدا لبنان ، 2011، ص 22  
<sup>2</sup>فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي ، المؤتمر العلمي العاشر "الإقتصادات العربية وتطورات مابعد الأزمة الإقتصادية العالمية" ، بيروت لبنان .

طرف بلدان الأوبكوبذلك بدأت مديونية البلدان النامية<sup>1</sup>، فقد ارتفعت ديون الدول النامية الخارجية من (6, 68) بليون دولار عام 1970 إلى أكثر من (9, 71) بليون دولار عام 1981 و بعد ذلك إلى (1279) بليون دولار عام 1989. وأما خدمة هذه الديون فقد ارتفعت من (3, 9) بليون دولار عام 1970 إلى (127) بليون دولار عام 1981 وبعدها إلى (7, 182) بليون دولار عام 1986<sup>2</sup>. أين أصبحت في حالة من التوقف عن السداد نتيجة إرتفاع الشدائد في أسعار الفائدة وفي قيمة الدولار في بداية سنوات الثمانينات مما زاد من عبء مديونيتها<sup>3</sup>، ويمكن إجمال الأسباب الرئيسية لتفاقم مشكلة الديون الخارجية للدول النامية في التوسع في الإقتراض وارتفاع أسعار الفائدة، وإخفاض تدفق المعونات، والقروض الميسرة<sup>4</sup>.

## 2- فترة الثمانينات والتسعينات :

وكتنتيجة لأزمة المديونية الحادة، غيرت التحويلات الرأسمالية اتجاهها متبعة محور " شمال -شمال " إذا سجلت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا حادا في ميزانيتها وفي ميزانها الخارجي، وأصبحت بذلك أهم مقترض في الأسواق الدولية، وتم تمويل هذا العجز من طرف كل من اليابان وأوروبا التي حققت احتياطات ادخار وفائض في حساباتها الخارجية، وفي الوقت نفسه أدت برامج التسوية المفروضة من طرف صندوق النقد الدولي FMI، إلى تغذية العجز العام للبلدان النامية وهكذا تزامنت العملة المالية مع التغيير في التدفقات المالية الدولية نحو البلدان الصناعية الكبرى.

وبناء على ماسبق يمكن القول أن حركة التمويل الدولي كانت قبل سنة 1982 تتم من خلال الوساطة النظام المصرفي في شكل قروض بمعدلات فائدة متفاوتة، وهو مانع عنه المديونية المصرفية الدولية، لكن مع تصاعد عجز ميزانية الولايات المتحدة وعجز ميزانها الخارجي ومع أزمة المديونية وتحول إتجاه التدفقات الدولية لرأس المال "شمال -شمال"، عاد النظام المال الدولي، إلى منطلق المالية المباشرة، وهذا التنظيم المالي الجديد يستجيب لطلب المتعاملين المسيطرين على الأداء المالي كالمستثمرين المؤسسين والشركات متعددة الجنسيات وكلهم يرغبون في الإقتراض أو توظيف في أسواق الأصول بتقنيات مرنة وبأقل تكلفة، ومننتيجة لتخلص من تكاليف الوساطة المصرفية

ومع مطلع التسعينات ظهرت البلدان الجديدة لآسيا وأمريكا اللاتينية وأوروبا الوسطى والتي أصبحت بدورها عناصر فعالة

## في المالية الدولية وهنا يدور الحديث حول ظاهرة الأسواق الناشئة MFE

<sup>1</sup>نادية عقون، العملة الإقتصادية والأزمات المالية. الوقاية والعلاج دراسة لأزمة رهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، تخصص إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة الجزائر، سنة 2013-2012، ص 51

<sup>2</sup>علي عبد الفتاح أبو شرار، الإقتصاد الدولي " نظريات وسياسات"، طبعة 2، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص 209

<sup>3</sup>نادية عقون، مرجع سبق ذكره، ص 51

<sup>4</sup> آدم مهدي أحمد، المالية الدولية، الطبعة 1، الشركة العالمية للطباعة والنشر، مصر، 2007، ص 173



ثانيا - إنفصال المجال المالي عن الإقتصاد الحقيقي:

تزامنت العملة مع إتساع هائل في حجم المعاملات المالية ، حيث تضاعفت إجمالي المعاملات المحققة في أسواق الصرف خمس مرات من سنة 1980 إلى سنة 2000 وهذا الحجم المتنامي للمعاملات في الأسواق المالية ليس له صلة مباشرة مع تمويل الإنتاج والمبادلات الدولية ، فالمعاملون الدوليون يبحثون عن السيولة والمردودية المالية في الأجل القصير ، بينما تحتاج المؤسسات الإنتاجية إلى تمويل دائم ، كما أن الإستثمار في المحفظة المالية ذات أهداف المضاربة فاقت بشكل كبير الإستثمارات المباشرة ذات الهدف الصناعي والتجاري ضمن الحركة الدولية لرأس المال ، فالعوائد الخيالية على الأسواق المالية وأسواق الصرف تجعل من نشاط المضاربي طاغيا على سوق التمويل

وعموما ، تكمن مسببات حالة عدم الإستقرار الذي يصاحب العملة المالية أساسا في الإنفصال الكبير بين دائرة النشاطات الحقيقية ودائرة العمليات المالية ، فقيم الأوراق المالية والعملات تصبح أحيانا غير مستقرة دون وجود أي تبرير لهذا في الإقتصاد الحقيقي<sup>1</sup>.

ولقد ترتب عن الإنفصال المتنامي بين حركة الاقتصاد الرمزي وحركة الإقتصاد الحقيقي وإتباع أسعار الصرف العائمة للعملات بقصد المضاربة ، مما ساهم في تضاعف حجم النقد الأجنبي المتداول الأسواق المالية ثلاث مرات في الفترة (1993-1986)

وهو ما قاد إلى<sup>2</sup>:

- ✓ إتساع نطاق تجار المضاربين في العملات
- ✓ زيادة حجم القروض القصيرة المدّة التي تخرج من الدول الرأسمالية الصاعدة والصناعية باحثا عن العائد المرتفع في الدول النامية
- ✓ زيادة حدة الصدمات وهيمنة سلوك المضاربين على استقرار الأسواق الصاعدة

المطلب الثاني : مفهوم إتجاهات التحرير المالي :

وهو أحد معالم النظام المالي الجديد وأهم ملامح التطورات الإقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين،وقد إرتبطت بيانات التحرير المالي إرتباطا وثيقا بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسة إقتصادية عامة وكذلك بموجة التوجه

<sup>1</sup> نادية العقون ، مرجع سبق ذكره ، ص 52

<sup>2</sup>عبد الحميد الغزالي ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج ، مجلة العلم والإيمان ، العدد 27، نوفمبر 2008، ص 28

نحو الإندماجات في الإقتصاد العالمي التي شهدتها غالبية الدول ، ويشمل كل مايتعلق بتحرير أسواق صرف العملات وقطاع التأمين والمصارف وتحرير حركة رؤوس الأموال<sup>1</sup>

### أولا - مفهوم التحرير المالي :

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبيا ويقصد بها محاولة الحكومة تخفيف القيود على النظام المالي بما فيه من مؤسسات مالية وأدوات مالية ، بهدف تفعيل مساهمتها في النمو الإقتصادي وهو يعني بوجه آخر حالة الإفتتاح المالي ولعمل السوق المالية من حيث تحديد سعر صرف للعملة الوطنية وحرية تبادل العملات وترك سعر الفائدة يتحدد بموجب آليات السوق وأيضا رسم السياسات النقدية بحسب تلك الحالة المنفتحة للسوق<sup>2</sup>

- ❖ التحرير المالي بالمعني الواسع هو : "مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوي كفاءته و إصلاحه كليا"<sup>3</sup>
- ❖ ويعرف التحرير المالي بالمعني الضيق باعتباره مجموعة من إجراءات السياسة لخفض درجة القيود المفروضة في عمليات الأسواق المالية
- ❖ أما التعريف الشامل : فيمكن أن يتضمن اجراءات لتعزيز كفاءة النظام المالي وسلامته وبموجب هذا التعريف العام يمكن أن نطلق مصطلح التحرير المالي على عدد من الإجراءات مثل تطوير الأسواق المالية وإعتماد نظام غير مباشرة للرقابة النقدية أو إنشاء نظام إشرافي قوي<sup>4</sup>

### ثانيا - اتجاهات التحرير المالي :

لقد كانت سياسات التحرر المالي بمثابة الإستجابة الطبيعية لمجمل التحديات التي واجهتها الدول والمؤسسات والنظم المالية ، من صعوبات ومشاكل رافقت عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي ، وقد كان عقد الثمانينات حافلا بالمشاكل والأزمات مما دفع العديد من الدول إلى محاولة تبني سياسات انفتاحية وخاصة ماكان ينصب على تحرير نظم المالية وتحرير المؤسسات وأدواتها بهدف التخلص من تلك الآثار السلبية لأزمة المديونية ، وقد تمحورت الاتجاهات الرئيسية للتحرر المالي فيما يأتي :

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، العملة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأسمال ، ط1 ، دارمجدلاوي للنشر وتوزيع ، عمان الأردن ، 2008، ص27

<sup>2</sup> سرمد كوكب مرجع سبق ذكره ، ص 49

<sup>3</sup> حسن كريم حمزة ، العملة المالية والنمو الإقتصادي ، ط 1 ، دار صفاء للنشر وتوزيع ، عمان الأردن ، 2011 ، ص 54

<sup>4</sup> سعدي فاطمة الزهراء ، التحرير المالي : المكاسب والمخاطر الناتجة عنه ، مجلة الإقتصاد الجديد ، العدد 05، جانفي 2012، ص 209

### 1- الإستثمارات الأجنبية :

يقصد بالاستثمارات الأجنبية (فردا كان أم شركة) أموالا في الموجودات مادية أو مالية ، فإذا كان ذلك الاستثمار في الموجودات مادية أطلق على ذلك الاستثمار بالمباشر ، وإذا كان الإستثمار في الموجودات مالية من أسهم وسندات أطلق عليه بالاستثمار الأجنبي المحفظي ، ويعد الإستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم المصادر التمويلية في السنوات الأخيرة ، ومن خلالها رأس المال وباتجاهات مختلفة ومتباينة ، وتكاد تهيمن على الإستثمارات الأجنبية المباشرة ، أما الإستثمار المحفظي فتسيطر على حركته المستثمرين ، وتخضع حركة الإستثمارات الأجنبية وتدفقاتها أيا كانت مباشر أم محفظية إلى درجة الإنفتاح الإقتصادي والمالي التي تسمح بها الحكومة وخاصة في الدول النامية ، فقد تسمح بعض الحكومات للاستثمارات الأجنبية المباشر وتضع القيود على المحفظية ، ويتضح مما سبق أن أحد أهم اتجاهات التحرر المالي يذهب نحو تخفيف القيود على حركة الإستثمار الأجنبي كتدفقات داخلية والخارجة من و إلى الاقتصاد وهو من أهم مصادر التمويل في القرن الحادي والعشرين .

### 2-إعادة هيكلة السوق المالية :

ويقصد بذلك إعادة النظر بالأسواق النقدية وأسواق الأوراق المالية (رأس المال) أما السوق النقدي فتتضمن المصارف التجارية والمؤسسات المالية ذات التعاملات قصيرة الأجل ، إن تحرير هذه المؤسسات والمصارف تأتي من تحرير سعر الصرف العملة تبعا لأليات السوق ، وتنوع الأنشطة المصرفية سواء في قبول الودائع كمؤسسات الادخار أو تقديم القروض والإئتمانات ، وأيضا تبني سياسات أكثر مرونة لأسعار الفائدة .

### 3-الإفصاح والشفافية :

ويعد هذا الإتجاه التحرري من أهم الإتجاهات التي بدأت تركز عليها الدول المتقدمة ، وأحد أهم الإنتقادات الموجه من طرف الدول المتقدمة ومؤسساتها توجيهها إلى الدول النامية تتمثل في الإفصاح المعلوماتي ، إذ لا زال الكثير من الحكومات لا تعترف بهذا الإتجاه وتعتمد حجب المعلومات أو إتاحتها بأشكال متباينة أو ربما وفق معايير غير موضوعية ، لذا فإن مثل هذه الأعمال تقود إلى كثير من التشوهات السوقية مما ينعكس على العمل المالي المنظم .

إن المشكلة التي تعاني منها الأسواق في الدول النامية وبشكل عام هي غياب الإفصاح والشفافية ، ويكتسب هذا الاتجاه أهمية خاصة في المصارف لما للمعلومات من أهمية كبيرة في صنع قرارها ، وقد تبين بما لايقبل الجدل الأهمية الإستثنائية للمعلومات في المصارف لعلاقتها بحدوث الأزمات المالية<sup>1</sup> ، في الحقيقة أن كفاءة الأسواق تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بأسواق رأس المال وتتضمن أهم الآليات لتوفير الشفافية بأسواق رأس المال على مايلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>سرمد كوكب الجميل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (50-55)

<sup>2</sup> عيسى محمد الغزالي ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، سلسلة جسر التنمية ، العدد 89 ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يناير 2010 ، ص 3

- ✓ التأكد من فعالية متطلبات الإدراج وشفافيتها وقواعد التداول ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق .
- ✓ توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة من خلال مركز الإيداع للأوراق المالية .
- ✓ وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق .
- ✓ وضع معايير تناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص الحوكمة الشركات المدرجة في أسواق رأس المال .
- ✓ توفير سبل التداول الإلكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من المعلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق .

#### 4- انفتاح وتكامل الأسواق :

مع بروز عمليات التحرير المالي مما أدى لإنفتاح الأسواق وزيادة عملية المنافسة بين النظم المالية وعناصرها المختلفة وكيفية تفعيلها وفق آليات السوق الذي بدوره سيزيد من حال المنافسة وبالتالي سيحقق الكفاءة .

#### 5- دور الحكومة :

لازال موضوع الحكومة هو المحور المهم والشغل الشاغل للحكومات العديد من الدول ، فقد يكون من العسير جدا على الحكومة التخلي عن دورها القائم على التدخل في كل صغيرة وكبيرة ، وخاصة في الدول النامية ، وتؤكد اتجاهات التحرير المالي على ضرورة عدم التدخل وترك آليات السوق لتعمل بمفردها ولتحقق التوازن المطلوب .

إن تخفيف القيود والإجراءات ليس فقط على المعاملات المالية وإنما على كل الأنشطة الاقتصادية هو الذي يستقطب كل الإهتمام وكان ولا يزال محورا للخلاف بين الدول المتقدمة والدول النامية .<sup>1</sup>

#### المطلب الثالث :نشأة وتطور تحرير المعاملات المالية الدولية :

لقد بدأت العديد من الدول الأوربية العمل في تحرير نظمها المالية منذ بداية عقد الستينات وقد بكرت هولندا بذلك عام 1966 ثم بلجيكا سنة 1969<sup>2</sup>، وتعد البداية الحقيقية لعملية التحرير المالي كانت في كل من الولايات المتحدة وألمانيا وكندا وسويسرا سنة 1971 حيث أصبحت بناء على ذلك أسعار الصرف تتحدد وفقا لآلية العرض والطلب بعد إعلان أمريكا وقف فاعلية تحويل الدولار إلى ذهب أما بريطانيا فقد ألغت مالدتها من قيود على الأسواق المالية عام 1979 ثم لحقتها اليابان عام 1980 وباقي أعضاء صندوق النقد الدولي والمجموعة الأوربية هذا ولقد تزامن تحرير الأسواق المالية (التحرير المالي ) في البلدان الصناعية مع ظهور الفوائض المالية الباحثة عن الربح أعلى خارج الحدود القومية بعد إنخفاض معدلات الربح المتولدة من الإستثمار في إطار اتفاقية تحرير الأسواق المحلية فضلا على أهمية تحرير الأسواق المالية على المستوى الدولي في تفعيل حركة التبادل التجاري الدولي في إطار إتفاقية تحرير أسواق السلع

<sup>1</sup> سرمد كوكب الجميل ، مرجع سبق ذكره ، ص 55

<sup>2</sup> حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 53

- أما الدول النامية فقد كانت البداية الأولى لتحرير أسواقها المالية في نصف الثاني من الثمانينات القرن العشرين ضمن برامج شاملة للإصلاح الإقتصادي والمالي والتي نفذت ومازالت في معظمها ، بعد أن تبين لحكومات هذه البلدان أن سياسة التدخل في النشاط الإقتصادي بشكل عام وفي نشاط القطاع المالي على وجه الخصوص لم يؤدي إلى بلوغ الأهداف الإقتصادية والإجتماعية المنشودة في خطط التنمية حيث لوحظ أن :
- توجيه الإئتمان لم يؤدي إلى التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ومن ثم تحقيق معدلات النمو الإقتصادي المستهدف لخطط التنمية الإقتصادية
  - إغلاق الأسواق المحلية أمام المؤسسات المالية الأجنبية أدى إلى إحتكار القلة ذات الأداء الهش ممانتج عنه ضعف كفاءة الوساطة المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي وبالتالي أثر بالسلب على معدلات نمو الإستثمار في الإقتصاد القومي
  - تحديد سقف معين لسعر الفائدة على الودائع الإيداعية مع إرتفاع معدل التضخم
  - اللجوء إلى حل مشكلة فجوة الموارد المحلية من خلال القروض الخارجية التي أدت إلى تفاقم الأزمات الإقتصادية التي تعاني منها تلك البلدان مما أدى بها إلى إعلان عجزها في النهاية المطاف عن سداد الديون ناهيك أن أصل الدين والتي عرفت بأزمة المديونية العالمية 1982 والتي مست أغلبية الدول النامية الأمر الذي أجبر الحكومات على تحرير أسواقها المالية كجزء من متطلبات إعادة جدولة ديونها الخارجية تحت دعم وإشراف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومن بين الدروس التي استفادت منها الدول النامية أن مشكلة تمويل المشاريع الإقتصادية والإجتماعية لا يمكن حلها من خلال سياسة التدخل في إدارة النشاط الإقتصادي بشكل عام والقطاع المالي بوجه الخصوص أو من خلال القروض الخارجية الرسمية وإنما من خلال القروض الخارجية الرسمية وإنما من خلال إيجاد بيئة إقتصادية ملائمة لجذب الإستثمارات الخاصة الأجنبية المباشرة والمالية وأن سبيلها إلى ذلك التحرير المالي <sup>1</sup>

<sup>1</sup> سعدي فاطمة الزهراء ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ( 206 208 )

الجدول رقم (1-1): تاريخ التحرير المالي في بعض دول العالم :

يظهر هذا الجدول بداية التحرير المالي لبعض الدول العالم

بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير	الدولة
1991	مصر	1982	الولايات المتحدة الأمريكية
1991	المغرب	1980	كندا
1980	جنوب إفريقيا	1979	اليابان
1988	بنغلادش	1981	فرنسا
1989	الهند	1984	المملكة المتحدة
1989	باكستان	1980	ألمانيا
1979	تايوان	1983	إيطاليا
1979	المكسيك	1980	استراليا
1983	اندونيسيا	1984	نيوزيلندا

المصدر: سعيدي فاطمة الزهراء ، التحرير المالي المكاسب والمخاطر الناتجة عنه ، ص 208

## المبحث الثاني: ماهية وأبعاد العملة المالية

عدت العملة المالية ظاهرة شمولية لها أبعاد سياسية و إقتصادية وثقافية... إلخ ، وعقد التسعينات أظهر لنا مانسميه اليوم العملة المالية ، إذا إزدادت تحركات رؤوس الأموال الدولية بمعدلات فاقت نمو التجارة العالمية .

## المطلب الأول : العملة الإقتصادية :

لقد كثر الحديث عن العملة في السنوات الأخيرة ، وأضحت كعبارة تردد في شتى أنحاء العالم وكظاهرة تشكل محورا رئيسيا يثير الكثير من الإهتمام والحرص على تفسيرها من مختلف جوانبها ، أين تناولها بالحديث الباحثين والخبراء الإقتصاديين والأوساط الجامعية والإعلامية حتى دول العالم نفسها عبر عقد ندوات وملتقيات ومحاضرات

## أولا . مفهوم العملة الإقتصادية :

يمكن تعريف العملة الإقتصادية "GLOBALIZATION ECONOMIC" بأنها تعني تحرر العلاقات الإقتصادية القائمة بين الدول من السياسات والمؤسسات القومية والإتفاقيات المنظمة لها بخضوعها للتقائي لقوى جديدة، أفرزتها التطورات التقنية والإقتصادية ، تعيد تشكيلها وتنظيمها وتنشيطها بشكل طبيعي على مستوى العالم بأكمله كوحدة واحدة ، حيث ظهرت مع بزوغ قوى جديدة عالمية التأثير يعني أنها فوق القومية "SUPERNATIONAL" أي ليس لدولة ما أو لمجموعة دول أي تدخل أو تحكم فيها وأن هذه القوى قد أخضعت جانبا من العلاقات الإقتصادية والمؤسسات القائمة في العالم لتأثيرها التلقائي ، وأنها ستؤدي إلى صياغة جديدة لنظام يحكم العالم كوحدة متكاملة الأجزاء بشكل طبيعي ودون حواجز أوحود ومن ثم فإن العملة تعني أن تصير بلدان العالم المختلفة خاضعة لنظام عالمي مسير بقوانين طبيعية حتمية ، فتتصهر فيه إقتصاديات هذه البلدان بلاسياسات قومية وبما يحقق مصالح الجميع<sup>1</sup>

وهنا تعريف صندوق النقد الدولي للعملة حيث يرى أن العملة الإقتصادية تتمثل في الاعتماد الإقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود ، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم .

ومن الواضح أن صندوق النقد الدولي يركز مرة أخرى في تعريفه على مبدأ الاعتماد المتبادل بين الدول الذي تعتبر الأساس والمحرك للنشاط الاقتصادي نحو بلورة العملة على كافة المستويات والعمليات .

<sup>1</sup>عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل ، العملة وآثارها الاقتصادية على المصارف -نظرة شمولية . ، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا ، عدد 3، ديسمبر 2005، ص ص (10-11)

وهي نتاج مجموعة من الأسباب والخصائص الهامة للنظام الإقتصادي العالمي الجديد ، وتحلياً لظاهرة اقتصادية تتضمن تحرير الأسواق والخصخصة وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي<sup>1</sup>

والمتمتع للتطورات المتلاحقة للعملة الاقتصادية ، يجد أن هناك مجموعة من المتغيرات العالمية التي حدثت كالنمو السريع للمعاملات الدولية الإستثمار الأجنبي والتجارة الدولية ، وهذا يكشف النقاب على أن العملة الاقتصادية تتحد في نوعين رئيسيين هما العملة الإنتاجية والعملة المالية

### ثانيا . العملة الإنتاجية :

أو عملة الانتاج التي تتحقق بدرجة كبيرة من خلال الشركات المتعددة الجنسيات وتقرر أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي، تتبلور من خلال إتجاهين هما : عملة التجارة الدولية ، والإستثمار الأجنبي المباشر<sup>2</sup>

### 1-الإتجاه الأول والخاص بعملة التجارة الدولية :

حيث يلاحظ أن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينات حيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي ، فعلى سبيل المثال زاد معدل التجارة العالمية بحوالي 9% عام 1995 بينما زاد الناتج العالمي بنسبة 5% فقط ، ويلاحظ أن الشركات المتعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد معدل نمو التجارة العالمية بقوة بالإضافة إلى مشاركتها في زيادة الناتج العالمي ، ويضاف إلى ذلك أن 90% من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير ، حيث يزداد تحريرها بشكل متزايد من سنة لأخرى حيث يمكن القول أنه حتى عام 2002 فقد دخل أكثر من 95% من التجارة العالمية في مجال التحرير .

### 2-الإتجاه الثاني والخاص بالإستثمار الأجنبي المباشر :

يلاحظ أن هذا الإتجاه تقوده الشركات المتعددة الجنسيات والتي تمثل في الواقع القوى الفاعلة الرئيسية في تعميق عملة الإنتاج بل أيضا العملة المالية حيث يلاحظ أن معدل نمو الإستثمار الأجنبي المباشر زاد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية حيث كان معدل نمو الإستثمار المباشر يصل متوسطه حوالي 12% خلال عقد التسعينات ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى تزايد دور الشركات المتعددة الجنسيات في إحداث المزيد من العملة والتي تعمل بدورها على تكوين المزيد من التحالفات الإستراتيجية فيما بينها للإحداث المزيد من عملة العمليات في مجال تكنولوجيا والأسواق<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، العملة الإقتصادية (منظماً . شركاها . تداعياها ) ، العدد 1 ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، الإسكندرية مصر ، 2006 ، ص ص (18-20)

<sup>2</sup> رشام كهينة ، واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الإقتصادي العربي ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص اقتصاديات مالية وبنوك ، غير منشورة ، جامعة محمد بوقرة يومرداس الجزائر ، 2008 ، ص 11

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ص ص (44-47)



بحيث شهدت الإستثمارات الأجنبية إرتفاعا ملحوظا على المستوى العالمي عام 2007، إذ ارتفعت بنسبة 40% من عام 2006 ولتصل إلى 1833 مليار دولار ، وهو مستوى يتجاوز المستوى القياسي المسجل عام 2000 ، وقد جاء ذلك على الرغم من الأزمة المالية التي بدأت في النصف الثاني من عام 2007<sup>1</sup>، ويعود هذا الإرتفاع إلى الأداء الإقتصادي العالمي في معظم أنحاء العالم فضلا عن عمليات الإندماج والتملك عبر الحدود التي قامت بها الشركات المتعددة الجنسيات والتي وصل عددها بمحدود 6974 صفقة بلغت قيمتها الإجمالية 880 مليار دولار عام 2006، بمعدل تغير سنوي بلغ 23% عما سجل عام 2005، فضلا عن الصفقات التي تزيد عن مليار دولار حيث سجلت مستوى غير مسبوق له في عام 2007 ، إذ بلغت ما قيمته 1637 مليار دولار ، فضلا عن ارتفاع الأرباح السوقية لأسهمها وكل ذلك زاد من قيمة عمليات الإندماج إذ بلغت 1100 مليار دولار عام 2007 وساهم في تغلب الشركات الأم على مشكلة نقص التمويل بسبب الأزمة 2008.<sup>2</sup>

وللاستدلال على العملة الإنتاجية هنالك عاملين يمكن الإعتماد عليها :

### العامل الأول :

عمل الشركات المتعددة الجنسيات الذي يمكن أن ينتهي أزمات مأساوية كما تلك التي حدثت بالنسبة للعملة المالية وما صاحبها من أزمات أهمها الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا في عام 1997 والتي بدأت من تايلندا و امتدت إلى باقي دول جنوب شرق آسيا

### العامل الثاني :

والمتمثلة في تقسيم العمل الدولي والذي يمكن أن يتضح من خلال التأمل في طبيعة المنتج الصناعي ، حيث أصبحت كل دولة مهما كانت قدراتها وإمكانيتها لاتستطيع أن تتخصص في منتج معين بالكامل والأمثلة على ذلك كثيرة (صناعة السيارات ، الحاسبات )

لقد أصبحت كل دولة متخصصة في إنتاج جزء من السلعة الواحدة الشيء الذي أدى إلى ظهور أنماط جديدة لتقسيم العمل الدولي لم يكن معروفا من قبل.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني : العملة المالية :

تعتبر العملة المالية من أهم أنواع العملة الإقتصادية ، التي تتميز بترباط الأسواق فيما بينها ، حيث تعتبر الأسواق المالية الأكثر تعبيرا عن مفهوم العملة المالية

<sup>1</sup> احسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 89

<sup>2</sup> UNCTAD, World Investment Report 2007, UNITED NATIONS, New York and Geneva, 2007

<sup>3</sup> غالم عبد الله ، العملة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ونبلاء ناشرون وموزعون ، عمان الأردن ، سنة 2014 ، صص(40-41)

أولاً - مفهوم العملة المالية :

تعددت مفاهيم العملة المالية ، وذلك من خلال اختلاف وجهات نظر حولها فمنهم من يعبر عنها بأنها تكامل المالي الدولي *Intégration financière internationale* ومن التعاريف المتداولة:

**التعريف الأول :** العملة المالية هي ظاهرة تتميز بظهور سوق موحد لرؤوس الأموال على الصعيد العالمي وذلك كنتيجة للتحركات الآنية للمعلومات من خلال رفع الرقابة على الصرف وتجانس الخدمات المالية <sup>1</sup>

**التعريف الثاني :** يعرفها الإقتصادي الأمريكي هيلان رأي " Helen ray " بأنها "الإنخفاض في تكاليف المعاملات المالية الدولية ، وإنها الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال بين الدول ومن دون قيود تذكر"

"النتائج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى مايسمي بالإنفتاح المالي الذي أدى إلى إلغاء القيود على حركة الأموال إلى الأسواق المالية العالمية" <sup>2</sup>

**التعريف الثالث :** هي القيام بعمليات التحرير المالي ، وإتجاه نحو الإنفتاح على الأسواق الدولية وتزايد تكامل وإرتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي ، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية

**التعريف الرابع :** زيادة درجة إندماج الأسواق المالية للدول المختلفة ، بحيث تبدو وكأنها سوق مالية واحدة ، تمارس نشاطها على مدار الساعة دون إنقطاع ، وتنظمها قواعد وتشريعات متماثلة ، الأمر الذي يؤثر على إستقلالية السياسات والتشريعات القومية للدول الأعضاء ، ويزيد من تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود <sup>3</sup>.

**تعريف شامل :** هي نتاج عمليات التحرير المالي والتحول إلى مايسمي بالإندماج المالي بين الأسواق المالية الدولية من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ويصبح هناك تماثل في القوانين بين الدول بحيث تصبح حركة التدفقات المالية بين الأسواق تمر بسهولة ويسر.

<sup>1</sup> محمد بن باحان ، العملة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية دراسة حالة الجهاز المصرفي ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة دالي ابراهيم الجزائر ، سنة -2005  
2004، ص 20

<sup>2</sup> حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 43

<sup>3</sup> توفيق خير الدين خليفة خير الله ، العملة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية . دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية مصر ، 2015، ص ص (41-40)

ثانيا . أسس العملة المالية :

إن الوضعية التي أفرزتها التطورات السابقة مهدت في بداية الثمانينات لبروز ظواهر مالية وقانونية غير مسبوقه 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 في نقاط التالية :

## 1- تغيير القوانين والتنظيمات :La déréglementation

وهو أن تقوم البلدان بإلغاء أو تحديد كل القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات والأسواق المالية وإدخال سلسلة كاملة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة ومعدلات الصرف ، والمتمثلة في المشتقات المالية ، إلى جانب تحرير مختلف المعاملات في أسواق الصرف<sup>1</sup> ، وتزامن هذا المبدأ مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال التسيير الحسابات المالية<sup>2</sup> ، بحيث أقرت المنظمة الدولية لهيئات سوق المال (إيسكو IOSCO) ثلاثين مبدأ لتنظيم الأسواق المالية للدول الأعضاء بالمنظمة ، التي تم وضعها على أساس ثلاث أهداف رئيسية<sup>3</sup>:

- ❖ حماية المستثمرين
- ❖ ضمان تحقيق العدالة وتحقيق الكفاءة والشفافية
- ❖ التقليل من المخاطر الناشئة من المعاملات المالية

## 2-عدم الفصل بين مختلف أقسام أسواق رأس المال :Le déchoisonnement

إن الشرط الضروري للعملة المالية ليس فقط في إنفتاح أسواق المال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال وإنما أيضا في إنفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض ويطبق هذا المبدأ على مستويين :

**1-2- المستوى الداخلي :** ويعني إمكانية الانتقال من سوق مالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل ، من التجارية إلى بنوك الأعمال ، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... إلخ من خلال فتح المجال للعمل في كل أقسام السوق المالي وأسواق الصرف

<sup>1</sup> نادية العقون ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (50-51)

<sup>2</sup> مرابض ساعد وأسماء بلميهوب ، العملة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات ، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 22-21 نوفمبر 2006 ، ص 4

<sup>3</sup> Reena Aggarwal ,Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System:Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, **the Brookings-Wharton Financial Services**, 4th Annual Conference , The Brookings Institution, Washington, January 11-12, 2001, P 19

2-2- على المستوى الخارجي : ويعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب ، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية ، بالإضافة للأصول المالية الحكومية

2-3- تقلص دور الوساطة في التمويل **La désintermediation**: وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف والإقراض ، ونقصد بتمويل المباشر ، اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية ( الأسهم والسندات... إلخ) دون المرور عبرالوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر ) فالرشادة الإقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة<sup>1</sup>

### ثالثا -خصائص العملة المالية :<sup>2</sup>

- للعملة جملة من الخصائص نوجزها في مايلي :
- تلعب العملة المالية دورا أساسيا في درجة تعبئة الدول المتخلفة للدول المتقدمة من خلال المديونية الخارجية ، إذ أصبحت تلك الديون أدوات مالية تتداولها البنوك والمؤسسات المالية العالمية
- في ظل العملة المالية ، ظهرت التكتلات المالية العالمية لتسيطر على مصادر التمويل وتوجهها الوجهة التي تخدم مصالح الدول الكبرى ، وأي أن العملة المالية تؤثر على توزيع الإدخار العالمي وتوظيفاته في عالم وحيد القطب
- تسمح العملة للمضاربين بتحقيق أرباح سريعة وكبيرة عبر المضاربة
- استخدام عقود الخيارات والمشتقات المالية على العملات وأسعار الفائدة من أجل التغطية والحماية من الأزمات
- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار ، بدأ من لندن ثم إلى بقية الدول الأوروبية
- إدماج البترودولارات في الإقتصاد العالمي ، بعد إرتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل ، مما زاد في نسبة الأدخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة
- حرية تحرك رؤوس الأموال مما كان شكلها بين دول العالم دون قيد والتي تهدف إلى تحقيق أرباح باستثمارتها في الدول التي هي بحاجة إلى موارد مالية
- تسمح للدول النامية بالحصول على مصادر تمويل من الأسواق المالية الدولية لتغطية العجز الحاصل في المدخرات المحلية ، وهذا ما يسمح لها بزيادة استثماراتها المحلية إضافة إلى إنفتاح هذه الدول
- يمكن الاعتماد على طرق الإستثمار الأخرى كالإستثمارات الأجنبية المباشرة والإستثمارات في الحافظة المالية لتفادي المخاطر الناجمة عن التمويل بواسطة القروض
- الحصول على الأموال بتكاليف منخفضة لوجود المنافسة بين الممولين.

<sup>1</sup> مرابط ساعد وأسماء بلميهوب ، مرجع سبق ذكره، ص ص (4-5)

<sup>2</sup> غالم عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(90-91)

المطلب الثالث : أبعاد العملة المالية :

عرفت الأسواق المالية الدولية تحركاً كبيراً من خلال التداول الكبير والسريع لرؤوس الأموال عبر هذه الأجيال

أولاً . العوامل المساعدة على تطور العملة المالية :

من العوامل التي ساعدت على تطور النشاط المالي وإندماج الأسواق مايلي :

1- إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال :

تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوربية سنة 1958، وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية قامت بإتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال سنة 1959 ثم تبعت الدول الأخرى هذا النظام وهكذا تضاعف عدد الدول التي عمدت إلى إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال ، وهذا العامل قد أدى إلى إندماج الأسواق المالية ، بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الإقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنوع المحفظة المالية للمستثمرين<sup>1</sup>

2-إزالة الحواجز البينية الموجودة بين الأسواق "Décloisonnement des marchés" :

و يعتبر هذا واحد من الشروط الأساسية للعملة المالية ، فهو من جهة انفتاح الأسواق المالية الوطنية نحو الأسواق الأجنبية أو بالأحرى زوال الحواجز الموجودة بين الأسواق الوطنية والأجنبية (كرفع الرقابة عن الصرف ) كذلك فهو من جهة أخرى زوال الحواجز الأسواق الوطنية( الأسواق النقدية و الأسواق المالية وسوق الصرف) وكذا الأسواق الأجل " machés à Terme" ، وكذلك مايسمي بالأسواق المشتقة وبالتالي فإن إختفاء الحواجز البينية سيكون على مستويين :

- بين الأسواق الوطنية والأسواق الخارجية
- الأسواق الوطنية فيما بينها<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، مرجع سبق ذكره ، ص 207

<sup>2</sup> محمد بن باحان ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (20-21)

3- تطور أسواق عملات الأورو الدولية Eurocrrengmarket:

لقد شهدت بداية الستينات تغيرات هيكلية وتطورات في النظم المصرفية المحلية ولم تقتصر أنشطتها المصرفية على الخدمات التقليدية (تسوية المدفوعات وتمويل التجارة الخارجية) إذ سرعان ما بدأت تلك النظم بإنشاء شبكات لها فروع ومكاسب خارج حدود الوطن الأم والعمل في الأسواق الأجنبية (أسواق النقد. تبادل عملات أجنبية. أسواق مالية)<sup>1</sup>

وتعود أهميتها إلى كونها أداة استثمارية طويلة الأجل لمساهمتها في إعادة توزيع المدخرات المتوفرة عالمياً على جميع ومختلف المقترضين من كافة أرجاء العالم حيث توفر عائداً مضموناً وقلّة المخاطر لحاملها، وذات سيولة مرتفعة رغم طول أجال استحقاقها وأصبحت هذه السوق جزءاً لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي<sup>2</sup>

الجدول ( 1-2) : حجم القروض الدولية (1974-1980) مليار دولار :

البيان	1974	1980	معدل النمو %
سوق العملات الأوروبية	187, 4	751, 2	%195
المراكز المغتربة	24	142	%495
اجمالي الإقراض الدولي	289	1012	%350

المصدر: حسن كريم حمزة ، العملة المالية والنمو الاقتصادي ، ص 36

4- نمو سوق السندات اليورو . دولار :

إن إنشاء هذا السوق هو عامل آخر ساهم في دفع عمليات التدويل المالي واتساع نطاقها في عمليات التمويل عبر الحدود الوطنية وتنويعها ، وسوق السندات اليورو دولار الموجود خارج الولايات المتحدة ، فلقد تطور هذا السوق نتيجة زيادة ودائع استعملت في التمويل طويل الأجل حيث أقبلت الحكومات ومؤسساتها إضافة إلى القطاع الخاص المتمثل بالبنوك والشركات المتنوعة للاقتراض منه

وتأتي مساهمة سوق السندات اليورو دولار في اتساع نطاق حركة رؤوس الأموال عبر الحدود وتسريع لظاهرة العملة المالية في مسألتين أولهما تدويل العمل المالي واتساع نطاقه الجغرافي والثاني هو إرساء مبدأ إزالة القيود على التصدير والإستيراد رأس المال ، فهو يعمل خارج قيود السلطات النقدية وبذلك أسهم في دفع عملية التدويل المالي والتحرير المالي بشكل عام<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حسن كريم ، مرجع سبق ذكره ، ص 35

<sup>2</sup> صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص 208

<sup>3</sup> حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ص ص (36-37)

5-تزايد الابتكارات المالية :

حيث بدأ يظهر كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي جذبت كثير من المستثمرين وهو ما أدى إلى نمو العملة المالية، فالمشتقات والمبادلات SWAPS والمستقبليات Futures والخيارات options كلها تتطور بسرعة وتعمق العملة المالية حيث سمحت هذه الابتكارات المالية مساحة كبيرة وواسعة من الخيارات أمام المستثمرين في مجال إتخاذ قراراتهم الإستثمارية<sup>1</sup>

كما أنها تلعب دورا بالغ الأهمية في تحقيق التقارب بين مختلف الأسواق المالية وقد ظهرت هذه الأدوات الجديدة تحت تأثير عاملين هما :

**العامل الأول :** الإضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي بعد الإلتجاه نحو تعويم أسعار الصرف العملات وأسعار الفائدة حيث باتت الضرورة ملحة إلى ظهور تلك الابتكارات الحامية للمستثمرين ، ومواجهة التقلبات الحادثة في أسعار الصرف الأجنبي و أسعار الفائدة ، وقد أشار البعض في هذا الخصوص إلى "أن الحصيلة المدهشة لهذه الأدوات تكمن في أنها جردت الشراء الفعلي للأوراق المالية أو العملات الأجنبية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف وأسعار الأسهم ، وكذلك من مخاطر عدم إمكانية تسديد الفوائد المرتفعة إلى أن تحولت المخاطر نفسها إلى سلعة متداولة في الأسواق "

**العامل الثاني :** المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لسيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق فستخدمت هذه الأدوات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة بما يتوفر للمستثمرين من إمكانية تغير مراكزهم المالية بسرعة في حال حدوث تطورات أو توقعات جديدة<sup>2</sup>

6- التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي :

إتجهت الدول النامية نحو تحرير القطاع المالي المصرفي وعمدت كثير من هذه الدول إلى توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة وخفضت من نسب الإحتياطي القانوني ، عملت على حوصصة البنوك و شركات التأمين وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي والدولي للأوراق المالية ، مما أدى إلى إدماج السوق المالية المحلية في السوق المالية العالمية وتسارع حركية العملة

7- التطور التكنولوجي وإنخفاض تكاليف النقل والإتصالات :

خلال نصف الثاني من السبعينات والثمانينات شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة والتي نتجت عنها ثورة أخرى في عالم الإتصالات والإعلام الألي والمعلومات والبرامج مما ساعد على تطوير الإندماج لأسواق المال الدولية وتسارع حركة العملة كما حدث إنخفاض كبير في تكلفة النقل والإتصالات ، فانخفضت تكلفة المكالمات الهاتفية بحوالي 60مرة منذ عام 1930، وكذلك

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، العملة الإقتصادية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية مصر ، 2008 ، ص 63

<sup>2</sup> شذا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ( 2-2)

انخفضت تكلفة النقل بين الدول المختلفة نتيجة للتطور التكنولوجي وكان لظهور الفاكس وشيكات والكمبيوتر المساهمة في تذليل عقبة الحدود الجغرافية ، فأصبح بالإمكان لملايير الدولارات أو أي من العملات الأخرى أن تتجاوز الحدود في دقائق معدودة وهكذا فإن التطور التكنولوجي المذهل وسهولة تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة<sup>1</sup>

## 8- الخصخصة Privatization:

لعبت خصخصة مؤسسات القطاع العام دورا هاما في توسيع نطاق العملة المالية ، وبخاصة في ضوء تزايد عمليات التحرير المالي المحلي والدولي ، في الدول التي توجد بها برامج واسعة للخصخصة والتي سمحت للأجانب بإمتلاك هذه المؤسسات أو المساهمة في ملكيتها ، ومن هنا تبرز علاقة وثيقة بين زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى بعض الأسواق المالية وبرامج الخصخصة الموجودة في بلاد هذه الأسواق<sup>2</sup>

فالمهوم الشامل والواسع يشير إلى وجود قيود على دور الحكومة أو بعض سياساتها وذلك لزيادة قوى السوق ، فضلا عن كل ماسبق فإن عملية الخصخصة يمكن أن تؤدي إلى تغطية العجز في ميزان المدفوعات الذي بدأت تعاني منه العديد من الدول وخاصة النامية ، وبسبب الخسائر المتتالية في قطاعاتها العامة ، وإنخفاض مواردها مما قادها إلى بيع الموجودات الحكومية لغرض الحصول على الموارد أولا ، وتقليل الكلفة المرتفعة ثانيا .

إن المشكلة التي واجهتها الدول النامية هي في كيفية تنفيذ عمليات الخصخصة ولم تعان منها الدول المتقدمة من هذه المشكلة لأنها تمتلك أدوات وتقنيات متطورة وأهمها النظم المالية المتطورة من مؤسسات مالية أولا وأسواق للأوراق المالية ثانيا، حيث برزت المشكلة لدى الدول النامية لأنها تفتقر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية.<sup>3</sup>

## ثانيا . مظاهر العملة المالية :

هناك مظاهر كثير للعملة نذكر منها :

## 1- ظاهرة التجديد المالي Financial innovation:

تعرضت الأسواق المالية بوجه عام لدرجة من عدم إستقرار على المستوى الإقليمي والعالمي في السنوات الماضية مما أوجد حافز رئيسيا على عملية التجديد المالي لمواجهة المخاطر المالية المختلفة من جراء انخفاض أو إرتفاع معدلات الفائدة ومعدلات الصرف من ثم إرتفاع درجة عدم التأكد في مجال الأسواق المالية ويقصد بظاهرة التجديد المالي ابتكار مجموعة متنوعة من الأدوات

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، مرجع سبق ذكره

<sup>2</sup> ساو كهيبة ، ترابط الأسواق المالية وإنعكاسها على بلدان العالم الثالث ، مذكرة ماجستير تخصص علوم اقتصادية فرع نقود ومالية ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، -2001 ص 148

<sup>3</sup> سرمد كوكب الجميل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (51-52)



المالية والمصرفية وتضفي هذه الأدوات صفة توافقية على متطلبات المدخرين و المستثمرين من حيث تقليل درجة عدم التأكد ومواجهة المخاطر المالية المحتملة ومن أهم مظاهر التجديد المالي هو ابتكار أنواع جديدة من الأوراق المالية وابتكار طرق وأساليب جديدة لإدارة عمليات المالية بأسواق العالم المختلفة من خلال التغير التكنولوجي وثورة المعلومات ، بالإضافة إلى ظاهرة التوريق المالي والتي تعني تحويل الأصول مالية غير سائلة (ديون) إلى أدوات لسوق رأس المال قابل للتداول

## 2- ظاهرة الإندماج المالي الدولي :

يقصد بالإندماج الدولي إندماج الأسواق العالمية بمعنى تجاوز الحواجز الجغرافية والسياسية والإقتصادية والثقافية التي تقف عائقاً أمام عمليات التبادل العالمي للسلع والأموال ولقد ترتب على إزالة القيود التشريعية والتنظيمية والرقابية على التعاملات المالية بالأسواق الدولية والتطورات الحديثة في تقنيات معالجة المعلومات المالية وابتكار الوسائل والأدوات المالية المتنوعة لمواجهة المخاطر المالية المحتملة . ترتب عن ذلك . اتجاه الأسواق المالية إلى تكامل بل إلى الوحدة المالية كقطاع شبه منفصل عن بقية قطاعات النشاط الإقتصادي في غالبية الأسواق المالية بالدول المتقدمة والصاعدة<sup>1</sup>

مع بروز ظاهرة جديدة في النظام المالي الدولي هي إندماج الأسواق المالية والذي يمكن الإستدلال عليه من خلال شدة الإرتباط بين مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق الدولية ، وكذلك من خلال شدة إرتباط بين أسعار الفائدة طويلة الأجل فيما بين أسواق السندات الدولية<sup>2</sup>

## 3- تطور ظاهرة التدويل :

تعد بداية السبعينات بمثابة نقطة تحول مهمة في الفكر الإقتصادي أولاً ، وفي مسيرة العملة المالية ثانياً ، لإرتباطها بمجموعة هامة من المتغيرات الإقتصادية والمتمثلة بأهمييار نظام (بروتون وودز ) والدخول بمرحلة تعويم أسعار الصرف ، الفوائض المالية المتجمعة لدى الدول الأوروبية واليابان كسوق العملات الأوروبية والفوائض النفطية نتيجة أسعار النفط لعامي 1973 و 1978 ، ودخول الإقتصاديات الأوروبية مرحلة التضخم الركودي "Stagflation" كل هذه العوامل وجدت حلولها بنهاية عصر الكبح المالي وظهور التحرر المالي financial liberalization وتشير الدراسات إلى التحولات الهامة في النظام المالي العالمي وبالتحديد في نمط التمويل الدولي بعد تفجر أزمة المديونية عام 1982 ، إذا إزدادت الأهمية النسبية للـ \*FPI والـ \*\*FDI من إجمالي مصادر التمويل الدولي فقد إرتفعت تدفقات الـ FDI العالمية فبعد أن كانت بالمتوسط للفترة (1981-1985)

<sup>1</sup> ياسر محمد جاد الله ، سيد إبراهيم عبد الفضيل ، الأفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العملة الإقتصادية ، مؤتمر الأسواق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، 2006 ، ص (5-6)

\*FPI الإستثمار الأجنبي غير مباشر

\*\*FDI الإستثمار الأجنبي المباشر

<sup>2</sup> حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 122

بمقدار 8, 75 مليار دولار ارتفعت إلى 5, 153 مليار دولار كمتوسط للفترة (1986-1990) ثم إزدادت ليصل إلى 1388 مليار دولار عام<sup>1</sup> 2000

#### 4- تزايد حجم رؤوس الأموال :

ساعدت عوامل العملة المالية والتحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال إلى إندماج أسواق المال العالمية وبالتالي فالأسواق التي حققت درجة أكبر من الإندماج شهدت قدرا كبيرا من التدفقات للإفادة من مزايا التنويع في الأصول والمحافظ المالية<sup>2</sup>

لقد ساهم التزايد الكبير في حجم رؤوس الأموال والمعاملات الدولية سواء كانت لـ\*\*FDI أو لـ\*FPI ودرجة أصبحت القوة المحركة لجوهر الإقتصاد العالمي ، فالزيادة واضحة من خلال حجم التداول في الأسواق المالية الدولية فبعد أن كانت بما يقارب 6 مليار دولار في بداية الثمانينات ارتفعت إلى 820 مليار دولار عام 1992 لتصل إلى 4500 مليار دولار يوميا في عام 1999.<sup>3</sup>

#### 5- المستثمرون المؤسساتيون :

يمثل المستثمرون في المؤسسات عمومية أو خاصة (البنوك ، شركات التأمين ، صناديق التقاعد والمعاشات ، ... إلخ ) والتي تقوم بتسيير إدخار جماعي ومن ثم فهي تراقب كميات معتبرة من رؤوس الأموال ، ويرجع (D plihon) عملية تجميع الإدخارات قصد تسييرها بصفة جماعية إلى إقتصديات السلم التي قد تسجل ، ومن ثم رفع مردودية رؤوس الأموال المدخرة وبالرغم أن التحركات الدولية لرؤوس الأموال تنتج أساسا عن تعاملات ثلاث أصناف من المتعاملين ((بنوك ، شركات ، مستثمرون مؤسساتيون )) فإن المستثمرون المؤسساتيون هم الأهم لاسيما بالنظر إلى حجم الكبير نسبيا لرؤوس الأموال التي يتسببون في تحركاتها هذا ويتضمن مفهوم المستثمرون المؤسساتيون صناديق التقاعد والمعاشات ، شركات التأمين ، صناديق الاستثمار وأقسام الأعمال في البنوك

#### 5-1-صناديق التقاعد والمعاشات ( Fonds des pensions )

وهي هيئات تقوم بجمع الإدخار العائلات واشتركت أو مساهمات أرباب العمل وذلك في إطار نظام التقاعد عن طريق الرسمة (Retraite- par capitalisation) \_، ويعتبر (F Teulon) أن تنشأة صناديق التقاعد والمعاشات ( لاسيما في بداية الخمسينيات ) من القرن الماضي تعتبر المنطلق للإدخار الجماعي وتسييره ، هذه المدخرات التي توجه في الغالب إلى التوظيف في الأسواق المالية .

<sup>1</sup> المرجع السابق ذكر ، ص ص (38-40)

<sup>2</sup> ياسر محمد جاد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 8

<sup>3</sup> حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 27

5-2- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة :

وهي هيئات تقوم بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، حيث انتقلت حوافظها من 1800 مليار دولار سنة 1988 إلى 3000 مليار دولار في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1993

5-3- صناديق المضاربة :

هي صناديق مضاربة للإستثمارات ، حيث تستعمل تقنيات قصد الحصول على ما يعرف بأثر "الرافعة المالية "

(Effet de levier) تتدخل هذه الصناديق في مختلف الأسواق (مواد أولية ، أسهم ، سندات ، عملات ... إلخ) وهي تفضل التسيير على المدى القصير وسيولة الأصول المملوكة ، ومن ثم تقول أن الغرض الأساسي لهذه الصناديق هي المضاربة والتي كما عرفها (N kaldor) هي عملية شراء (أو بيع ) أصل أو سلعة ما مع رغبة (أو إعادة شرائه ) لاحقا بحيث تتم هذه العملية مع أمل التغير في الأسعار ، أي قصد الإستفادة من فارق الأسعار وليس الاستفادة من إستعمال الأصل أو السلعة المعنية أو تحويلها ، أو الإنتقال من سوق لأخرى .

6- الأسواق المشتقة les marché dérives :

هي عبارة عن أسواق تتداول عقود تتعلق بفترة مستقبلية، وتكون قيمتها تابعة أو "مشتقة " من قيمة أصل أو مؤشر ما يكون متعامل ومفاوض به في إطار عملية عاجلة ( موارد مالية، عملات، أصول مالية ) والتي عادة ماتعرف بالأصول أو المؤشرات الأساسية أو المخفية وتسمح المنتجات المشتقة بالقيام بعمليات المضاربة ، التحكيم والتغطية في العمليات المتعلقة بالسلع والأصول المالية ، وهناك نوعين من الأسواق المشتقة

النوع الأول : الأسواق المنظمة Marchés organisés :

تتميز العقود أو المنتجات المشتقة المتداولة في هذه الأسواق بكونها معبرة (أي أنها تخضع لمعيار واحد ) وموحد الصفات لاسيما فيما يخص مبالغ العمليات وأجلها ، كما تتميز هذه الأسواق بكونها مؤطرة من طرف غرفة المقاصة والتي تضم العمليات التي تتضمن دوما وجود مقابل وتراقب مدى مطابقة العمليات مع الأنظمة السياسية المفعول ، كما أن الوسطاء المتعاملون فقط المسموح لهم بالتدخل في هذه الأسواق لحسابهم أو لحسابات زبائنهم

ويهدف الرفع من مستوى الحماية التي توفرها الأسواق المنظمة ، ويفرض على المتدخلين وضع ودیعة ضمان ، ويعتبر (F teulon) أن الأسواق المزودة بغرف مقاصة توفر للمستثمرين سيولة كبيرة للعمليات وذلك لسببين :

- وجود عدد كبير من المتدخلين بحيث يصبح تأثير كل واحد منهم على الأسعار مهما و هو مايسهل عمليات الخوج من السوق

- هناك مقابل للعمليات لاسيما بوجود غرفة المقاصة

### النوع الثاني : الأسواق بالتراضي **Marchés de gré a'gré**:

تكون المنتجات هنا أو العقود غير معبرة وغير موحدة الموصفات بل تتبع إحتياجات المستثمرين لكن وإن كانت هذه الأسواق توفر مبالغ وآجال تستجيب لإحتياجات المستثمرين بينما من جهة أخرى فهي تتضمن وجود خطر المقابل ، لا بد أن نشير هنا إلى غياب غرفة المقاصة في الأسواق التراضي ، فالمتداولون يتعاملون فيها بصفة مباشرة الأمر الذي ينجر عنه الخطر في المقابل ، فالعمليات في هذه الأسواق لاتخضع لأي رقابة ، ولايفرض فيها وضع وديعة ضمان ، وبالتالي فإن مقارنة هذه الأسواق بالأسواق المنظمة ، فبالرغم من أنها قد توفر عمليات أنسب إلا أنها تتضمن مخاطر أكبر<sup>1</sup>.

### ثالثا -مراحل العملة المالية :

إذا كان للعملة الإقتصادية جذور تمتد إلى القرن الخامس عشر حسب العديد من الدراسات ومنها نموذج "رونالد روبلسون" مع الزيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فإن العملة المالية حديثة النشأة نسبيا، فعملها لا يتجاوز الأربعين سنة على أكثر تقديرا ومهما يكن فقد مرت العملة المالية بالمراحل التالية :

### 1-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر<sup>2</sup>:

استمرت هذه المرحلة من 1960 حتى سنة 1979 وتميزت بمايلي :

- تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة
- ظهور وتوسع أسواق "الأوردولار" ، بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوربية
- سيطرت البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية ، أي التمويل بواسطة التمويل المباشر أو التمويل غير مباشر
- انخيار نظام الصرف الثابت ، مع نهاية عشرية الستينات لسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنيه الإسترليني والدولار )
- انخيار نظام " بروتن وودز " في أوت 1971 وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب ، مما مهد نظام أسعار الصرف المرنة ، وبذلك ظهرت أسواق الصرف المعروفة اليوم .
- إدماج " البترو دولار " في الإقتصاد العالمي بعد الإرتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فافت احتياجاتها من التمويل
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية
- بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث

<sup>1</sup> عبو هودة ، آثار العملة المالية على الإستثمار الأجنبي المباشر " دراسة حالة الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2006" ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، تخصص علوم التسير ، جامعة حسنية بن بوعللي شلف ، 2008، ص ص (14-16)

<sup>2</sup> محفوظ جبار ، العملة المالية وانعكاسات على الدول المتخلفة ، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد 7، جامعة باتنة ، ديسمبر 2002، ص 185

- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة

## 2-مرحلة التحرير المالي :<sup>1</sup>

تزامنت هذه المرحلة مع وصول " مارقرت تاتشر " إلى الحكم في بريطانيا وتولي " بول فولكر " رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ، وهما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية والمالية على المستويين الوطني والعالمي ، وإمتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 وتميزت بمايلي :

- رفع الرقابة على الحركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة ، وبذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولا وخروجاً ، واعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية الإنتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي
- التوسع الكبير في أسواق السندات (30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالمياً) وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود ، والشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانيتها عن طريق الإصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية لاسيما سندات الخزينة ، وسميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية
- توسيع وتعميق الإيداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإيداع العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة
- توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الإيداع ، وهي صناديق تتوفر على الأموال ضخمة هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية

## 3-مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة<sup>2</sup> :

امتدت هذه المرحلة من 1986 حتى الآن وتميزت بمايلي :

- تحرير أسواق الأسهم ، فقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم " big bang " وتبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمها ، مما يسمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات
- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام والأخير في المشوار العملة المالية

<sup>1</sup> Michel Aglietta ,AntonBrender , Virginie coudert , **Globalisation Financière - l'aventure obligée** , Ed economica , Paris ,1990 , P P (15-14)

<sup>2</sup> محفوظ جبار ، مرجع سبق ذكره ، ص 190

- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايين من الدولارات من الخسائر ، وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية لاسيما الولايات المتحدة
- زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحد ، وذلك باستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشبكة التعامل العالمية ، بحيث أصبح بإمكان المستثمر الياباني شراء الأدوات المالية التي يرغب في الإستثمار فيها من الولايات المتحدة باستعمال أطراف الحاسوب في اليابان بكل سهولة ، أكثر من هذا قد تكون تلك الأدوات مدرجة في البورصات اليابانية وهكذا بالنسبة للمستثمر الأمريكي أو البريطاني أو الألماني
- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة
- توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية وتغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون والتنمية "OCDE"
- ومهما تكن مراحل العملة المالية فإن هذه الظاهرة انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول من بعيد ومن قريب ، وبذلك أصبح العالم فعلا قرية صغيرة يتم فيه نقل الملايين من الدولارات من أقصى شرق الكرة الأرضية إلى أقصى غربها في ثوان معدودة بإعطاء بعض الأوامر إلى الكمبيوتر ، وهكذا سيطرت الدائرة المالية على الإقتصاد العالمي في الوقت القصير نسبيا

المبحث الثالث : مؤشرات وإفرازات العملة المالية :

نتج عن تقدم الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات إمكانية الربط الدولي شبه ألي للأسواق المالية ، مما يمكن من سرعة شراء والبيع للأسهم والسندات و ثم إنتقال الاموال ، ولكن سرعان مآدى ذلك إلى تقلبات المتعلقة بالتدفقات المالية وما تؤدي إليه وبالتالي فإن هناك مؤشرات وآثار ناجمة عن العملة المالية التي تلقي بظلالها على دول العالم

المطلب الأول : مؤشرات العملة المالية :

ففي العقد الأخير من القرن المنصرم ، على وجه الخصوص ، أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطا وتكاملا حيث قفزت التدفقات المالية بين الأسواق المالية قفزه هائلة ويكفي للدلالة على ذلك أن تتبع مؤشرين :

المؤشر الأول : تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في البلدان الصناعية المتقدمة :

تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات في البلدان الصناعية المتقدمة كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه البلدان عام 1980 فإذا بما قفز إلى مايزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا عام 1996 وإلى مايزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في ذات العام<sup>1</sup>

الجدول (1-3) تطور حجم المعاملات الدولية في الأسهم والسندات بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1997-1975)

الوحدة: بالنسبة المئوية

السنوات البلدان	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
الولايات المتحدة الأمريكية	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	160	213
اليابان	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	79	96
ألمانيا	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	199	253
فرنسا <sup>2</sup>	-	5	21	52	54	79	122	187	197	187	258	313
إيطاليا	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	470	672
كندا	3	9	27	55	65	83	114	153	208	189	251	358

المصدر: غالم عبد الله ، العملة المالية والأنظمة المصرفية ، 2014 ، ص 79

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 19  
<sup>2</sup> لا تتوفر معلومة عن نسبة في سنة 1975 في فرنسا

في بداية السبعينات ، بدأ إلغاء القيود المشددة نسبيا على تحركات رؤوس الأموال الدولية التي كانت مفروضة في عدد كبير من البلدان الصناعية ، ومضت عمليات التحرير بصفة متدرجة .

وامتدت حتى التسعينات ، وتزامن إلغاء القيود على رأس المال والصرف مع فترة ازداد فيها تحرير الأسواق المالية المحلية وظهور الابتكارات المالية واسعة النطاق ، وأدى تحرير الأسواق المالية بالإضافة إلى انخفاض تكاليف المعاملات وظهور أدوات مالية جديدة إلى النمو كبير في المعاملات المالية الخارجية<sup>1</sup> ، فنجد أن هذه المعاملات الخارجية في تلك الأدوات في فترة السبعينات إلى بداية الثمانينات في الدول المتقدمة خصوصا كانت تمثل ما نسبته أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>، حيث بلغت الزيادة بأكثر من ثلاث أضعاف بين النصف الأول من الثمانينات والنصف الثاني من التسعينات<sup>3</sup>

فنجده تصل في تلك الدول في سنة 1996 إلى ما يزيد عن 200% حيث بلغت في الولايات المتحدة ب 213% وفي ألمانيا ب 253%، وعلى ما يزيد عن 300% في كل من فرنسا وكندا ، في حين بلغت بما يزيد عن 600% في إيطاليا من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 672%<sup>4</sup>.

وفيما يخص تطور طرح الأسهم والسندات عالميا حيث نلاحظ أن أسواق الدول الصناعية المتقدمة (أمريكا . اليابان . ألمانيا . فرنسا . بريطانيا . كندا ) للفترة (1990-2006)، فنجد أن تلك الحركة سارت باتجاه تصاعدي واضح في أغلب الدول بالنسبة لأسواق الأسهم والسندات ، سواء كانت الداخلة منها أو الخارجة ، وإن كان ذلك يدل على دور الإستثمار الغير مباشر في تعميق ظاهرة العملة المالية وإتساعها من جهة ونمو أسواق أخرى (أسواق المشتقات ) من جهة أخرى، ونلاحظ تفوق عمليات طرح الأسهم والسندات في السوق الأمريكية على بقية أسواق الدول المتقدمة حيث نجدها تصل إلى 3, 5838 مليار دولار عام 2006، وهي تزيد بما يقارب الضعف على حركة الأسهم والسندات في السوق البريطانية باعتبارها أقرب دولة من حيث قيمة الإصدارات ، وكذلك نلاحظ تحول في عملية الإصدار في السوق الأمريكي نحو المزيد في إصدار الأسهم للفترة (2000\_2006) وهو عكس الفترة السابقة (1990-2000) عندما كانت غلبة الإصدارات السندات خلال العقد الأخير في القرن الماضي<sup>5</sup>.

### المؤشر الثاني : تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي :

فإن الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد إرتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 2, 1 تريليون دولار أمريكي في عام 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الإحتياجات

<sup>1</sup> سابو كهينة ، مرجع سبق ذكره ، ص 149

<sup>2</sup> حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 48

<sup>3</sup> سابو كهينة ، مرجع سبق ذكره ، ص 150

<sup>4</sup> من إعداد الباحث بناء على المعطيات الجدول

<sup>5</sup> حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره، ص 122، ص 126



الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام<sup>1</sup>

جدول (1-4) حجم ونسب الموجودات المالية (تريليون دولار %)

2007						2001						الدولة أو المنطقة
الناتج المحلي الإجمالي	قيمة الأسهم	أوراق الدين	الموجودات المصرفية	إجمالي موجودات مصرفية	نسبتها إلى الناتج	أوراق الدين	الموجودات المصرفية	إجمالي الموجودات المصرفية	نسبتها إلى الناتج	قيمة الأسهم	الناتج المحلي الإجمالي	
440%	241,1	95,8	80,4	65,1	54,8	484%	150,1	79,4	41,8	28,9	31,0	العالم
558%	68,1	35,1	23,0	10,0	12,2	625%	38,3	24,5	9,5	4,3	6,1	منطقة اليورو
445%	61,4	11,2	30,3	19,9	13,8	540%	54,5	22,2	18,5	13,8	10,1	أمريكا
547%	24,0	10,1	9,2	4,7	4,4	519%	21,6	12,4	6,9	2,3	4,2	اليابان
690%	19,3	11,7	3,9	3,9	2,8	772%	11	7,1	1,7	1,9	1,4	بريطانيا
272%	47,0	18,3	21,0	21,0	17,3	243%	14,4	10,1	2,3	2,0	7,2	البلدان لناهضة

المصدر: حسن كرم حمزة ، العملة المالية والنمو الإقتصادي ، ص 47

تشير البيانات الموجودات في الجدول (1-4) إلى أن حجم الموجودات المالية في العالم إرتفع من 55 تريليون دولار عام 1980 إلى 150 تريليون دولار عام 2001 ثم إلى 241 تريليون دولار عام 2007 ومثل مانسبه (109- 484-440) % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي على التوالي ، لقد تجاوزت الموجودات المالية حدود تحمل الإقتصاد الحقيقي وقد يكون عدم التناسب هذا هو أحد أسباب الأزمة الحالية وكانت حصة الولايات المتحدة الأمريكية واليابان والإتحاد الأوربي 67% عام 2001 إنخفضت إلى 63% عام 2007 من الموجودات المالية وكانت نسبة الإنخفاض في حصة أمريكا من 36,3% إلى 25,5% لنفس الفترة، حين إرتفعت حصة مجموعة البلدان الناهضة من 9,6% إلى 19,5% وهذه التحولات الكبيرة تفرض نفسها على الترتيبات الدولية الجديدة<sup>2</sup>

#### المطلب الثاني : إفرزات العملة المالية :

لقد سبق أن قلنا أن العملة المالية هي تبلور نظام مالي دولي والذي من شأنه العمل على تخصيص رؤوس الأموال لاسيما بالتحام مختلف الأسواق الوطنية لتشكيل سوق مالي دولية ، وقد ينجر عن هذا جملة من النتائج الإيجابية والسلبية على العلاقات المالية والإقتصادية الدولية

<sup>1</sup> عبد المطلب عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (49-51)

<sup>2</sup> حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (46-47)

## أولا - الآثار الإيجابية للعملة المالية

## 1- مزايا العملة المالية على الدول النامية :

يبرز بعض الإقتصاديين أنصار التحرير المالي ضرورة اندماج الدول النامية ضمن حركية العملة المالية للإستفادة من مكاسب المتوقعة لعمليات الإنفتاح المالي للأنظمة المالية القطرية على الإقتصاد العالمي ، ويمكن ذكر أهم المكاسب فيمايلي :

## 1-1- تطوير الأنظمة المالية :

لاشك أن لإنفتاح الأسواق المالية على الخارج دورا كبيرا في زيادة فعالية وأداء الأسواق بصفة عامة ، من خلال دخول الأجانب للإستثمار في حوافضها المالية مما يتيح تدفقات أكبر لرؤوس الأموال عبر الحدود الشيء الذي يزيد من حركية السوق ككل ، كما أن الإحتكاك المباشر مع المستثمرين دوليين على درجة عالية من الخبرة في ميدان الإستثمار المالي ، سيسمح بنقل الكثير من التقنيات والخبرات المتراكمة في الأسواق المتقدمة إلى ممارسة بفعالية في الأسواق الناشئة ، والحقيقة أن عمليات استيراد الخبرات لاتتعلق فقط بالدول النامية ولكن حتي الدول الأوروبية ، ولكل دول العالم تقريبا أصبحت مجبرة على الإستفادة من التجارب الناجحة في البلدان المتقدمة ، وإعتماد أساليب نشاط الأسواق المالية خاصة الأمريكية منها نظرا لما تتمتع به السوق الأمريكية من إنتعاش وتطور

## 1-2 فعالية أكبر للإدخار العالمي :

لابد أن يتضمن التحرير الدولي لأسواق رؤوس الأموال تخصيصا أمثل للموارد بفضل توسيع أصناف الأدوات المالية، السيولة المتزايدة للأسواق ، السرعة القياسية لنقل المعلومات واستخدامها في تحديد أسعار الأصول المالية المختلفة أيضا بفضل انخفاض تكاليف التمويل ، نظرا لاشتداد المنافسة بين المؤسسات المالية المختلفة وإزدهار التقنيات المالية المباشرة ، وهذا سيسمح من ناحية أخرى بالتمويل برؤوس أموال الخارجية لمشاريع يكون معدل مردوديتها أعلى ، وبالنسبة للأسواق الناشئة كانت تدفقات رؤوس الأموال الداخلية حتى أزمة 1997. قوية ، حيث سمحت بسد النقص في الإدخار الداخلي ، وبضمان تمويل الإستثمارات الضرورية<sup>1</sup> وسوف تؤدي آليات سوق التي تركز عليها أسعار الفائدة حقيقية إيجابية دون مغلاة ، وبالتالي ستزيد ودائع البنوك بعد أن تتنافس في جذب المدخرات التي كانت تتجه بعيدا عن القطاع المالي ، وفي الأخير سينعكس هذا الأثر في زيادة معدلات الإدخار وتحسن إنتاجية الإقتصاد ككل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نبيل حمادي ، أثر العملة المالية على سيادة الدول النامية ، جامعة المدية ، ص 3، من الموقع :WWW.UINIV-MEDEA.DZ...NOUVEAU

SYSTEME2009، تاريخ النحميل: 2014-05-15

<sup>2</sup> سابو كهنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 155

3-1. تنوع متزايد للأصول المالية :

يحتل تنوع الأصول المالية أهمية خاصة بالنسبة إلى المستثمرين في المحافظ حيث يعتبر التنوع من العناصر الأساسية في استراتيجية الإستثمار الدولي ، وحسب النظرية المشهورة لتسيير المحفظة المالية فإن إكتساب محفظة مالية متنوعة يشكل أحد الاستراتيجيات تقليل المخاطر ، والميزة الرئيسية للأسواق الناشئة هي درجة إرتباطها الضعيف مع الأسواق المتقدمة مما يخدم مبدأ التنوع<sup>1</sup>

4-1- تخفيض عملية الإستدانة الخارجية :

تسعى العملة إلى تخفيض الإستدانة الخارجية بما تؤدي إلى وصول البلاد النامية إلى أسواق المال الخاصة العالمية ، فمع نمو تدفقات رؤوس الأموال الخاصة كالإستثمارات الأجنبية المباشرة وإستثمار المحافظ المالية ، وتتخلى الدول النامية عن القروض المصرفية والقروض الحكومية ،<sup>2</sup> وتخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الإقتصاديين<sup>3</sup>

5-1- إجتذاب رؤوس الأموال المقيمين من الخارج :

توفير برامج أوتوسيع الخصخصة نتيجة إجراءات التحرير المالي سوف يخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص وبالتالي ستؤدي إلى إجتذاب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال التي يحتفظ بها المقيمين بالخارج<sup>4</sup> وتؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المصرفي والمالي وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص إلى الحد من ظاهرة هروب رؤوس الاموال إلى الخارج<sup>5</sup>

6-1- زيادة من الإحتياطات الدولية :

تسعى العملة المالية تحقيق زيادة في تدفقات العملات الأجنبية إلى الداخل بتكوين مستويات عالية من الإحتياطات الدولية ، وهي الإحتياطات التي عادة ماتكون قد استخدمت لتغطية أعباء الديون الخارجية ووصلت إلى مستويات متدنية<sup>6</sup> ونظرا لأن تكوين هذه الإحتياطات عند مستويات ملائمة وآمنة تعد أحد أهم عناصر الجدارة الإئتمانية للبلد في الأسواق المالية الدولية ، فإن العملة المالية تنطوي هنا على ميزة هامة<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نبيل حمادي ، مرجع سبق ذكره، ص ص (3-4)

<sup>2</sup> سابو كهنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 155

<sup>3</sup> محمد صفوت قابل ، الدول النامية والعملة ، طبعة الأولى ، الدار الجامعية ، إسكندرية مصر ، سنة 2003-2004، ص 147

<sup>4</sup> سابو كهنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 155

<sup>5</sup> محمد صفوت قابل ، مرجع سبق ذكره ، ص 147

<sup>6</sup> سابو كهنية ، مرجع سبق ذكره ، ص 147

## 2- مزايا العملة المالية على الدول المتقدمة :

تسمح العملة المالية للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال (وهي في الغالب الدول الصناعية الكبرى) بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائضها المتراكمة وتوفر ضمانات لأصحاب هذه الأموال وتنوعا ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين الأسواق المختلفة<sup>2</sup>

كما سمحت العملة المالية بتحرير التجارة الدولية وزيادة النمو الإقتصادي، ووفرت القروض الكبرى أمام الشركات المتعددة الجنسيات ساعدتها في تدعيم توسعها في مختلف أنحاء العالم، وأتاحت لها فرصة تمويل استثماراتها من أسواق رأس المال المحلية في بلاد التي تعمل فيها، وساهمت العملة المالية في رفع معدل العائد الذي أصبحت تحققه الإستثمارات الأجنبية المباشرة خارج حدودها الوطنية<sup>3</sup>

يرى (D. plihon) أن معظم التحركات الدولية لرؤوس الأموال تتم بين الدول المصنعة أساسا، خاصة بعد أزمة المديونية، بل أكثر من هذا فالدول السائرة في طريق النمو تحول رؤوس أموالها نحو الدول الصناعية لتسديد خدمة ديونها أكثر مما تلقاه هي من دول الصناعية.

إن عملية الأسندة هي عملية توزيع القرض على عدة ممولين قصد تغطية ومن ثم فمن شأنها الرفع من درجة سيولة النظام البنكي الدولي، كما تشير (D. Flouzat) دائما، أن ارتفاع حجم الأصول المالية المتداولة من شأنه تسهيل وتسريع عملية إنتشار تأثيرات تغيرات أسعار الفائدة في نظام المالي الأمر الذي يرفع من فعالية سياسة سعر الفائدة، ويمكن القول أن عملية الأسندة قد سمحت بتوسيع مجال الأعوان الإقتصاديين الذي من شأنهم تقديم رؤوس أموالهم وإدخاراتهم، والتي ستتحول إلى موارد للتمويل، فقد رفعت هذه العملية من قدرة النظام المالي على تعبئة مختلف الموارد المالية المتوفرة، كما سمحت أيضا بتوفير إمكانية تنويع المحافظ من الأصول الدولية الأمر الذي يعتبر أفضل طريقة للحصول على مردودية أعلى مقابل درجة مخاطر معينة<sup>4</sup>

إن زيادة درجة العملة المالية ساهمت في خفض معدلات التضخم بالبلدان الصناعية المتقدمة من خلال زيادة إنفتاح التجارة والتدفقات الرأسمالية، كما أنها رفعت من معدل العائد الذي أصبحت تحققه تلك الإستثمارات خارج حدودها الوطنية<sup>5</sup>

<sup>1</sup> بوليسل شمس الدين، العملة المالية وإنعكاسها على إقتصاديات الدول النامية. دراسة حالة الدول العربية. مذكرة ماجستير تخصص تحليل إقتصادي، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 58

<sup>2</sup> محمد صفوت قابل، مرجع سبق ذكره، ص 147

<sup>3</sup> سابو كهينة، مرجع سبق ذكره، ص 156

<sup>4</sup> محمد بن باحان، مرجع سبق ذكره، ص ص (40-41)

<sup>5</sup> هشام بورمة، النظام المصرفي الجزائري وإمكانية الاندماج في العملة المالية، مذكرة ماجستير تخصص علوم تسيير، غير منشورة، جامعة سكيكدة، 2008-2009، ص 72

ثانيا - الأثار السلبية للعملة المالية :

ويرى المعارضين لتحرير التجارة أن الوقائع قد أثبتت في عقد التسعينات أن العملة المالية بالنسبة للدول النامية كثيرا ماأدت إلى حدوث أزمات وصددمات مالية مكلفة ( المكسيك1994 والنمور الآسيوية 1997 والبرازيل وروسيا 1999.... إلخ) ويعتقد البعض أن تلك المخاطر والأزمات يمكن تجنبها أو تعامل معها بتوفير قواعد تنظيم تحوطية وتعزيز سلامة المؤسسات الحالية ، لكن ذلك في حالة الدول الصناعية التي تتميز بموقع قوي ومؤثر ، إلا أن ذلك يكاد يكون مستحيلا في حالة البلدان النامية في ظل ضعف هيكلها الإقتصادي وضعف موقعها في الإقتصاد العالمي ، وكثرة تعرضها للصددمات الخارجية حيث يمكن إيجاز المخاطر العملة المالية في النقاط التالية :

### 1-المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال :

تتسم حركة الإستثمار في المحافظ المالية بدرجة تقلب كبيرة مقارنة مع درجة التقلبات التي تتسم بها حركة الإستثمار الأجنبي العالمي لعام 1998 إلى درجة التقلب في استثمار المحافظ المالية (مقاسا على أساس معامل الإختلاف ) يصل إلى 0,43 في حين يصل إلى 0,35 بالنسبة للإستثمار الأجنبي المباشر وذلك ما بين 1992 و 1997، ويرجع ارتفاع تقلب الإستثمار في المحافظ المالية بالمقارنة مع الإستثمار الأجنبي المباشر ، هو أن الإستثمار الأول تحكمه عوامل قصيرة الأجل ويسعي نحو تحقيق الربح السريع ، عكس الإستثمار الثاني الذي يأخذ شكل فروع للشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل<sup>1</sup> ، كما أن الإستثمار في المحافظ المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات والمعلومات التي تتوفر لدى المتعاملين وبجالتهم النفسية وغالبا ما يطغى عليهم سلوك القطيع أو سلوك يسير في الزفة ويلعب في دورا مؤثرا في الحركة المفاجئة لرأس المال الأجنبي ، دخولا وخروجاً عبر الحدود الوطنية للدولة ، تتسبب في حدوث كثير من الآثار والإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني<sup>2</sup>

إن الحركة السريعة والواسعة لرأس المال الأجنبي تتسبب بالعديد من الإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني وتوضح

فيما يلي :

في حالة التدفقات الإستثمارية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى عدم استقرار في الإقتصاد الكلي يتجلى في :

- 1- ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية مما يضر بالصادرات والمستوردات بالتالي يزداد عجز الميزان التجاري
- 2- ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية
- 3- نمو في معدلات التضخم
- 4- زيادة في طلب الإستهلاك المحلي

<sup>1</sup> سايو كهينة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (158-159)

<sup>2</sup> بوليسل شمس الدين ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 42

في حالة تدفقات الإستثمارية تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى :

- 1- انخفاض سعر صرف العملة الوطنية
  - 2- انخفاض وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية
  - 3- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح
  - 4- تزايد العجز في ميزان المدفوعات
  - 5- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي
  - 6- استنزاف الإحتياجات الدولية من الدولة ، خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية<sup>1</sup>
- 2-مخاطر تعرض البنوك للأزمات :**

تبين من الأزمات المعاصرة التي حدثت مؤخرًا أن لها صلة وثيقة بالعملة المالية فالغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي هيأت الفرصة للبنوك لاتخاذ القرارات خاطئة بالنسبة للإقتراض وخاصة في ضوء غياب الخبرة والقواعد الكافية

2

وقد أكدت الأزمة التي اندلعت جنوب شرق آسيا في صيف 1997مدى تأثير العملة المالية من خلال تحرير حساب رأس المال والإنتفاع المالي دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية في اندلاع أزمة نظام المصرفي<sup>3</sup>

### 3-مخاطر التعرض لهجمات المضاربة :

سمح نظام سعر الصرف العائم بعد انهيار نظام بروتن وودز بخلق مناخ للمضاربات على العملة بشكل واسع ، وإلى حد ظهور عدد كبير من المستثمرين المحترفين في التأسيس لمثل هذه المضاربات ، بل اعتبروا هذه المضاربات نشاطا أساسيا بالنسبة لهم ، وأصبحت أسعار الصرف كثير من البلدان تحدد بناء على مساومات هؤلاء المضاربين<sup>4</sup>

وقد عانت كثير من البلدان الصناعية من هجمات المضاربين الأقوياء ومن الإضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم المضاربي ، يكفي هنا أن نشير على سبيل المثال لما حدث عام 1992و1993حينما تسبب المضاربون في انهيار نظام النقد الأوروبي (أزمة الإسترليني و الليرة الإيطالية والبيزا؟؟ الإسبانية ) وحققوا أرباحا ليس في امكان قطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها ، والأمر المدهش

<sup>1</sup> أحمد منير النجار ، عملة الأسواق المالية وأثرها على التنمية الدول النامية ،المؤتمر العلمي الرابع ، الريادة والإبداع : استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العملة ، جامعة فيلاديفيا كلية العلوم الإدارية والمالية 16-15/03/2005، ص ص (25-26)

<sup>2</sup>سابو كهينة ، مرجع سبق ذكره ، ص 159

<sup>3</sup> محمد بن باحان ، مرجع سبق ذكره ، ص 46

<sup>4</sup>سابو كهينة ، مرجع سبق ذكره

أن الأرباح الخيالية يتم تحقيقها باستغلال الثغرات القانونية التي وفرها التحرير المالي المحلي والدولي وبالاعتماد على الأموال المقترضة ، ورغم الخسائر الهائلة التي سببتها المضاربات على العملة التي يتحمل كلفتها في النهاية البنوك المركزية ودافعوا الضرائب<sup>1</sup>

#### 4- عملة المديونية الخارجية :

بدأت الأزمة المديونية الخارجية للدول النامية في بداية الثمانينات ، وهذا بزيادة حجم الديون وخدماتها ، وإلى درجة أن العديد من الدول أصبحت عاجزة عن تسديدها ، ومع موجة الإيداعات المالية التي عايشتها الدول المتقدمة في الفترة الممتدة من منتصف السبعينات ومنتصف الثمانينات ، تحولت الديون الخارجية للدول النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية وأصبحت تنتقل من سوق مالي لآخر ، ومن مؤسسة لأخرى ومن دولة لأخرى في ظرف قصير جدا ، وهذا بسبب التقدم التكنولوجي الذي عرفته وسائل الإتصال الحديثه ومن مظاهر الأخرى التي ساهمت في عملة المديونية ، إمكانية إستبدال الديون الخارجية والداخلية للدول النامية بمساهمات في شركات المخصصة ، بحيث يمكن للمستثمر الأجنبي أن يشتري جزءا من ديون الدولة التي يرغب في استثمار فيها من السوق المالية العالمية ، ويصبح مساهما في شركات المخصصة في تلك الدول مقابل التخلي عن ذلك الجزء من الديون

#### 5- إهيار الأسواق المالية :

لقد مرت الأسواق المالية العالمية بالعديد من الإهيارات ، التي انعكست سلبا على الإقتصاد العالمي ولو لفترات قصيرة نسبيا في بعض الحالات ، ففي أكتوبر 1987 أدى انهيار الأسواق المالية العالمية على خسارة قدرها 2000 مليار دولار (40% منها في البورصات الأمريكية ) وفي أكتوبر 1989 كان حجم الخسارة حوالي 200 مليار دولار ، ولقد ساعد الإرتباط الشديد بين الأسواق المالية العالمية من جهة وهشاشة النظام المالي لبعض الدول النامية من جهة أخرى ، إلى إنتقال عدوى هذه الإهيارات إلى الدول النامية بصفة عامة والأسواق المالية الناشئة بصفة خاصة ، ونتج عن ذلك ظهور عدة أزمات مالية مثل أزمة دول جنوب شرق آسيا(1997) وأزمة البرازيل (1999)

#### 6- مخاطر غسيل الأموال وهروب الأموال الوطنية إلى الخارج :

إن عمليات التحرير المالي التي أقدمت عليها الدول النامية خلال التسعينات ، أدت إلى تدفق رؤوس الأموال من هذه الدول إلى الخارج ، وهذا يؤدي إلى إتساع الفجوة بين الإدخار والإستثمار في هذه البلدان ، ومن جهة أخرى ساعدت عملية التحرير المالي وحرية الدخول وخروج الأموال في تفاقم ظاهرة غسيل الأموال ، بحيث أصبح من السهل استثمار الأموال الضخمه المكتسبة من الأنشطة غير شرعية (تجارة المخدرات ، السرقة ، أعمال المافيا... إلخ) في الخارج ، وهذا على شكل أسهم وسندات أو فتح حسابات في البنوك الأجنبية كبنوك الأفشور<sup>2</sup>

<sup>1</sup>بوليسل شمس الدين ، مرجع سبق ذكره، ص ص (44-45)

<sup>2</sup>مرباط ساعد . بلمهوب أسماء ، العملة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، جامعة محمد خضير بيسكرة ، 21 و22 نوفمبر 2006 ، ص ص (9-10)

فغسيل الأموال له آثار سلبية على الإقتصاد الكلى ومتغيراته منها :<sup>1</sup>

- ✓ إنتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي
- ✓ إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من تنفيذ القوانين
- ✓ فقدان الثقة في السوق المالي المحلي
- ✓ تحويل الإتجاه المستثمرين إلى نشاط إجرامي بأرباح مرتفعة

وإذ تم تحكّم في دخول هذه الأموال ومحاربتها إلا أن ذلك سيتعارض مع حرية تنقل رأس المال وهذا ما يروج له دعاة العملة المالية علوا في الدعوة للتحرير المالي المحلي والدولي .

#### 7-عدم استقرار النظام المالي والنظام النقدي الدولي :

ولدت العملة مايسمى بـ"خطر النظام " وهو خطر التعرض لأزمات مالية على المستوى الدولي وتحدث أزمة نظام عبر مرحلتين ، حيث تؤدي المضاربات في البداية إلى خلق إضطرابات التي تتوسع بفعل الأدوات المالية الجديدة ، وفي المرحلة الثانية تبدأ موجة الصدمة في الإنتشار إلى مجموع النظام المالي العالمي بفعل مايسمى "أثر العدوى " ، وتجدها مناخا مناسبا في الأسواق المالية المتصلة ببعضها بعض ، وهذه السلسلة من الإنعكاسات تتوسع من خلال سلوكيات مشتركة لدى عدد كبير من المستثمرين في الأسواق المالية .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> رمزي زكي ، المخاطر الناجمة عن عملة الأسواق المالية ، مجلة الدراسات الاقتصادية ، العدد 2، مؤسسة إين خلدون للدراسات الإنسانية الجزائر ، 2000، ص 60  
<sup>2</sup> نادية العقون ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (63-64)



## خلاصة الفصل الأول :

نستنتج من خلال ماسبق إن العملة المالية ومارفقتها من تحرير الأسواق رأس المال ونزع كل القيود المنظمة لها وتقليص دور الدولة في الحياة الاقتصادية تعني تشكل سوق موحد لرؤوس الأموال ، تكونت من خلال التكامل المستمر للأسواق الدولية بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين مختلف المناطق ، وهذه السلسلة من التكاملات تعتبر نتيجة طبيعية للإنتتاح الاقتصادي إنطلاقاً من سنوات الثمانيناتومع تصاعد ظاهرة العملة المالية وتحرير المالي الدولي ، وإلى جانب التطورات الكبيرة في تكنولوجيا الإعلام والاتصال ، فالعملة المالية بشكل عام تجلب معها تغيرات في سلوك مختلف المتعاملين الاقتصاديين والجهات الفاعلة في مجال التمويل في النظام المالي الدولي ولها مؤشرين هامتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات والثاني يتمثل في تطور التداول النقد الأجنبي إن الحديث عن العملة المالية لايجب أن ينصرف إلى المزايا المتوقع منها فحسب بل يجب النظر إلى المخاطر التي تنجم عنها خاصتنا على الإقتصاديات الناشئة والنامية وهي مخاطر قد تؤدي إلى آثار سلبية على الإقتصاد الكلي وذلك نتيجة تقلبات رؤوس الأموال القصير الأجل وهروب رؤوس الأموال الوطنية وظاهرة غسيل الأموال .

ومن مجمل ماسبق يمكن القول أن العملة المالية ، تؤكد تفوق وسيادة قوى السوق على السياسات الاقتصادية أي تصبح

الأسواق هي المقرر فيما إذا كانت السياسات الاقتصادية الوطنية جيداً أم لا

# الفصل الثاني

تقييم أداء الأسواق  
المالية الناشئة في ظل  
العولمة المالية

تمهيد :

لقد تم ربط العديد من الأسواق المالية للدول النامية بالنظام المالي العالمي، مما سهل انتقال رؤوس أموال معتبرة إلى هذه الدول، لاسيما أسواق جنوب شرق آسيا و أسواق أمريكا اللاتينية، فالأفراد و المؤسسات في تلك الدول يقومون بمختلف العمليات المالية، قرض و اقتراض، شراء و بيع الأسهم و السندات و العملات الأجنبية، حتى أن ميزانية مؤسساتهم المالية و البنكية تحتوي على أصول و خصوم مقومة بعملات أجنبية، فأصبحت هذه الدول تبرز كقطب اقتصادي و مالي مهم ، له وزنه في النظام المالي العالمي، و لقد ساعد التطور التكنولوجي في وسائل الاتصال الحديثة داخل هذه الدول على الإسراع في عولمة الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية، وبدرجة أقل في دول شرق أوروبا و دول الشرق الأوسط، نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي.

## المبحث الأول: عولمة الأسواق المالية :

لقد أرسّت العولمة المالية قواعدها بشكل واضح في العقد الأخير من القرن الماضي ، وفي الواقع انتقل الإهتمام بمفهوم الأوراق المالية لكل دولة على حدى إلى مفهوم عولمة الأسواق المالية ، خاصة مع ظهور الشركات المتعددة الجنسيات وتداول أوراقها المالية في مختلف أسواق المال العالمية ، لتصبح الأسواق المالية أكثر إرتباطا وتشابكا سهلت بذلك وعمقت من التدفقات المالية الدولية لتصبح عامل مساعد على النمو في المدينين القصير والمتوسط المدى وبديل تمويلي عن المديونية

## المطلب الأول : مدخل للأسواق المالية الدولية :

أصبح موضوع أسواق الاوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد مدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لإفراده

## أولا - ماهية السوق المالي :

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة (عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العامة في هذا المجال ولكن مع نمو الشيكات ووسائل الإتصال ، فقد أدى ذلك إلى تقليل أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي ، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول)<sup>1</sup>

أما في الإصطلاح الاقتصادي فيقصد بالسوق : " المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن تبادل سلعة أو خدمة أو مورد وعندما تتفاعل فيه قوى العرض وقوى الطلب لتحديد الأسعار ، ولا يهم إن كان المشترون والبائعون ينظرون إلى بعضهم بعضا من خلال حواجز تفصل بينهم ، أو يتحدثون هاتفيا أو عن طريق التلكس أو الفاكس أو شبكة الإنترنت ، فيكفي لقيام سوق من ناحية الإقتصادية وجود صلة بين المتعاملين"<sup>2</sup>

وتشكل الأسواق المالية بتنظيماتها المختلفة ، الأولية منها والثانوية ، ركنا أساسيا من أركان هيكل القطاع المالي في اقتصاد يقوم على أساس التعامل الحر ، وتعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال التي تشكل جانبا مهما من جوانب نشاط السوق المالية بفهومها الواسع وتلعب دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط والطويل الأجل للمشروعات ، وتوفير

<sup>1</sup>خالد أحمد فرحان المشهداني وآخرون ، مدخل إلى الأسواق المالية ، طبعة الأولى ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، سنة 2013 ، ص 185

<sup>2</sup>عزوز عائشة ، دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة ، جامعة الجزائر 03، سنة 2013، ص 39

هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف ، وبالتالي تمكن الإقتصاد من أن ينمو بمعدلات ترفع بشكل مستمر من مستوى المعيشة<sup>1</sup>

\* ولقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوؤها بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول وهي على النحو التالي:

#### المرحلة الأولى :

وتميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة ومحلات الصرافة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة

#### المرحلة الثانية :

وتميزت ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بالحرية المطلقة في المرحلة الأولى أما في هذه المرحلة أخذت البنوك التجارية التي تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقدم الإئتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي ولذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها

#### المرحلة الثالثة :

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والعقارية وبنوك التنمية وبنوك الإستثمار... إلخ ، وأصبحت تقوم هذه البنوك بعمليات إصدار السندات المتوسطة والطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تنفي بحاجات تمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات خزينة

#### المرحلة الرابعة :

ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول ، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق العالمي ، وبداية ظهور الأسواق الثانوية للتبادل هذه الأوراق أي البورصات بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة

#### المرحلة الخامسة :

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق الدولية وبذلك تطورت وسائل الإتصال المختلفة وظهرت البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء والبيع الآجل والأني<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره ، ص 38

ثانيا : خصائص الأسواق المالية الدولية :

تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات متعددة نذكر منها ما يأتي :

- 1- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية الوطنية معينة ، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي وذلك مثل سوق لندن بالنسبة لليورو دولار
- 2- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية .
- 3- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة اجراءات تنفيذها ، ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية

فمثلا إن سوق NYSE تتضمن أقساما عديدة للخدمات الإلكترونية والتي منها :

- أ- NYSE Direct+TM وهو يخدم 1099 سهما بشكل مباشر ومن خلاله يمكن للمنشآت المسجلة الأعضاء تقديم عروضها كاملة
- ب- Xpress Order<sup>sm</sup> وهو يخدم 1500 سهما بشكل مباشر
- ج- Anonymous super Dot<sup>TM</sup> (ADOT) وهو يمكن المنشآت الأعضاء على إدخال أوامر من المؤسسات المختلفة إلى السوق
- د- NYSE-Broker<sup>SM</sup> وهو يربط الوسطاء بإتصالات لاسلكية
- هـ - NYSE Open Book<sup>TM</sup> وهو يتولى الإتصال المهني بالسوق لبيان حدود الشراء والبيع
- و - NYLE net وهو يقدم المعلومات حول الأسهم الشركات....

- 1- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات
- 2- إن المتتبع لتقلبات الأسواق المالية الدولية وبمختلف فتراتها أن هناك ارتباط واضحا فيما بين هذه الأسواق وهذا يؤكد مدى عالمية الأسواق المعنية

<sup>1</sup>صلاح الدين حسن السيسي ، بورصات الأوراق المالية : الأهمية . الأهداف . السبل . مقترحات النجاح ، طبعة الأولى ، عالم الكتب ، مصر ، سنة 2003 ، ص ص (7- 8)

في دراسة لمعاملات الارتباط بين حركات الأسهم داخل الولايات المتحدة وحركات الأسهم الخارجية تبين أن هذه المعاملات تتراوح ما بين (0,326) مع اليابان و(0,473) مع كندا

ورغم أن الأسواق مرتبطة أكثر من أسواق السندات إلا الأسواق الأخيرة أظهرت خلال السنوات الأخيرة تزايد في التغييرات المشتركة CO-movements وقد أسهم ذلك بشكل رئيسي في تقارب أسعار الفائدة الذي بدوره زاد من الارتباط فيما بين الأسواق المالية العالمية

ويتبين من هذه الحقائق وخاصة في معاملات الارتباط الموجبة ومهما كانت هذه المعاملات مدى عمق أو كثافة التشابكات الهيكلية فيما بين الاقتصادات التي تضم الأسواق المالية الدولية وكذلك مستوى تشابه خصائص هذه الأسواق .

ومما يذكر هنا رغم الخصائص السابقة إن إعطاء الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد حالياً أمراً نسبياً وذلك لأن أغلبية الأسواق القائمة وحتى الحديثة منها (في الدول النامية )

وتتعامل جزئياً، بشكل أو بآخر بأدوات صادرة عن مؤسسات الأجنبية ، وقد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصاداتها المحلية وكما تسهم شبكات الاتصالات الدولية في إخراج الكثير من الأسواق المحلية بما فيها الصغيرة من عزلتها التامة

وبصورة عامة تنقسم الأسواق المالية في العالم بين ثلاث مجموعات رئيسية :

- 1- أسواق متقدمة تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية
- 2- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي ، أسواق أستراليا ونيوزيلندا وكندا
- 3- أسواق ناهضة نامية في آسيا وأمريكا اللاتينية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هوشيار معروف ، الإستثمارات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، سنة 2009، ص ص (184-187)

المطلب الثاني : تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات :

تعتبر الزيادة الهائلة في التدفقات رأس المال بين الدول وتنوع تشكيلاتها أحد الظواهر الرئيسية للعولمة المالية ، حيث عرفت الدول النامية عمليات تحرير رؤوس الأموال خلال العقود الثلاثة الماضية وهذا بعد أن حررت الدول الصناعية حساب رؤوس أموالها وتأتي أهمية تحرير حساب رأس المال في أنه يمثل أحد الملامح الرئيسية للعولمة المالية وهذا في ظل إستعداد بعض البلدان للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة ، وبالتالي تكامل أسواقها المالية أين تحرر الأسعار والأسواق المالية وسوق العملات الأجنبية<sup>1</sup>.

أولاً . مفهوم تحرير حساب رأس المال :

إن جوهر عملية التحرير المالي ، والتي تقوم عليها العولمة الأسواق المالية ، هو تحرير حساب رأس المال والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم (أسهم الحافظة المالية ) والإستثمارات المباشر والعقاري ، والثروات الشخصية وعليه فإن تحرير حساب رأس المال ( أي قابلية حساب رأس المال للتحويل<sup>2</sup>: وهي نفسها حرية حركة رؤوس الأموال بمعنى الترخيص لرأس المال بالتدفق بكل حرية داخل وخارج البلد<sup>3</sup>) ترتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والظوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات<sup>4</sup>.

وتنقسم هذه الإجراءات إلى إجراءات رقابة مباشرة وغير مباشرة كمايلي :

- ✓ الرقابة المباشرة : هي إجراءات إدارية تمنع أو تحد المعاملات وما يتعلق بها من تسوية أو تحويل
- ✓ الرقابة غير المباشرة : هي إجراءات السوق التي تثبط حركة رؤوس الأموال حيث تجعلها أكثر كلفة ، وأهم هذه الإجراءات شيوعاً : فرض الضرائب على التدفقات أو الدخول الناجمة عن حياة المقيمين ( أو غير المقيمين ) لأصول مالية أجنبية (أو محلية ) أو فرض معدل احتياطي إجباري بدون فائدة<sup>5</sup>

ويشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الصدد إلى قضيتين هامتين :

**القضية الأولى :** أنه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات القصيرة الأجل ، وتحرير الإستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير الحافظة المالية أو الإستثمار غير المباشر

<sup>1</sup> عالم عبد الله ،مرجع سبق ذكره ، ص 125

<sup>2</sup> شذا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 31

<sup>3</sup> الشريف بقة وآخرون ، تجربة الهند في تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات والدروس المستفادة للإقتصاد الجزائري ، الملتقى الدولي حول :سياسة الإنفتاح الإقتصادي والنمو

بدول جنوب المتوسط ،المنعقد بجامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر يومي 21 و 22 نوفمبر 2013، ص 03

<sup>4</sup> شذا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره

<sup>5</sup> لشريف بقة وآخرون، مرجع سبق ذكره ، ص 03



القضية الثانية : أن تحرير الشامل للمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية ، بل ربما أحتاج الأمر تقوية القواعد المنظمة التحويلية المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين<sup>1</sup>

الجدول رقم (2-1) الإتجاهات الدولية للتدفقات المالية من سنة 1995 إلى 2003

(الوحدة :مليار دولار )

2003	1995	السنة الدولة
366,0	203 ,5	الدول المتقدمة
193,0	127,6	الدول النامية

المصدر : غالم عبد الله ،العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية ، ص 128

لقد أثارت الطفرة في التدفقات رؤوس الأموال جدلا كبيرا بين الإقتصاديين حول ما إذا كانت ظاهرة مؤقتة نتجت بسبب تغير في العوامل الدورية في الاقتصاد العالمي ، بناء على إحدى الدراسات " ان متوسط التدفقات المالية للدول الصناعية قد بلغت عام 1995 مبلغ 331مليار دولار ثم إلى 560مليار دولار في عام 2003 ، أما تدفقات الدول النامية فارتفعت من 96مليار دولار عام 1996 إلى 129مليار دولار عام 1997 ثم إلى 193مليار دولار عام 2003 حيث تشكل تدفقات إلى الدول النامية نسبة 31% من إجمالي التدفقات .

ثانيا - أشكال تحرير حساب رأس المال :

يشمل تحرير حساب رأس المال بين الدول على شكلين هما:

1-التحرير الجزئي لحساب رأس المال :ونقصد به قيام البلد بتحرير بعض مكونات رأسماله بينما يحتفظ بقيود على بعضها الآخر كالقيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي المباشر في تركيا ، وهذا الشكل من تحرير يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية ، ولكن في نفس الوقت تحرمها من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي لحساب رأس المال

2-التحرير الكلي لرأس المال : وهو قيام البلد بتحرير جميع مكونات رأس المال في ميزان المدفوعات وهذا يتم بطريقتين :

1-2-تحرير حساب رأس المال دفعة واحدة :

<sup>1</sup> عزوز عائشة ،مرجع سبق ذكره ،ص ص (116-117)

اتبعت هذه الطريقة في بعض البلدان كالأرجنتين والأرغواي والمملكة المتحدة ونيوزلندا في السبعينات حيث قامت بإزالة القيود على رأس المال خلال فترة قصيرة ، ولكن هذه الطريقة لم تحقق النجاح في تلك البلدان في حين إستطاعت المملكة المتحدة ونيوزلندا من الإستفادة من المكاسب التحرير ، جاءت جهود الأرجنتين والأرغواي بالفشل ذلك أنه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تقرير إنفتاح حساب رأس المال ، لذلك ينصح باستخدام هذه الطريقة في الدول ذات الأنظمة المالية القوية والتي تملك أدوات رقابية صارمة بحيث يحقق مكاسب سريعة وجميها نظامها المالي من أي أزمات تنتج عن التحرير.

## 2-2- تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي :

إن تدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت في إحداث تغييرات هيكلية في الأسواق المالية حتى تستطيع العمل في المناخ الدولي ، ولقد أشارت تجارب بلدان أمريكا اللاتينية إلى أنه كي يستطيع بلد ما تحقيق الإستمرار في قابلية حساب رأس المال لتحويل وتقليل المخاطر المالية المقترنة به ، ينبغي عليه إنتهاج سياسات معينة قبل تحرير حساب رأس المال ، فإن لم تستوفي هذه الشروط المسبقة فإن تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة ، قد تجعل من الصعب تحقيق الإستمرار في فتح حساب رأس المال ولقد أظهرت عدة وجهات نظر حول ترتيب التسلسلي في التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح أسواق المالية المحلية أمام تدفقات المالية الدولية وإزالة الحواجز البنك الأجنبي وبين التحرير الداخلي المذكور آنفا<sup>1</sup>.

ويكون التدرج الأمثل في التحرير القطاع المالي في ثلاث مراحل التالية :

**المرحلة الأولى :** ينبغي أن يبدأ الإصلاح أولاً بتحرير قطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في مختلف القطاعات الإقتصاد ، كما أن السيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي ، بالإضافة إلى تحقيق استقرار الإقتصاد الكلي

**المرحلة الثانية :** في المنهج تتمثل في التحرير الداخلي ، وهذا من خلال التدرج في التحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع ، وزيادة المنافسة في القطاع البنكي ، وفتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص

**المرحلة الثالثة :** في الأخير يأتي التحرير المالي الخارجي من خلال تشجيع الأجانب بالدخول في الأسواق المالية المحلية ، من أجل زيادة المنافسة والكفاءة ، وعند تحديد التسلسل في الإلغاء القيود على الصرف الأجنبي ، ينبغي تحرير حساب العمليات الجارية أولاً ثم تحرير حساب رأس المال بعد ذلك<sup>2</sup>

فوجهة النظر التقليدية تفضل ترتيب التسلسلي في التحرير الخارجي أما وجهة النظر البديلة فتفضل تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملاً مساعداً للإصلاحات أو تحرير الخارجي أولاً ، وترى وجهة نظر متوسطة أن تحرير يجب أن

<sup>1</sup> بوعبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر . بسكرة . الجزائر ، 2014 ، ص ص (166-167)

<sup>2</sup> بن بوزيان محمد وآخرون ، التحرير المالي وأثره على النمو الإقتصادي (دراسة حالة الجزائر) ، ملتي المنظمة البنكية في ظل التحولات الإقتصادية والقانونية ، بشار ، أفريل 2005

يكون جزءاً من أسلوب المعالجة المتزامن مع حركة الإصلاح الإقتصادي ذلك أن عمليتي تحرير الداخلي والخارجي عمليات متكاملتان ومزايا وتكاليف هذه الإستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد لآخر تبعاً لضروف كل منها ولأهداف إقتصادية.<sup>1</sup>

### ثالثاً - مزايا ومخاطر تحرير حساب رأس المال :

يمكن للبلدان الاستفادة من مزايا عولمة أسواق رؤوس الأموال وذلك من خلال تحركها نحو إرساء قابلية تحويل حساب رأس المال. ففي الوقت الذي قطعت فيه عدة بلدان أشواطاً كبيرة في هذا المجال تبقى أخرى تتعامل بحذر شديد مع هذا الموضوع، حيث لازالت تفرض قيوداً على حركة رؤوس الأموال منها واليهما. ولعل أهم المخاوف من التحرير الكامل هو التقلبات التي تميز تدفقات رؤوس الأموال والأزمات المالية التي شهدتها بعض الإقتصاديات الناشئة وخاصة دول جنوب شرق آسيا والتي أظهرت المخاطر التي تشوبها عملية التحرير وبالتالي تعرقل التكامل المالي الدولي وفيما يلي إستعراض لأهم مزايا ومخاطر عملية تحرير حساب رأس المال :

#### 1- مزايا تحرير حساب رأس المال :

بتحرير قطاعات المالية والحسابات الجارية والرأسمالية في موازين المدفوعات الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التدفقات المالية من خلال مايلي :

1-1- زيادة حجم التدفقات الرأسمالية سواء كانت استثمارات قصيرة الأجل ( الأموال الساخنة في البورصات ) أم طويلة الأجل في صورة استثمار أجنبي مباشر وتولد المنافع المترتبة على التدفقات الرأسمالية في عاملين أساسيين هما : دفع عملية النمو من خلال رفع مستوى الإستثمار ، وتحسين معدل العائد على الإستثمار ، ورفع درجة كفاءة السوق نتيجة دخول التكنولوجيا المتقدمة والخبرات الأجنبية .

1-2- زيادة تدفقات العملات الأجنبية يزيد من قدرة السلطات النقدية على تكوين مستويات مرتفعة من الإحتياطيات الدولية، وهي تلك الإحتياطيات التي طالما استنزفت في خدمة أعباء الديون الخارجية

1-3- زيادة حجم التدفقات الرأسمالية تعد مصدر تمويلياً لسد الفجوة بين الإدخار المحلي وحجم الإستثمار المطلوب لتحقيق معدلات النمو والتنمية الاقتصادية المرجوة ، وهو الأمر الذي يترتب عليه خفض معدلات الإستدانة الخارجية حيث تتم الإستعاضة جزئياً بالتدفقات الرأسمالية الخاصة الممثلة بالإستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة المالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (166-167)

<sup>2</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (32-33)

1-4- الإستفادة من الوساطة المالية العالمية عن طريق تجارب الدول المتقدمة من ناحية التكامل المالي وبالتالي تحاول الدول النامية أن تسيّر على درب هذه الدول وبالتالي تقلل من المديونية وتطور أسواقها المالية<sup>1</sup>

1-5- إن إزالة الرقابة على حركة رؤوس الأموال واندماج الأسواق المالية المحلية مع العالمية يسمح بالولوج المتزايد للمقيمين إلى أسواق المال الأجنبية لتمويل عمليات التجارة والإستثمار

1-6- ينجم عن التحرير المالي زيادة المنافسة المالية بين مختلف البلدان بما يؤدي في النهاية إلى تقاسم المخاطر وتنويع المحافظ المالية ، والتقليل من التكاليف المعاملات وتحسن العائد وتنشيط أسواق المال المحلية إضافة إلى تحقيق مكاسب من خلال التخصص في الخدمات المالية وتوفير حوافز الإبتكار<sup>2</sup>

## 2- مخاطر تحرير حساب رأس المال :

يترتب على هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية ، دخولا وخروجها عبر الحدود الوطنية للدولة ، من الآثار السلبية على الإقتصاد الوطني نوجزها فيما يلي :

1-2- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل :

✓ في حالة حدوث صدمة مواتية (External positive shock) ، يرغب المستثمرون الأجانب في زيادة استثماراتهم في البلد المضيف ، ويترتب على ذلك توسع في حجم الأصول المالية المحلية ، وزيادة في طلب على السلع المحلية وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم<sup>3</sup> ،

فإن البلدان التي تقوم بفتح حساب رأس المال بها أمام التدفقات إلى الداخل تخاطر بخلق سيولة مفرطة وزيادة نمو الائتمان ، وبصفة أكثر عمومية فإن قدرا كبيرا من عدم التناسق في حساب رأس المال قد يخلق تحيزا إلى أعلى (أو إلى أسفل) ، في قيمة سعر الصرف بالنسبة إلى قيمة التوازن الخاص به في الأجل الطويل<sup>4</sup> .

✓ عالمية الأسواق المالية وفتح الأسواق المالية المحلية وخفيض القيود على التحويل المحلي والمديونية من الخارج والاستثمار في الوسائط المالية ، تؤدي إلى مخاطر في الأسواق المالية العالمية ، وأزمات أخرى داخل هذه الدول خاصة في ظل ضعف المؤسسات الوطنية والقوانين والتشريعات الرقابية .

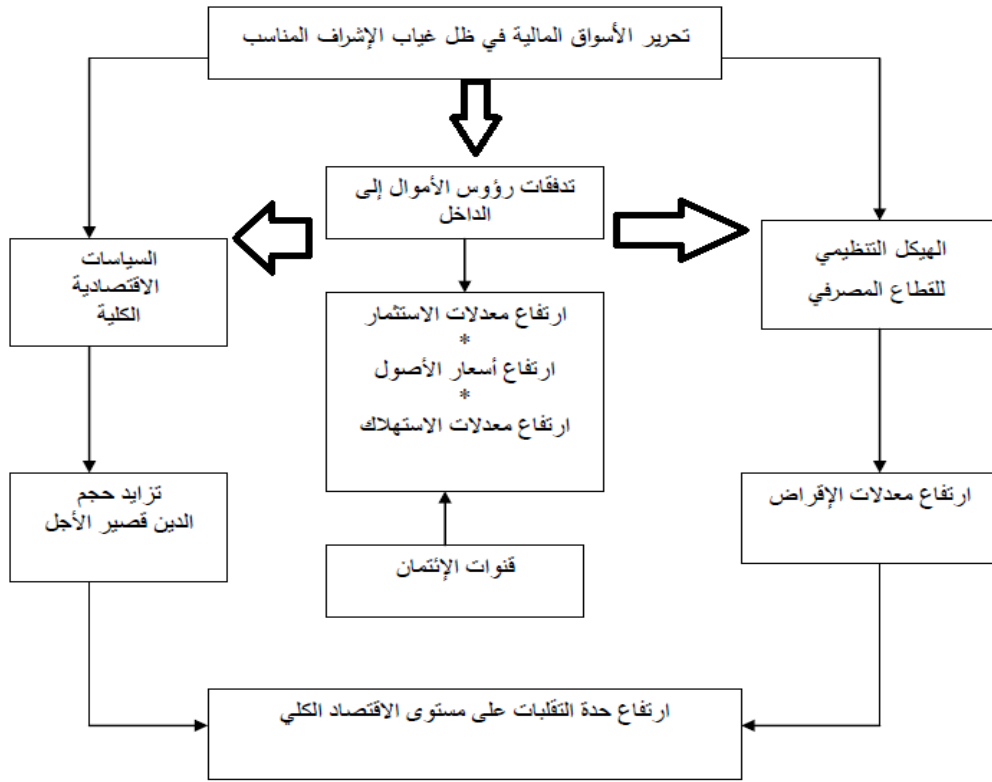
<sup>1</sup> غلام عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 129

<sup>2</sup> الشريف بقة وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 04

<sup>3</sup> شذا جمال الخطاب ، مرجع سبق ذكره ص ص (41-42)

<sup>4</sup> سماعلي فوزي ، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والإقتصاديات الانتقالية . البدائل الممكنة لنشوء الإقتصاد الجزائري . مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية ، عدد الخامس ، جامعة محمد خيضر بسكرة . الجزائر ، جوان 2009 ، ص 62

الشكل رقم (2-1) يمثل مخاطر تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل



المصدر : شذا جمال الخطيب ، العملة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال ، ص 42

## 2-2- حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال :

قد يؤدي الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال إما لكونها نوع من الأموال الساخنة ، أو نتيجة لصدمات سلبية ( Negative shock)

✓ في ظل نظام سعر الصرف المرن : سيحدث الانخفاض الفعلي في سعر العملة المحلية ، وتنخفض أسعار الأوراق المالية . وقد يزيد سعر الفائدة المحلية أو يبقى على حاله تبعاً لدرجة الإحلال بين الأصول المحلية والأجنبية ، ففي ظل الإحلال الكامل يبقى سعر الفائدة على حاله

✓ في ظل نظام سعر صرف ثابت : تنخفض أسعار الأوراق المالية المحلية ، فيتدخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية عن طريق عرض الاحتياطات ، وبالتالي ينخفض مستوى الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي ، مما يخلق موجة

تشاؤمية تزيد من عملية بيع الأوراق المالية . وقد تلجأ الحكومة أيضا لرفع سعر الفائدة لتعويض المستثمرين عن الخسارة التي لحقت بهم ، لكن هذا الإجراء من شأنه أن يؤدي إلى رفع تكلفة الاقتراض وبالتالي تنخفض معدلات الاستثمار<sup>1</sup>

#### رابعاً- الإجراءات الواجب إتباعها من أجل تجنب والتقليل من مخاطر حساب رأس المال :

إن تجربة تحرير حساب رأس المال أفرزت سلسلة من الأزمات المالية ، مما يتطلب إيجاد إجراءات لتجنب مخاطر والتقليل من الآثار الناجمة عن عملية تحرير حساب رأس المال فبسبب زيادة حجم التدفقات الدولية من حساب رأس المال يرجع أساسا إلى ظاهرة العولمة المالية التي فسحت المجال أكثر لتدفق رؤوس الأموال ، وهذا خاصة مع اندماج البلدان النامية وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية وسعيها لتطوير أنظمتها ومؤسساتها المالية وتحقيق استقرارها الإقتصادي .

إذ أصبح من الصعب الحفاظ على قيود حركة رؤوس الأموال في ظل عالم معوم ، ولكن يقر على الدول النامية القيام بجملة من السياسات والإصلاحات خاصة تلك التي ترغب في تحرير حساب رأس المال أن تحققها قبل أن تخطو أية خطوة في طريق التحرير، ولعل أهمها إصلاح النظام المالي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي وذلك تفاديا لحدوث أزمات مالية ، إذ أن تقوية الاستقرار الإقتصادي الكلي والقطاعات المالية المحلية تعتبر من المتطلبات الأساسية للمساعدة في التقليل إلى أدنى حد من تأثير تدفقات رأس المال قصيرة الأجل المزعزع للاستقرار ، وتعزيز قدرة القطاع المالي المحلي على مواجهة المنافسة الأجنبية وتطوير السياسة الخاصة بالأسواق المحلية لرفع الكفاءة الوساطة المالية بين الادخار المحلي والاستثمار<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ص 43

<sup>2</sup> غالم عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (137-138)

المطلب الثالث: أنواع التدفقات المالية :

تنقسم التدفقات الرأسمالية وفقاً لتقسيم الدولي إلى ثلاث أنواع رئيسية هي :

أولاً. الاستثمار الأجنبي المباشر :

وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك ما لا يقل عن 10% من رأسمال شركة محلية في دولة ما<sup>1</sup>، حيث يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً وفقاً لدليل إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي عام 1993: على أنه نوع من أنواع الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم في اقتصاد ما على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر، بحيث يشارك الكيان المقيم بمصطلح "المستثمر المباشر" وإلى مؤسسة بإصطلاح "مؤسسة الاستثمار المباشر"، وتنطوي المصلحة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة بالإضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة<sup>2</sup>، كما يعرفه البنك الدولي "الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 في المائة أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير الإقتصاد المستثمر. وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل، كما هو مبين في ميزان المدفوعات.<sup>3</sup>

ثانياً. استثمارات المحفظة :

1- مفهوم المحافظ الاستثمارية :

تعرف بالتدفقات المالية بين الدول المختلفة التي تتجه نحو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية، وليس الاستثمار المباشر بإقامة المشروعات في الدول الأجنبية<sup>4</sup>، وتتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات المالية القابلة للتجارة والتبادل (Tradable)، ويمثل هذا النوع (الأموال الساخنة) في البورصات .

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 33

<sup>2</sup> بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص 123

<sup>3</sup>The world bank , <http://www.worldbank.org/> , 31-03-2014

<sup>4</sup> عزوز عائشة، مرجع سبق ذكره، ص 117

2- أشكال الإستثمارات المحفظة: يتخذ الإستثمار المحفظي عدة أشكال

### 2-1- السندات Bonds:

ويقصد به أدوات المديونية (Debat instrument) ويعرف السند بأنه " أداة مديونية مختلفة الأجل تصدره جهات مختلفة (الحكومة- الشركات... إلخ) محتاجة لتمويل ، ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية Par value في تاريخ استحقاقه علاوة على الفائدة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية ، ويمكن تداوله في البورصات بالطريقة التجارية بالتظهير أو المناولة اليدوية "

### 2-2- الأسهم Stocks:

وهي أداة ملكية ، تمثل حصة معينة في ملكية المنشأة ما ، ويحق لحامل السهم المشاركة في الأرباح والإدارة ، والأسهم لا تحمل قيمة اسمية أو أجل استحقاق ولا تتعرض للتقادم فهي تبقى متداولة في البورصة إلى مالا نهاية ، إلا أن عند التصفية أو القيام الشركة المصدرة لها بإعادة شرائها .<sup>1</sup> ولها أنواع عدة ومن بينها :

**الأسهم المخaide وأسهم المضاربة:** فيما يخص الأسهم المخaide فإنها لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالية وذلك لأسباب عديدة : أهمها التحوط الشركات المصدرة واعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية والتقلبات الأخرى والتزاماتها باستراتيجية الدفاع وتجنب حالات الإندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة ...

عكس أسهم المضاربة فإنها تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات شديدة وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة .

وهنا كل ما إشتد دور المضاربين في السوق المالية واتسع نطاق السيولة وازدادت الصفقات السريعة تحولت الأسهم أكثر فأكثر نحو أسهم المضاربة .<sup>2</sup>

### 2-3- عقود المستقبلات Futures contracts:

عقود قانونية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم المستقبلي إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية " الأصل " تم الإتفاق عليهما في وقت معين ، وتشمل حاليا السندات الحكومية ومؤشرات الأسهم وكذلك اذونات الخزائنة والذهب والمعادن الثمينة والنفط واليورو دولار ،<sup>3</sup> وأهمها مستقبلات العملات ومستقبلات أسعار الفائدة وكذلك

<sup>1</sup>حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 116 و118

<sup>2</sup> هوشيار معروف ، رجع سبق ذكره ، ص ص (99-100)

<sup>3</sup> مرجع سبق ذكره ، ص ص (152-153)



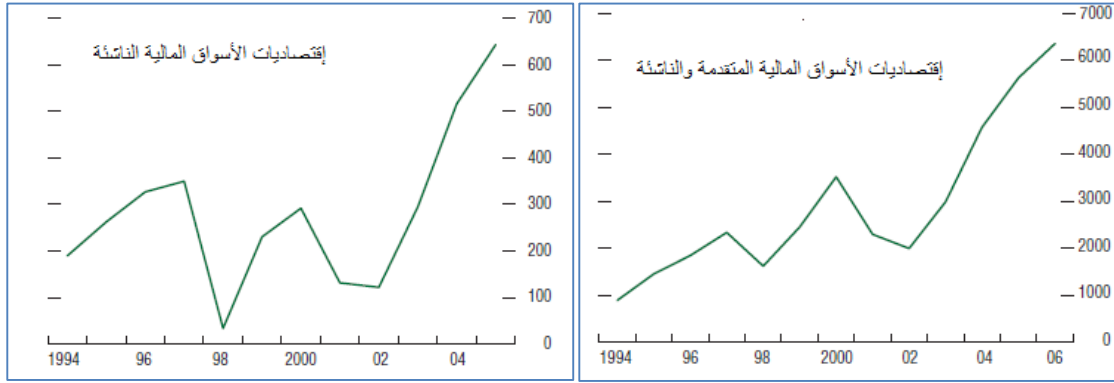
مستقبلات مؤشرات الأسهم ، ويذكر أن تعامل بها لا يتم بالدفع الفوري لقيمة العقود بل دفع نسبة لدى دار مقاصة -10% (5 من قيمة العقد والهدف منها هو ضمان حماية الطرفين من مشاكل عدم السداد.<sup>1</sup>

ثالثا . استثمارات أخرى :

وهي تتضمن التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير قابلة للتجارة مثل القروض والودائع والتسهيلات الائتمانية ( Trade Cedit) والديون المستحقة على الديون الجيدة<sup>2</sup>

الشكل (2-2) مخطط يوضح إجمالي تدفقات رأسمال :

(الوحدة : بليون دولار)



المصدر: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, October 2007, P78

<sup>1</sup> حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 120  
<sup>2</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(33-34)

جدول (2-2) التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الأسواق الناشئة والنامية (2002-2007) :

الوحدة: مليار دولار

الإجمالي	2002	2004	2005	2006	2007
صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة	97,3	240,6	251,8	231,9	605,0
صافي الإستثمار المباشر	149,5	184,3	259,8	250,1	309,9
صافي الإستثمارات في الحافظة	-6,78	34,5	-19,4	-103,8	48,5

المصدر: حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 128

تشير علامة (-) إلى زيادة

فقد وصل إجمالي صافي التدفقات الخاصة أعلى مستوى له منذ أكثر من عقد ونصف مضى، وقد بلغت ما قيمته 605 مليار دولار، عام 2007 مقابل 231 مليار دولار عام 2006، إنها تضاعفت بحوالي مرتين خلال عام. إن هذا الارتفاع في تدفقات الخاصة أرجعته الدراسات إلى البيئة الإستثمارية المؤاتية التي حققتها البلدان النامية، وخصوصا البلدان ذات الأسواق المالية الناشئة وحديثة التصنيع، إضافة إلى استكمالها لمتطلبات التحرر المالي ورفعها للقيود المفروضة أمام حركة رؤوس الأموال الدولية<sup>1</sup>

ونلاحظ بتحليل حركة مكونات هذه التدفقات، تتسم بسرعة النمو، وبضخامة الحركة، وسرعة التنقل من سوق لآخر وبصورة مفاجئة وقد تطرقت العديد من الدراسات إلى درجة التقلب التي تتميز بها التدفقات الرأسمالية المستثمرة في الحافظة المالية مقارنة بتدفقات الإستثمار الأجنبي، إن إرتفاع درجة التقلب في النوع الأول يعود إلى أن العوامل التي تحكمه هي عوامل قصيرة الأجل، كما أن يلهث دائما وراء الأرباح السريعة، ويتأثر تأثر كبيرا بالتوقعات والمعلومات المتوفرة لدى المتعاملين في أسواق رأس المال " البورصة"، والذين غالبا ما يطغى عليهم سلوك القطيع\* (Herd Behavior)، وعليه فإن قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تكون متسمة بدرجة من الحساسية تجاه الأوضاع السائدة في الأجل القصير.

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي. آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2008

\* سلوك القطيع: حيث تميل صناديق الإستثمار عالمية النشاط للخروج السريع من الأسواق بعد الإستفادة من موجات الصعود في الأسعار ومع بدء الإنخفاض تبدأ هذه الصناديق في البيع في موجات وفي إتجاه واحد مما يؤثر بالسلب على السوق وعلى أسعار الصرف بالشكل الذي يحدث إختيارات.

أما النوع الثاني فتحكمه اعتبارات أخرى مثل التغيرات الهيكلية ، ونمو السوق والدخل القومي في الإقتصاد الدول المضيفة ، كما أن الإستثمار الأجنبي المباشر والذي يأخذ شكل فروع للشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح طويلة الأجل لذلك يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة أو تملك طاقات إنتاجية قائمة ، وفي مثل هذه الحالات يصعب تصفية أو بيع تلك الطاقات في الأجل القصير ، خاصة إذا ما كان إنتاج تلك طاقات يندمج ويتكامل مع باقي فروع الشركات في الخارج. ففي الوقت الذي تحتاج فيه عملية تصفية المشروع أو إغلاقه إلى بعض الوقت ، نجد أن عملية التخلص من رؤوس الأموال المستثمرة في المحافظة المالية غاية في السهولة حيث يتم بيعها في الأسواق المالية<sup>1</sup>.

حيث توصلت دراسة "طارق نوير ، 2009" ، إلى أن تحرير تدفقات الرأسمالية في المحافظة يحسن من أداء أسواق المال النامية ويحفز النمو الطويل الأجل ، كما أن تحرير الأسواق المالية أمام المستثمرين الأجانب يؤدي إلى تطوير أنظمة تعامل البورصات المحلية ، بالإضافة لتقدم أطرها التشريعية ، في حين يؤدي إلى زيادة درجة التقلبات في هذه البورصات في الأجل القصير فقط مع زيادة السيولة في دراسة أجريت على 14 سوق ناشئ مقابل سبع دول من إحدى عشر زادة حدة التقلبات بعد عملية التحرير ، وتؤكد هذه الدراسة على أنه في الأجل الطويل مع الإفتتاح على الأسواق العالمية لرؤوس الأموال سوف تنخفض حدة هذه التقلبات ، فالتقلبات بعد عمليات التحرير تعد ظاهرة مؤقتة في حين أن زيادة السيولة هي المحدد الهام لتسريع بعملية النمو الإقتصادي ، وعليه فإن صانع السياسة يجب أن يضحى بقبول بعض التقلبات في الأجل القصير وأن يحرر القيود أمام الإستثمارات الدولية في المحافظة في سبيل توسيع فرص متاحة أمام التنمية الإقتصادية ، وخلصت الدراسة إلى أنه يجب على صانعي السياسات في الدول الناشئة القيام بإتخاذ خطوات جادة لتطوير وظائف الأسواق المالية وإزالة كافة القيود من أمامها<sup>2</sup>

#### المطلب الرابع: عوامل التدفقات الرأسمالية الخاص بالأسواق الناشئة :

أثارت الظفرة في التدفقات رؤوس الأموال جدلا كبيرا بين الاقتصاديين حول ما إذا كانت ظاهرة مؤقتة نتجت في جانب كبير منها بسبب تغير في العوامل الدورية في الإقتصاد العالمي أم هي نتيجة لتغيرات هيكلية طويلة الأجل فقسمت الأدبيات الحديثة الأسباب والعوامل التي أدت إلى هذا السيل من التدفقات الرأسمالية إلى نوعين : الأول يتعلق بالعوامل الداخلية والثاني يتعلق بعوامل خارجية

#### أولا -عوامل الدفع الخارجي: PUSH FACTORS:

##### 1-إنخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية (خاصة بالسوق الأمريكي):

<sup>1</sup>Unctad, World Investment Report, 1998 ,P14

<sup>2</sup>طارق نوير ، تأثيرات تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية ، مجلة التنمية والسياسات الإقتصادية ، المجلد 11 ، العدد 1، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، جانفي 2009، ص 13

قام كلا من leiderman and reinhart بدراسة تدفقات رؤوس الأموال إلى 19 دولة من دول أمريكا اللاتينية في الفترة ( 1991-1998) وخلصا إلى أن عوامل الدفع الخارجية تحت سيطرة الدول المتلقية مثل انخفاض معدلات الفائدة والبيئة الإنكماشية في الدول الصناعية ولاسيما في الولايات المتحدة كانت بمثابة المحددات الأساسية لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية ولاسيما الاستثمار في المحفظة ويشير Goldstein 1995 إلى أن المعدلات الفائدة أثرتين مهمين الأول: أن المعدلات الفائدة المنخفضة تقلل من حافز لدي المستثمرين لإبقاء أموالهم الإستثمارية داخل دولتهم ، وهو مايسميه Goldstein "مسلك إستبدال الأصول" والثاني تحسين الجدارة الإئتمانية للدولة المدين من خلال إنقاص القيمة الحالية المخصصة لمدفوعات خدمة الدين المقبلة على الديون المعدومة ومايسميه "مسلك الجدارة الإئتمانية"<sup>1</sup>

فعلى سبيل المثال : إنخفضت أسعار الخصم من الولايات المتحدة من 7% عام 1989 حتى بلغت 0,75% عام 2011 وفي المملكة المتحدة من 13,88% عام 1989 حتى بلغت أدناه عام 2011 بنحو 0,5%.

ولقد أدى إنخفاض العوائد على الإستثمار في الأسواق المتقدمة إلى إتجاه مستثمرين بتلك الدول للتحويل إلى مصادر الإستثمار بديلة للحصول على عوائد أعلى ، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الإستثمارات لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة .

## 2-التغيرات المؤسسة في الدول المتقدمة:

بهدف تشجيع الإستثمار في السوق المالية ، شرعت العديد من الدول في إجراء تعديلات وإستحداث تشريعات بهدف تخفيض تكلفة المعاملات في أسواقها ووصول مقترضى الدول النامية إلى الأسواق المالية في الدول المتقدمة مما أدى إلى تقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية المصدرة من طرف الأجانب لجذب المزيد من تلك الإستثمارات ، كما تم تبسيط معايير تقييم المتعلقة بإصدار السندات في السوق الياباني ، أصدرت الولايات المتحدة المادة (44أ) والتي تسمح لمصدري الأوراق المالية للأجانب سبل أسهل للوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية ، مما نجم عنه زيادة إستثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة

## 3-زيادة التنوع الدولي لمحظة الأوراق المالية :

يترتب على زيادة تنوع الدولي لمحظة الأوراق المالية تقليل درجة المخاطرة ، وتظهر أهمية هذا الإتجاه لدى مستثمرين ذو الطابع المؤسسي ، مثل صناديق المعاشات ، شركات التأمين بحيث تستوعب هذه الفئة نصبا متزايد من الإدخار العالمي وقد إرتفعت مجموعة المستثمرين الدوليين ذو الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة واليابان وألمانيا ، وفرنسا ، المملكة المتحدة من حوالي 4,8% من أصولهم عام 1980 إلى 9,1% من أصولهم عام 1996 ، وقد بلغت إستثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين

<sup>1</sup> ياسر محمد جاد الله وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 9

لدول الصناعية في الأسواق رأس المال الناشئة ما يعادل 4,1% من القيمة السوقية لكل أسواق رأس المال الناشئة ، ويفضل المستثمرين ذو الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية الإستثمار في أسواق الأوراق المالية لدول شرق الأقصى وخاصة أسواق جنوب شرق آسيا<sup>1</sup>

الشكل (2-3): تحويلات رأس المال على مستوى الاقتصاد العالمي:



مخطط يوضح تحويل في رأس المال على مستوى الاقتصاد العالم

المصدر : Reena Aggarwal, Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System: Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, p7

ومن خلال الشكل رقم (2-3) : أن أسواق الأسهم الأمريكية شكلت 78 % من رأس المال العالم في 1970؛ ومع ذلك، انخفضت هذه الحصة في السوق إلى 45% بحلول عام 1999. ولقد فقدت هذه الحصة من الولايات المتحدة نتيجة لارتفاع التداول في الأسواق الناشئة. خلال هذه الفترة، والعديد من البورصات جديدة التي فتحت أسواقها ، ولا سيما في الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقالية، وأسواق الأسهم في أمريكا اللاتينية وآسيا وتتضح عولمة الأسواق من خلال نمبرامج الوديعه التي تم زيادة في حجمها<sup>2</sup>.

ثانيا -عوامل الجذب الداخلي PULL FACTORS: وهي العوامل الخاصة باقتصاديات الدول الناشئة وتشمل:

1- إستقرار الإقتصاد القومي MACRO -ECONOMIC STABILIZATION: حيث حققت الكثير من الدول النامية مجموعة واسعة من الإصلاحات الهيكلية وإصلاح الإقتصاد الكلي ونتج عن هذه الإصلاحات بيئة تتميز بانخفاض جوانب العجز المالي ومعدلات صرف مستقرة وواقعية وإنخفاض معدلات التضخم

<sup>1</sup> بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره

<sup>2</sup> Reena Aggarwal, Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System: Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, OP.Cit ,P(7-6)

2- تحرير الأسواق المالية : وتشمل إتخاذ تدابير محددة لتحسين الوضع المؤسسي الذي يساعد على توفير ثقة المستثمرين كإزالة أو خفض القيود على الإستثمار الأجنبي وتحسين إجراء التسوية وإتخاذ المعاملات وخفض الضرائب والرسوم على المعاملات وخفض الضرائب على الأرباح الرأسمالية

3-زيادة الإتجاه نحو الخصخصة : وهو مازاد من رسملة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة الأسهم المعروضة بما يؤدي إلى تعميق الأسواق المال المحلية ، كما يساعد على زيادة إرتباطها بأسواق المال الدولية

ولاسيما البلدان النامية والمتحولة ، إذ يدعمها الصندوق والبنك الدولي من خلال وصفة الإصلاحات الهيكلية التي تشجع إشراك القطاع الخاص والسماح لشركاته وأفراده بتملك الجزئي أو كلي لمشروعات الحكومة أو إستبدال ديونها وقروضها الأجنبية بملكية أصول القطاع العام ، إن تلك البرامج ساعدت على نقل واجتذاب تدفقات ضخمة من الأموال بلغت في البلدان النامية وحدها وللفترة (1985-1997) حوالي 342مليار دولار ومثل FDI منها ما نسبته 75%<sup>1</sup>

#### 4-عوامل الجذب المتعلقة بأسواق رأس المال :

وتتمثل هذه العوامل في عوامل الجذب التي تتمتع بها تلك الأسواق مما يؤهلها لأن تكون أحد مكونات المحفظة الإستثمارية للكثير ومن أهم هذه العوامل :

4-1-إرتفاع معدل نمو رأس المال السوقي :وهذا ما يميز الأسواق الناشئة ففي بعض الأحيان يفوق حتى معدل النمو في الأسواق المتقدمة ، رغم أن نسبة رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق متقدمة ، ويعكس هذا تزايد مستمر في هذا المعدل إهتمام المستثمرين الأجانب بالفرص المتاحة بهذه الأسواق

4-2-إرتفاع معدل نمو قيمة التداول : أيضا هذا المعدل يفوق مثيلة في الأسواق المتقدمة وهو ما يؤدي لزيادة الأهمية النسبية لهذه الأسواق ويعكس الإتجاه المتزايد لمستثمرين الدوليين لحيازة أصول مالية مصدرية في هذه الأسواق

#### 4-3-إرتفاع عوائد الإستثمار والأرباح :

وتتميز الأسواق الناشئة بإرتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي تتحقق بالأسواق المتقدمة ، ويمكن تفسير ذلك بإرتفاع مخاطر الإستثمار في الأسواق الناشئة نتيجة أن هذه الأسواق تتسم بالحساسية والتقلبات ، وأيضاً لعدم توافر كفاءة نظام المعلومات بها ، لهذا لا يقبل مستثمرين بهذه الأسواق إلا عند تقديم عوائد مرتفعة على الإستثمارات بها<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ياسر محمد جاد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 09

<sup>2</sup> بوعبدالله على ، مرجع سبق ذكره ، ص 194

المبحث الثاني : الأسواق المالية الناشئة :

لقد أحيطت الأسواق المالية الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها ، وتحديد خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية ، "وقد بدأ استخدام مصطلح الأسواق المالية الناشئة عام 1981 عندما أعدت مؤسسة التمويل الدولية لأول مرة قاعدة بيانات الأسواق المالية الناشئة لتكون بمثابة دليل للاستثمار في تلك الأسواق من قبل المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء"<sup>1</sup>، وأول من استخدم مصطلح الاقتصاديات ناشئة هو Antoine van agtmael الاقتصادي هولندي في مؤسسة تمويل الدولي في عام 1981 للإشارة إلى الدول نامية التي تقدم فرص للمستثمرين.<sup>2</sup>

المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية الناشئة:

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

أولا . مفهوم الأسواق المالية الناشئة :

وفقا لتعريف مؤسسة التمويل الدولية بشأن الأسواق المالية الناشئة فهي "تلك الأسواق في الدول المنخفضة ومتوسطة النمو ، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم "

وتصنف الأسواق الناشئة حسب هذه المؤسسة إذا توفر فيها أحد الشرطين

- إذا تواجد هذا السوق في إقتصاد نام

- إذا كان هذا السوق نفسه بصدد نمو<sup>3</sup>

ويقصد أيضا بمصطلح "الأسواق الناشئة" على أسواق الأوراق المالية التي تمر بمرحلة انتقالية، وزيادة في الحجم والنشاط، أو

مستوى التطور.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 89

<sup>2</sup> بن علي عبد الغاني و آخرون، أثار الأزمة على الإقتصاديات الناشئة "PRICS" وأهم الدروس المستفادة منها

<sup>3</sup> بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص 179

<sup>4</sup> IFC , Emerging stock market factbook ,1999,P 19

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

ويعني لفظ "ناشئة\*" أنه يوجد شيء من التغير بصدد الحدوث وأن السوق المعني ينمو من حيث الحجم وجودة الأدوات ، مقارنة بسوق آخر أقل من حيث الحجم والنشاط ولايوحى بيوادر أي تغير ، ومن جهة أخرى يمكن أن يعني لفظ سوق ناشئ لسوق الأوراق المالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق نفسه ، ويرجع ذلك إلى أن نمو السوق المال يرتبط بصورة قوية ويأتي بعد نمو الإقتصاد المعني<sup>1</sup>

كما تم تعرف أسواق الأوراق المالية الناشئة من حيث "هي مجموع الأسواق المتواجدة بالدول النامية ، تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها ، ارتفاع تقلبات أسعارها ، تمثل فرصا لتنويع الربح بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المتقدمة"<sup>2</sup>

ويمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن مجموعات ثلاثة :

### 1- الأسواق الناشئة المتقدمة :

هذه المجموعة تضم أسواق عدة (ماليزيا والمكسيك وكوريا الجنوبية وتايلندا ... إلخ) تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة : معدلات التضخم منخفضة ، استقرار نسبي في أسعار الصرف ، أنظمة مالية ومصرفية متطورة، سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات ، تبادل هام في أسواق الأسهم ، استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية

تبعاً للمعطيات العام 1992 وفيما يتعلق بمبلغ العمليات ، تأتي تايوان في المرتبة الخامسة على الصعيد الدولي بعد كل من الولايات المتحدة وبريطانيا واليابان وألمانيا وحجم العمليات في كلا السوقين الفرنسي والسويسري هو قابل للمقارنة مع ذلك الذي تعرفه كوريا الجنوبية ، فيما يتعلق بالرسمة البورصية في سوق المكسيك في مقدمة الأسواق الناشئة ورسمة البورصة المكسيكية تقارن بورصة هولندا والنمسا وقد تبعت المكسيك في ذلك كل من كوريا الجنوبية وتايوان اللتين تتقارب رسملتها البورصية مع الرسمة في إسبانيا في حين أنهما تتفوقان في ذلك عن كل من بلجيكا والدنمارك والسويد والعديد من بلدان منظمة التعاون والتنمية فأمامها مراحل من التقدم يجب أن تحتازها لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة ، لابل أنها عرضة دائما لتقلبات حادة في الأسعار كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعيرة (نشر المعلومات المحاسبية والمالية ، التقيد بالقواعد المحاسبية ... إلخ) لابل تقتصر التسعيرة أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات

<sup>1</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 179. 180

<sup>2</sup> حسان خبابة ، دور الأسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر ، فيفري 2004، ص 03



## 2- الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح :

وهي الأسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا التي تعتبر من حيث مؤسسة التمويل الدولية سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بناها وتقنيات عملها ، فعلى الصعيد التقني يلاحظ بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق هي قليلة الإنتشار ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية نشر المعلومات بدرجة استخدام المعلوماتيه في التسعيرة بالإضافة إلى ماتقدم ، فان هذه البلدان لم تستطيع لغاية الآن حل بعض المشكلاتها الدورية والهيكليه كالتضخم الحاد ،التركز الهام للمداخيل والثروة ،عدم التوازن في المبادلات الخارجية والتطور غير الكافي للأسواق المالية ، لكن على الرغم من ذلك فإن ماتسير إليه يختلف بين بلد وآخر وعلى وجه عام يمكن القول بأن الأسواق تسير باتجاه الأفضل

## 3. الأسواق الناشئة الجديدة :

يمكن القول بأن هذا المصطلح ينطبق على أسواق جميع البلدان التي لايمكن أن تعتبر اقتصاداتها متقدمة وبالتالي فهي تضم أسواق البلدان النامية أسواق بلدان اوربا الشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي سابقا ، ونظرا لعدم وجود حلول لمشكلاتها الاقتصادية فإن النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدودا أيضا هذه الأسواق المالية و هي إجمالا في مرحلة نشؤ حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضعا ، وهذا ماينعكس بدوره عبر حجم ضعيف للعمليات

- وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق الناشئة حسب إحصائيات 2007 بنحو 38 سوقا على مستوى العالمي ، 13 في قارة آسيا ، 12 في أمريكا اللاتينية ، 7 في إفريقيا ، 6 في الشرق الأوسط .
- كما أشار تقرير لمؤسسة التمويل الدولية إلى أن الرساميل الخاصة المنتقلة إلى أسواق الناشئة وصلت عام 2006 إلى 573 مليار دولار وتضاعدت إلى 620 مليار عام 2007 علما أن الأموال الرسمية وصلت إلى 65 مليار دولار عام 2007 إن تدفق رؤوس الأموال مؤشر جدى على ثقة المستثمرين في إقتصادات الدول وعلى أساس متانة الاقتصاد ولاشك في أنها تتسم بتلقي رؤوس الأموال بشكل أسرع وأكثر الدول استفادة من إنتقال رؤوس الأموال هي أمريكا اللاتينية والاقتصاديات الأوربية الناشئة ، كما أفادة نفس التقرير أن القيمة السوقية للأسهم في الإقتصادات الناشئة وصلت 5 تريليونات دولار عام 2005 وذلك لأول مرة في التاريخ وأن القيمة السوقية للأسهم الإقتصادات الناشئة قد تضاعفت على مدى العقد الماضي (1995-2005) فبعد أن كانت تبلغ أقل من 2 تريليون دولار عام 1995 وصلت إلى 5 تريليونات دولار عام 2005 وشكلت بذلك 12% من قيمة الأسهم العالمية التي بلغت

40 تريليون دولار وتعتبر سوق كوريا الجنوبية الأكبر في الإقتصادات الناشئة تليها السعودية التي فيها مليون مستثمر مواظب<sup>1</sup>

الجدول (2-3) أهم الدول الناشئة في عام 2008:

إفريقيا	الشرق الأوسط	أوروبا	آسيا	أمريكا اللاتينية
نيجيريا	البحرين	جمهورية تشيك	الصين	الأرجنتين
مصر	الأردن	المجر	الهند	برازيل
المغرب	المملكة العربية السعودية	بولونيا	أندونيسيا	الشيلي
جنوب إفريقيا	اسرائيل	روسيا	كوريا الجنوبية	كولومبيا
زيمبابوي	عمان	تركيا	ماليزيا	المكسيك
	إيران	سلوفينيا	فلبين	البيرو
			سريلنكا	فنزويلا
			تاوان	
			تايلندا	

المصدر: Emerging Markets. Dat a base, 2008,P26

ثانيا - خصائص الأسواق المالية الناشئة :

كانت أسواق رأس المال الناشئة في منتصف الثمانينات تعاني من خلل في آدائها يتمثل في ضعف السيولة ، والإغلاق في وجه المستثمر الأجنبي ، والإنتقال إلى أدوات مالية جيدة ومتنوعة ، إضافة إلى ضعف الشفافية ونقص المعلومات وعلى ذلك فإنها لم تكن تمثل أي مصدر من مصادر جذب الاستثمار على المستويين المحلي والأجنبي أما النصف الثاني من عقد الثمانينات فقد شهد تبني هذه الدول لبرامج الإصلاح الإقتصادي ، والتحرير المالي ، وبرامج الخصخصة وتنمية الأسواق المالية ، وفي ظل هذه التحولات كانت أهم الخصائص<sup>2</sup> :

**1-ضيق السوق** : تتميز الأسواق المالية الناشئة بضيقها سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المدرجة بها مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي للدولة والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة "Taux de capitalisation"، حيث تحسب نسبة بين القيمة الأسهم المسجلة بالبورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي ويصل هذا المعدل إلى أكثر من واحد في

<sup>1</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص (181-182)

<sup>2</sup>شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 87

دول مثل إفريقيا الجنوبية ويصل المعدل إلى 0,6 بدول مثل إندونيسيا ، ويمكن قول كلما اتصفت السوق بالضييق فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد

**2- التركيز (Concentration):** يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات مقيدة بالبورصة يصل عددها إلى عشرة شركات ، الأولى من حيث ترتيبها في الرملة الإجمالية للبورصة ، حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60% بينما تشهد الأسواق المتطورة نسبة لا تتعدى 20% " وهو يعتبر كمؤشر على أداء الأسواق المالية الناشئة "

### 3- التذبذب (Volatility) :

يقيس هذا المؤشر مدى تذبذب وعدم إستقرار عائدات السوق ، ويقاس باحتساب النسبة بين سعر السهم إلى أرباحه، وهي النسبة التي تسجل إرتفاعات كبيرة في معظم الأسواق الناشئة مما جعلها أسواقا تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة ، وقد سجلت هذه النسبة في البورصة البرازيل مامقداره ثمانية مرات النسبة المسجلة في بورصة هولندا

**4- التطور السريع :** تسجل الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نمو كبيرا في عدد الشركات المدرجة بها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها ، باعتبارها أسواقا تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج خصوصية واسعة ، كان هدفها الأساسي تخليص الدولة ممامتلكه من مؤسسات القطاع العام لصالح شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة في هذا الإطار يمكن ذكر بورصة عمان للأوراق المالية التي شهد تقيد 109 شركة في فترة لا تزيد عن أربع سنوات من إنشائها الفترة الممتدة من 1979 إلى 1983)

**5- ضعف التنظيم:** تشهد الأسواق الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة ، كونها أسواق وجدت نتيجة ظروف إقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها ، ولم يتوخى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها ، بمعنى أن السلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها وتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة بقيد الشركات في هذه الأسواق ، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات ، في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها .

**6- إرتفاع عوائد الإستثمار:** تمثل الأسواق الناشئة مركز الاستقطاب الإستثمار الاجنبي ، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بالاسواق المتطورة ففي دراسة ميدانية لمجموعه من الباحثين ثبت "باستعمال قاعدة بيانات تخص 24 سنة من نشاط بعض الاسواق الناشئة أن العائد على الأسهم فيها

أحسن من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، وأن العائد على المحفظة يحقق نموا سنويا مقداره 5%، 1 في السنة " الأمر الذي يمكن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج وجذب الرساميل الأجنبية لخدمة الاستثمار المحلي<sup>1</sup>

**7-درجة إنفتاح الأسواق:** تقييم درجة انفتاح الأسواق من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية ، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى ، فالأسواق الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلا من تلك المتطورة ، في عام 1995 كان المستثمرون الأجانب خلف 25% من العمليات في إندونيسيا و 20% من العمليات في المكسيك ، إن الأسواق الناشئة تظهر ميلا باتجاه فرض قيود على الأجانب للحد من الحيازتهم للأوراق المالية المحلية والعديد من البلدان فرضت حدودا قصوى على هذه الحيازة ففي الهند يصل هذا السقف إلى 51% أما في اندونيسيا فقد حدد عند 49% كما توجد أيضا هوامش لهذا السقف تتراوح تبعا للنموذج الأوراق بين 25% و 50% في تايلندا بين 5% و 49% في قبرص كذلك ، فإن كلا من كوريا الجنوبية وتايوان تطبق قواعد شديدة التقييد على هذا الصعيد ، هناك ثلاث نماذج أساسية من القيود القانونية والمؤسسية التي تحد من إمكانية الاستثمار :

- الحد الأقصى لدرجة مشاركة الأجانب المسموح به في السوق
- القيود على ملكية الأجانب للشركات
- القواعد التي تحكم تحويلات المستثمرين الأجانب بالعملة الصعبة لأرباحهم ورؤوس أموال

ويهدف تحرير الأسواق بدرجة الأولى ، إلى تسهيل دخول رؤوس الأموال الأجنبية المخصصة للتوظيف المالي لكي يتحقق هذا المبتغى يجب أن تبذل جهود حثيثة في اتجاهات عدة إذا يتوجب بدرجة الأولى أن تحقق القيود على تحويل الأرباح ، كذلك يقتضي أيضا السماح للأجانب بالاستثمار بحرية في الأسواق المالية ، أخيرا يفترض أن تقدم للأجانب إمكانية تقديم خدمات مالية تنافس تلك تقدمها المؤسسات المحلية ، وفيما يتعلق بالإصلاحات الداخلية في النظام المالي ، فهذه الأخيرة يجب أن تسمح لمعدلات الفائدة بأن تتقلب بسهولة أكبر للبنوك بأن تتمتع بمزيد من الإستقلالية ، فمعدلات الفائدة تعكس التوازن بين العرض والطلب على النقد الوطني<sup>2</sup>

في خطوة استهدفت تعزيز السيولة في السوق العمالية فتح المجال أمام المستثمرين الأجانب ، فسمح لهم بالاستثمار في البورصة بنسبة تصل إلى 49% ويجوز لوزير التجارة والصناعة أن يرفع النسبة تملك الأجانب إلى 65% إذا ما كانت هناك مصلحة تقتضي ذلك ، كما حول القانون مجلس الوزراء رفع النسبة المساهمة للأجانب في بعض الأنشطة لتصل إلى 100% من المشاريع التي تسهم في تنمية الإقتصاد بشرط ألا يقل رأس المال عن 500 ألف ريال عماني<sup>3</sup>

<sup>1</sup> خباياة حسان ، مرجع سبق ذكره ، ص (4-5)

<sup>2</sup> عائشة عزوز ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (192-193)

<sup>3</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 125

ثالثا -مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة :

على الرغم من الطبيعة الخاصة لكل سوق من الأسواق ناشئة إلا أنه من الممكن تصور وصف عام تمر به مراحل نمو جميع الأسواق الناشئة ، وقد تختلف كل مرحلة من تلك المراحل وفقا لوضع الدولة الإقتصادي والإطار العام لعملية النمو هذه الأسواق بما ، وهناك أربع مراحل أساسية تمر بها الأسواق الناشئة خلال عملية النمو وهي :

المرحلة الأولى "البداية ":

تتصف الاسواق الناشئة بقلّة عدد الشركات المسجلة وإنخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز وإنخفاض السيولة وتتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الإرتفاع ، الأمر الذي يجعلها تجذب بعض المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى وتمر العديد من الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزيمبابوي وفي شرق أوروبا مثل بولندا

المرحلة الثانية "النمو " :

يرتفع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في التطوير اللوائح التنظيمية ، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح و ثم تبدأ في إجتذاب المستثمراألجني<sup>1</sup> ، عن طريق تحسين قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها وأنظمة المقاصة والتسوية يهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المتداولة في السوق ، ولكنه مع ذلك تبقى هذه الأسواق الصغيرة بالنسبة للإقتصاد والدولة ، وإن كان يتزايد الإعتماد عليه كمصدر تمويل ومن أمثلتها البرازيل ، الصين ، كولومبيا ، الهند ، المغرب ، وباكستان والفلبين ومصر<sup>2</sup>

المرحلة الثالثة " مرحلة التطور " :

تصبح عوائد السوق مرتفعة وأقل تقلبا مع الزيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرّة وتزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح أولى إصداراتها للجمهور ، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة وقد تدفع الحاجة إلى تقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الإستثمار في الأوراق المالية<sup>3</sup> ، كما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطية المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات ووصلت هذه المرحلة كل من أسواق الأرجنتين وإندونيسيا وماليزيا والمكسيك وفنزويلا وتركيا والمجر وتايلندا

<sup>1</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 182

<sup>2</sup>بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص 181

<sup>3</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 182

المرحلة الرابعة " مرحلة النضج " :

أو المرحلة النهائية والتي تعتبر عن النضج وتميز بمالي :

- إرتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة من أنشطة المتاجرة
- إستقرار السوق ونموه<sup>1</sup>

وكذلك يزداد إتساع السوق المالي كما تنخفض علاوة المخاطر للأوراق المالية في كثير من الإقتصاديات مؤشر للحالة الإقتصادية كما تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة<sup>2</sup>

احترام السوق للمعايير الدولية المعروفة ، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين ، وفي هذه المرحلة تتميز بحجم يمكن مقارنتها بالأسواق المتقدمة وأمثلة على ذلك هونج كونج ، كوريا الجنوبية ، المكسيك ، سنغافورة وتايوان<sup>3</sup>

المطلب الثاني : مؤشرات الأداء في الأسواق المالية الناشئة :

لقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن الأساسية التي تميز تلك الأسواق هي أنها أسواق لدول آخذة في النمو في الدول النامية ، ولديها القدرة على تحقيق معدلات أعلى للنمو الإقتصادي من خلال عوائد مرتفعة لكنها في ذات الوقت تواجه مشاكل أساسية على المستويين الإقتصادي والسياسي ، وتتسم بدرجات مخاطرة مرتفعة داخل أسواقها ذات النطاق الضيق مقارنة بالأسواق العالمية وهناك مؤشرات تقيس وتقييم أداء هذه الأسواق و تتمثل في معايير تقدم ونضج السوق وهي :

أولا - مؤشر حجم السوق :

يتم قياس حجم سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرين هما :

1- مؤشر رسملة السوق :

ويسمى أيضا بالقيمة السوقية ، ويقصد به مجموعة القيم السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي ، وهي تمثل الحجم الكلي لرأس المال السوق في نهاية السنة ، بمعنى أنها تعبر عن قيم سعر الإغلاق أسهم الشركات في نهاية آخر يوم من السنة ، وهذه القيمة مهمة لرصد التطورات الحاصلة في الأنشطة الإستثمارية للاقتصاد خلال الزمن ، على أساس إن قيمة الأسهم تزداد

<sup>1</sup>بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص 181

<sup>2</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 183

<sup>3</sup>بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص 181

مع زيادة حجم المشروعات الإستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم وإن ارتفاع تلك القيمة تعني ارتفاع النشاط الإقتصادي سواء من حيث عدد الأسهم أو زيادة عدد الشركات أو أنها تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية.<sup>1</sup>

وهي أيضا نسبة بين القيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي ، والمعنى الإقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل الخاص قدرة الإقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالي<sup>2</sup>، ويتمثل الأثر الإيجابي لإتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى أن بورصة جنوب إفريقيا الأولى وبينما تأتي بورصة نيجيريا في المرتبة الأخيرة ، ووفقا لمؤشر حجم السوق فهناك إفتراض قائم بأن حجم السوق من حيث رأس المال السوقي يرتبط إرتباطا طرديا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع الأصول المالية

ووفقا لتقسيم مؤسسة التمويل الدولية بشأن تقسيم الأسواق الناشئة طبقا لرأس المال فإنه توجد أربعة مجموعات على

نحو التالي :

**المجموعة الأولى :** يبلغ رأسمالها السوقي أقل من 10مليار دولار

**المجموعة الثانية :** يتراوح رأسمالها السوقي بين 10مليار دولار و 100مليار دولار

**المجموعة الثالثة :** وفيها رأسمال السوقي يتراوح من 100مليار دولار إلى تريليون دولار

**المجموعة الرابعة :** وهي التي يبلغ رأسمالها السوقي أكثر من تريليون دولار<sup>3</sup>

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه على الرغم من صغر حجم رؤوس الأموال في هذه الأسواق إلى أن معدل نموها يفوق نظيره في الأسواق المتقدمة ، حيث وصفته بعض الكتابات بأنه كالصاروخ<sup>4</sup>، وقد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار في 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل 3 مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، وبلغت سنة 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9.47% من الرسملة السوقية العالمية في نفس العام<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عماد محمد على العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية "أسبابه وانعكاساته على الإقتصاد العالمي " ، بيت الحكمة ، الطبعة 1، بغداد العراق ، 2002، ص 61

<sup>2</sup> عائشة عزوز ، مرجع سبق ذكره ، ص 184

<sup>3</sup> بوعبد الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (181-182)

<sup>4</sup>Mark Mobius , Mobius on emarging market , Pitman publishing, London , 1996, P 6

<sup>5</sup> أسماء بلميهوب ، مرجع سبق ذكره ، ص 14

2-درجة عمق السوق المالي "مؤشر فعالية السوق المالي":

ونقصد بها الأهمية النسبية للسوق المالية في الإقتصاد القومي ، وتحسب من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي للإقتصاد نفسه ولنفس المدة الزمنية ، وهذه الدرجة من المؤشرات الهامة التي يعول عليها الباحثون كثيرا على أساس ارتفاع معدلاتها من الدلائل على حدوث معدلات نمو أعلى على المديين المتوسط والطويل الأجل، كما أنها تؤشر لنا فعالية السوق المالية في النشاط الإقتصادي وماتؤديه تلك الأسواق من أنشطة تمويلية داخل الإقتصاد.<sup>1</sup>

$$\text{درجة عمق السوق المالية} = \frac{\text{إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة}}{\text{إجمالي GDP و لنفس الفترة الزمنية}} \times 100$$

فلاحظ من خلال ( الملحق رقم 1) :الذي يعكس لنا القيمة السوقية "الرملة السوقية" لبعض الأسواق الناشئة الممثلة في الملحق خلال سنوات الدراسة (1995\_2012) ولها أهمية نسبية بالنسبة للأسواق الناشئة عموما ، ومنه نلاحظ تطور مع الإرتفاع التدريجي في الرملة السوقية للأسواق الناشئة مما يعكس مدى المساهمة في الإقتصاد بلدانهم ، فخلال سنوات الدراسة شهدت الأسواق الناشئة تذبذب في القيمة السوقية للأسواق بالإرتفاع والإنخفاض ، فقد شهدت الأسواق الناشئة عام 1997 في أغلب الأسواق خاصة الآسيوية التي تأثرت بالأزمة الآسيوية بحيث إنخفضت المحفظة المالية 23,8 مليار دولار ولقد إنخفض معدل العمق لهاته الأسواق من خلال (الملحق 2) خاصتا ماليزيا وسنغافور فوصلت في سنغافورة نسبتها 106% مقارنة بسنة 1996 بنسبة 156% معدل الرملة السوقية من الناتج المحلي إجمالي، ثم عاودت الأسواق الناشئة سنة 1999 إرتفاع وطفرة نوعية في الرملة السوقية بلغت ذروتها عام 1999 فلقد بلغت في كل من تركيا وسنغافورة قيمة الرملة 112,72 مليار دولار و198,41 مليار دولار على ترتيب ، فتصاعد القيمة السوقية هو إنعكاس للإجراءات التي إتخذتها الدول الناشئة عموما في مجال تحسين البنية المؤسسية والتنظيمية والتشريعية والتي هدفت إلى تعزيز ثقة المستثمرين بها ، من خلال تطوير قوانين الشركات التجارية ، وتحسين إجراءات وشروط الإدارة وإعتماد أنظمة وقوانين معتمدة عالميا ولالإرتقاء بمستويات الإفصاح والشفافية ، وتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ووضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الإستثمار علاوة على سن القوانين المنظمة للإستثمار غير مباشر عن طريق صناديق سندات المشتركة فقد بلغت نسبة عمق السوق أو تفاعله في النشاط الإقتصادي وتمويل الإقتصادات الناشئة وصلت عام 1999 معدلها 230% من معدل الرملة السوقية من إجمالي الناتج المحلي في سنغافورة مقارنة بالعام السابق بنسبة 110% وفي الصين بلغ معدل التفاعل والعمق في السوق نسبة 30% مقارنة عام 1998 بنسبة 23% من تمويل الإقتصاد الصيني.

وفي سنة 2001 شهدت كل من الصين ومصر إنخفاض في الرملة السوق لهاته الأسواق ، فالصين كان سبب إنخفاض الرملة السوق هو بداية التحرير المالي التدريجي التي إتخذته وفتح أسواقها أمام الإستثمار الأجنبي بلغت قيمة الرملة

<sup>1</sup>حسن كرم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص (262-263)



523,95 مليار دولار سنة 2001 مالمبته ماستعادة إرتفاعها سنة 2003 حيث بلغت قيمتها 681,20 مليار دولار بمعدل عمق للسوق 42%، ومصر بسبب أحداث 11 سبتمبر 2001 عاد جزء مهم من رؤوس أموالها من خارج وإستمر ذلك تدفق وتوظيفه في أسواقها لإنخفاض أسعار الفائدة فبلغت نسبة عمق رأسمالها السوقي 30% سنة 2002 بزيادة مستمرة ، فقد وصلت نسبة عمق وفعالية لسوق رأس المال إلى ذروتها في التمويل الإقتصاد المصري خلال (2003\_2005) بحيث وصلت عام 2005 معدل عمق السوق 89% ويعود هذا الإرتفاع بسبب إرتفاع سيولة كبيرة في أسعار النفط وإرتفاع عملية المضاربة في السوق المالي

ثم تضاعفت الرسملة السوقية للأسهم في الأسواق الناشئة خلال سنة 2006-2007 (في الملحق رقم 1) وأرجعته الدراسات إلى البيئة المؤاتية التي حققتها البلدان النامية وخصوصا الأسواق الناشئة وحديثة التصنيع إضافة إلى إستكمالها لمتطلبات التحرر المالي ورفع القيود أمام حركة رؤوس الأموال الدولية، كما شهدت أسواق الدول المتقدمة أيضا إرتفاع في القيمة السوقية في أسواقها بسبب إرتفاع أسعار الأسهم عام 2006

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية على كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء في الرسملة السوقية للأسواق فالولايات المتحدة الأمريكية لم تستعد حتى العام 2012 الرقم المسجل سنة 2006 التي بلغت 19425, 85 مليار دولار وأثرت الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية الناشئة بشكل كبير فلقد إنخفضت نسبة العمق السوق إلى نصف ففي سنغافورة وصل معدلها 94% القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 بنسبة 196% والصين تأثرت نسبة العمق وصلت نسبة إنخفاضها 62% عام 2008 مقارنة بعام 2007 بنسبة 178%.

### 3- عدد الشركات المدرجة :

هو مؤشر يبين لنا تلك الشركات التي يسمح لها بالتعامل في الأدوات المالية في السوق المالي والتي استوفت ومتطلبات الإدراج وفق اللوائح والتعليمات الصادرة ، كما يستخدم هذا المؤشر أيضا بوصفه مؤشرا للدلالة على حجم السوق ، ومنه نستطيع معرفة تمثيل تلك الشركات للقطاعات الإقتصادية العاملة في الإقتصاد ، بمعنى هل تتوزع أفقيا على جميع النشاطات الإقتصادية أم لا .<sup>1</sup>

وهو مقياس يهمل إلى حد ما الإختلافات في القيم هذه الشركات ، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة إعتقاد الشركات على التمويل المباشر ولقد إزدادت عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 بـ 137% ويرجع ذلك إلى تطور ثقافة المالية بهذه الأسواق<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 271

<sup>2</sup> عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 184

إن إرتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة يؤدي إلى زيادة درجة إتساع السوق وإرتفاع حجم الإستثمارات في الإقتصاد الوطني ، لكن يجب إستخدام المؤشرين معا لأنه قد يكون عدد الشركات المدرجة في البورصة كبيرا ولكن الإجمالي قيمة السوقية صغيرا.<sup>1</sup>

وهذا المؤشر يسمح لنا بالحصول على مؤشر آخر هو متوسط حجم الشركات من خلال قسمت القيمة السوقية للسوق المالي على عدد الشركات المدرجة فيها للسنة نفسها والذي يعبر لنا عن مستوى النشاط المالي للشركات المدرجة في السوق ، ومدى قدرتها على تمويل أنشطتها الإستثمارية ، إن إرتفاع هذا المؤشر يشير إلى إرتفاع القدرة الإستيعابية للإستثمار في الإقتصاد القومي وبالتالي تحسین مستوى النشاط الاقتصادي.<sup>2</sup>

الجدول (2-4) عدد الشركات المسجلة بأسواق الأوراق المالية خلال الفترة(1989-1998)

البيان	أسواق ناشئة	أسواق متقدمة	إجمالي
1989	8700	17210	25910
1990	9100	16320	25420
1991	9750	16130	25980
1992	10730	16970	27700
1993	11880	17010	28890
1994	14960	18500	33460
1995	17950	18640	36590
1996	19940	20240	40180
1997	20070	20800	40870
1998	26350	22100	48350

المصدر: بو عبدالله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على إستقرار أسعار الصرف في الدول العربية، ص 183

ومن الجدول أعلاه نلاحظ تزايد كبير في الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة حيث إنتقلت هذا العدد في عام 1989 من 8700 شركة إلى 26350 شركة في عام 1998 أي أصبح يفوق عدد الشركات مدرجة في الأسواق المتقدمة<sup>3</sup> وبتابعة

<sup>1</sup> فواد علوان ، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية ، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع ، الطبعة 1، المنصورة ، مصر ، 2012، ص 127

<sup>2</sup>A .Raymond and J Boyan , (Stock Market and Development)European economics Review .Vol.37,NO I , June 1998,P 640

<sup>3</sup>بو عبدالله الله علي ، مرجع سبق ذكره ، ص184

هذا المؤشر نلاحظ ارتفاع عدد الشركات المسجلة ليمثل نحو 47% من إجمالي الشركات المقيدة في العالم إلا أن متوسط حجم هذه الشركات يتميز بصغر إذا ما قورن بحجمها في الأسواق المتقدمة فقد بلغ حجمها في المتوسط 110,3 مليون دولار للأسواق الناشئة عام 1997 بينما بلغ ذات المتوسط في الأسواق المتقدمة نحو 1032,8 مليون دولار<sup>1</sup>

نلاحظ من خلال الملحق رقم 03 الذي يظهر تطور عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة خلال (1995-2012) نلاحظ مايلي :

تطور وارتفاع باتجاه تصاعدي لعدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء فلقد بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوقي الأوراق المالية لبورصات الدول المتقدمة والناشئة إلى غاية 2012 عددها 42979<sup>2</sup>.

ولا يزال عدد الشركات مدرجة في الأسواق المالية الناشئة أقل من 21% يسهم في الإقتصاد العالمي ، ومع إستمرار الإقتصادات الناشئة في التفوق في النمو على الدول المتقدمة ، فإن حصتها من الإقتصاد العالمي سوف تتخطى حصة الدول الصناعية على مدار الخمس والعشرين إلى الثلاثين سنة القادمة .

من خلال الملحقين 2 و3 نلاحظ مايلي :

- أن الأزمة المالية العالمية 2008 أثرت في معدل مؤشر عمق وفعالية السوق في الأسواق المالية فقد إنخفض هذا المعدل إلى النصف بين سنتين 2007-2008 في تمويل الشركات المدرجة في الإقتصاد العالمي في حين لم تؤثر الأزمة المالية العالمية في عدد الشركات المدرجة على مستوى البورصات العالمية سواء ناشئة أو متقدمة بإستثناء عدد قليل من الشركات المدرجة التي خرجت من السوق المالي بسبب تأثرها بالأزمة بنقص في سيولة أو إفلاسها
- ونلاحظ من خلال الملحق 03 أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية ناشئة المتطور (حسب مراحل تطور الأسواق الناشئة سابقة الذكر) بحيث يتصف سوقها المالي بارتفاع درجة السيولة وبدرجة كبيرة في إستقرار السوق ونموه وإتساع حجم السوق وإنخفاض المخاطر الأوراق المالية وثقة المستثمرين فيها ، فمن خلال تحرير المالي الكامل التيوصلت له هذه الأسواق زادت نسبة الإستثمارات الأجنبية وإستثمارات المحفظة المالية فيها وبالتالي لامتول إقتصاداتها بشكل الكبير ، ولقد أثرت عمليات إنفتاحها وإندماجها في الإقتصاد العالمية ومن هذه الأسواق نجد بورصة سنغافورة وصل عدد الشركات المدرجة سنة 2012 قيمته الإجمالي 776 منها 304 شركة مدرجة أجنبية و472 محلية ولقد زادت عدد الشركات المدرجة في بورصة سنغافورة بنسبة 0,4% عن سنة 2011 أصبحت تساوي أو تزيد عدد شركات الأجنبية المدرجة في البورصات العالمية مثل بورصة ناسداك التي بلغ عدد الشركات المدرجة الأجنبية 285 لغاية سنة 2012، فلقد بلغ متوسط حجم الشركات خلال سنة 2012 في الصين تجاوز

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 88

<sup>2</sup> <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports,2/05/2015>

المليار دولار بقيمة 1,48 مليار دولار وفي الولايات المتحدة الأمريكية 4,55 مليار دولار ويوجد دول أقل من مليار فني تركيا بلغ 0,76 مليار دولار وسنغافورة 0,55 مليار دولار : إن ذلك يؤشر الإمكانية الإستثمارية العالية لدى الشركات المدرجة خصوصا تلك التي تجاوزت حاجز 2 مليار دولار ، وبالتالي يمكن أن يعول على تلك المقدره الإستثمارية لتلك الشركات في تطوير الأداء الإقتصادي في إقتصاداتها .

### ثانيا -درجة السيولة :

ويقصد بدرجة سيولة كما قلنا سابقا القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ويسر أي بتكاليف أقل ، فالسيولة تساهم في تغيير محافظ الأوراق المالية بسرعة كبيرة ، بذلك تقلل مخاطر الإستثمار وتسهل الإستثمار طويل الأجل ، إذ تسهل على المستثمرين الخروج من السوق في الوقت الذي يرغبونه ، كما أنها تسهل على الشركات المدرجة للحصول على إحتياجاتها المستمرة من المواد المالية بتكلفة معقولة ، يمكن جعل الأصول المالية بالاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة كضمان للقروض المصرفية .

ثمة مؤشران يستخدمان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما :

### 1-معدل التداول :

وتمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي منسوبة لإجمالي الناتج المحلي ، وتعكس مستوى السيولة في الإقتصاد الوطني، كما تكمل نسبة رأس مال السوق <sup>1</sup>.

نلاحظ تطور قيمة تداول في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة خلال 1995-2012 فقد بلغ قيمة التداول في الأسواق المالية الناشئة بـ 1042 مليار دولار سنة 1995 ولقد إنخفض معدل التداول الأسواق الناشئة من إجمالي الأسواق لسنة 1994 بـ 18,8 مليار دولار إلى 10,02 مليار دولار سنة 1995 بسبب الأزمة المالية المكسيكية وحدث إنهيار في قيمة عملتها الوطنية ثم تطورت قيمة التداول بإتجاه تصاعدي ثم حدث إنخفاض ثاني بسبب الأزمة جنوب شرق آسيا التي مست جميع الأسواق المالية الناشئة وماحدث في دول النامية من تدهور في قيمة العملة المحلية ، ومن سنة 1997 إلى سنة 2012 ومن الملحق رقم 5: شهدت جميع الأسواق المالية تطور مستمر ، ولكن الأسواق المتقدمة تبقى تسجل أكبر قيمة من الدول الناشئة بإستثناء الصين والتي بلغت 5826,51 مليار دولار عام 2012 .

ونلاحظ من خلال الملحق رقم 4 الذي يظهر معدل التداول بالناتج المحلي فنلاحظ التطور الكبير في جميع الدول بدون إستثناء بل وافق المعدل المسجل في بعض الأسواق المتقدمة ومن بين هذه الأسواق في سنة 2012 نجد سوق تركيا المالي سجل معدل 44,18% مقارنة بسوق فرنسا المالي بمعدل 41,93% وسوق الصين المالي بمعدل 70,80% فاق سوق كندا

<sup>1</sup> فؤاد علوان ، مرجع سبق ذكره ، ص (131\_130)

المالي بمعدل 66,32% وسوق سنغافورة المالي 54,43% فاق المعدل المسجل في سوق ألمانيا 34,64% مما يدل زيادة أهمية سوق المالي في تمويل الإقتصاد خاصة الأسواق الناشئة ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية في معدل التداول بالناتج المحلي في جميع الأسواق خاصة المتقدمة مما جعلها تساوي الأسواق الناشئة بل وتفوقها (كما هو مبين في الملحقين 4,5)

## 2- مؤشر معدل دوران السهم: Stock Turnover Ratio index

وتعتمده الدراسات المالية لتبيان درجة تطور سيولة السوق المالية ومستوى تكاليف المعاملات داخله ، ويشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية (حجم التداول) مقسوما على القيمة السوقية ، وكلما ارتفعت قيمة حجم التداول بمعدلات أعلى من إرتفاع القيمة السوقية ازدادت قيمة المؤشر وتوضح ارتفاع درجة السيولة للسوق المالي ، والأوراق المالية تتداول بسهولة ويسر وبأدنى كلفة وعدم وجود المعوقات أمام إبرام وتسوية الصفقات المالية ، ويعبر لنا أيضا عن النشاط التداول في السوق المالية ، علاوة عن مستوى النشاط الإقتصادي للسوق<sup>1</sup>.

نلاحظ من خلال الملحق (06) : الذي يعرض لنا هذا المؤشر تطور معدلات التداول لبعض الأسواق الناشئة والمتقدمة خلال الفترة 1995-2012:

نلاحظ تطور وإرتفاع في هذا مؤشر في كلا السوقين المتقدمة والناشئة مع تباين هذا المعدل من سوق لأخر وفقا لدرجة نشاط السوق ، ولكن وفقا هذا المؤشر هناك بعض الأسواق الناشئة يفوق معدل دوران فيها مثيله في الأسواق المتقدمة، وهو الأمر الذي نشرته مؤسسة التمويل الدولي في كتابها السنوي سنة 1999 بأن هناك سبعة أسواق ناشئة كانت ضمن العشرة أسواق الأولى من حيث أعلى معدل دوران وهم "تايوان ، كوريا الجنوبية ، الصين ، باكستان ، تركيا، اليونان ، سلوفاكيا "

بحيث بلغ معدل الدوران في سنة 1995 في كل من الأسواق الناشئة: ففي الصين بلغ معدل دورانها 116,36% وفي تركيا بلغ معدل دورانها 242,58% ولقد فاقت بعض المعدلات المسجلة في الدول المتقدمة فنجد أن معدل الدوران بلغ في الولايات المتحدة الأمريكية 85,68% وفي فرنسا 74,41% وفي ألمانيا 109,47%

ولقد سجل في سنة 2012 فنجد معدل الدوران في بعض الأسواق الناشئة مازال يفوق أسواق الدول المتقدمة ومن الأسواق الناشئة نجد الصين بلغ معدلها 164,44% وفي تركيا بلغ معدل دوران 136,51% مقارنة بمعدل المسجل في الأسواق المتقدمة: ففي الولايات المتحدة الأمريكية بمعدل 124,60% وفي فرنسا 66,43% وفي ألمانيا 91,77%، بالرغم من أن عدد من الأسواق المالية الناشئة حقق معدلات دوران أعلى من مثيلاتها في الدول المتقدمة ، أي أن أسواقها تتسم بدرجة عالية من السيولة ، إلا أن ذلك يرجع إلى أن المستثمر في الأسواق الناشئة هدفه الأول هو المضاربة على أسعار الأسهم وتحقيق الأرباح الكبيرة

<sup>1</sup> حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره ، ص (273-274)

والسرعية ، ويعكس المستثمر في الأسواق المتقدمة والذي هدفه تملك أسهم الشركات نظرا لتمتع هذه الشركات بمركز مالي قوي ورجحية مرتفعة ومتزايدة بعكس حال الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة .

### ثالثا -درجة التركيز :

تقاس درجة التركيز بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي ويلاحظ أن درجة التركيز كبيرة في الأسواق الناشئة حيث تتميز تلك الأسواق بوجود الكثير من الشركات الحكومية والعائلية المغلقة ويبلغ المتوسط نصيب أكبر عشر شركات في القيمة التداول في الأسواق الناشئة الناشئة 42% بينما نجدها في الأسواق المتقدمة تبلغ 12% وذلك عام 1995 ونجدها مرتفعة في أسواق أمريكا اللاتينية حيث بلغت في المتوسط 70,5% النسبة من إجمالي رأس المال السوقي خلال الفترة 1993-1998، بينما في آسيا بلغت نحو 61% في أعلى النسبة في أسواق إفريقيا والشرق الأوسط 43,6%.

وهذا الإرتفاع في نسبة التركيز يعني إرتفاع نسب المخاطرة المتعلقة بالإستثمار في تلك الأسواق حيث إن تقلبات في أسعار تلك الأسهم تجعل الأسواق عرضة للتقلبات وأنواع المضاربة مما يقلل من كفاءة السوق.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : أثر الأسواق المالية في إقتصاديات الدول الناشئة :

تتميز الأسواق المالية العالمية بالاتجاه نحو المزيد من الإندماج والتحرير والتكامل حيث تندفق مبالغ ضخمة من رأس المال عبر الحدود ، للإستفادة من مزايا تنويع المخاطر ، وقد تمت هذه الزيادة في التدفقات عبر الحدود ، للاستفادة من مزايا تنويع المخاطرة ، وقد تمت هذه الزيادة في التدفقات عبر الحدود نتيجة لتحرير الأسواق المالية المحلية وفتح الأسواق أمام الأجانب بعد إزالة القيود على رأس المال وغيرها من العوامل التي كانت تحول دون سهولة المعاملات بالإضافة إلى ذلك فقد استفادت هذه الأسواق من التحسين في السياسات الداخلية وزيادة النمو الإقتصادي للدول الناشئة ، ولذلك فقد تميزت هذه التدفقات الخاصة بالتحول من القروض التجارية إلى المصادر خاصة أجنبية شكل زيادة في الإستثمار المباشر والإستثمار بالمحفظة وقد تم تشجيع التدفقات الرأسمالية للإستثمار في الأوراق المالية بناء على عدد من الأسس، فلم تقتصر على قدرة تلك الإستثمارات على دفع ميزان المدفوعات نحو التحسن ، لكن أيضا للمرونة الفائدة التي تتمتع بها هذه الإستثمار في الأسهم مقارنة بالديون ، فضلا عن الحصانة التي تملكها هذه التدفقات من أسعار فائدة وقدرتها على تشجيع تنمية السوق المحلي لرأس المال ، ومع هذا فقد أثبتت تلك التدفقات الرأسمالية الضخمة أنها سلاح ذو حدين وقد إتضح ذلك من التدفقات الكبيرة إلى العديد من الإقتصاديات الناشئة ومما صاحبها من أزمات مالية أصبحت المكسيك عام 1994 و جنوب شرق آسيا في عام 1997 وروسيا في عام 1998، إن العولمة المالية تنطوي على مخاطر كبيرة لان الإضطرابات في أحد البلدان يمكن أن ينتقل عن طريق العدوى إلى الدول الأخرى ولذلك فإن منافع أسواق الأوراق المالية يجب أن توازن في المقابل التكاليف والمخاطر من تلك الأسواق :

<sup>1</sup> علي بوعبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 186

أولاً - الآثار الإيجابية للأسواق المالية الناشئة :

لقد نتج عن تدفقات رؤوس الأموال للدول النامية من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة عدد من الآثار الإيجابية على كل من الاستثمار والتنمية الاقتصادية لهذه الدول كما ساعد نمو هذه الأسواق على تحقيق مكاسب صافية على مستوى العالم وذلك كمايلي<sup>1</sup>:

**1-إنخفاض تكلفة تمويل التنمية :**

لقد عمدت الدول النامية على الاقتراض في تمويل عمليات التنمية بها لفترات طويلة ، وكانت القروض تتم في غالب الأحيان بأسعار الفائدة العالمية وبالتالي لعبت سياسات الإقراض وإرتفاع أسعار الفائدة دوراً رئيسياً في زيادة حجم الديون الخارجية للدول النامية<sup>2</sup> وزيادة تكلفة الديون وخدمتها على الدول المقترضة أما نشأة الأسواق الناشئة بالدول النامية واجتذابها لتدفقات مالية هائلة في صورة استثمار مالي في الأدوات المالية المختلفة المطروحة في هذه الدول على الحصول على الأموال اللازمة لها وبتكلفة تقل عن تكلفة القروض التي كانت تلجأ لها من قبل .

**2-زيادة الاستثمار في دول الأسواق الناشئة :**

لقد أدى نمو الأسواق الناشئة وزيادة الاستثمار في الدول هذه الأسواق ، حيث أنها مكنت الشركات من الحصول على الأموال اللازمة لها بتكلفة منخفضة مما أدى إلى زيادة الاستثمارات في هذه الدول وكذلك زادت نسبتها إلى ناتج المحلي GDP ، فعلى سبيل المثال زادت نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلندا من 23,9% عام 1987 إلى 38,2% عام 1991 مما يعكس تأثير نمو سوق الأوراق المالية في تايلندا على زيادة الاستثمارات ونسبتها من الدخل القومي لها ، إن هذا النمو يمكن تفسيره بأن النشاط الأسواق المالية الناشئة وزيادة الإستثمار المالي بها أدى إلى زيادة في الإستثمار الحقيقي بدول الأسواق الناشئة ، وطبقاً لعلاقة المضاعف فهذه الزيادة في الإستثمار ستؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل القومي ، أي أن نشاط الأسواق الناشئة ونموها له تأثير إيجابي على معدل النمو الاقتصادي لدول الأسواق الناشئة

**3-تحسين قيمة العملة في الدول الأسواق الناشئة :**

ساعد نمو الأسواق الناشئة على تدفق رؤوس الأموال إلى داخل هذه الدول بشكل قد يؤدي إلى تحسن في عملة الدول المتلقية لهذه التدفقات ، ففي الدول التي تتبع نظام تعويم العملات (هو حال الكثير من دول الأسواق الناشئة ) فإن أي تدفق لرأس المال داخل هذه الدول بما يفوق القدرة اللازمة لتمويل العجز الحساب الجاري يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية

<sup>1</sup> عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص (194-195)

<sup>2</sup> علي عبد الفتاح أبو شرار ، الإقتصاد الدولي نظريات وسياسات، الطبعة 2، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان الأردن ، 2010، ص 216

وينعكس ذلك على تحسن سعر الصرف الإسمي للعملة مما ينتهي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي، وذلك في حال انخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات .

#### 4- تخفيف حدة التقلبات الاقتصادية :

لقد ساعد نمو الأسواق الناشئة على تخفيف من حدة التقلبات الاقتصادية ، حيث إن المستثمرين في الأوراق المالية يمتنعون عن بيع أية أصول لديهم إذا كانت أسعار هذه الأصول في حدها الأدنى (حالة كساد ) ، وأيضاً يمتنعون عن شراء أية أصول مالية إذا كان سعرها في حدها الأقصى (حالة رواج ) رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية من خلال عمليات بيع هذه الأصول أو شرائها ، وهذا الإمتناع عن البيع أو الشراء في فترات ذروة الكساد والرواج يمثل عاملاً داخلياً في التخفيف من حدة الدورة الاقتصادية ، وهذا يعني أن نشاط الأسواق الناشئة ساعد بدرجة كبيرة على تقريب بين ذروة الرواج والكساد في الدورة الاقتصادية أي أنه ساعد على تحقيق الاستقرار في الدورة الاقتصادية لدول الأسواق الناشئة .

#### 5- دورها في استعادة رأس المال الهارب :

ترتكز قرارات المستثمرين في الدول النامية والدول المتقدمة على مقارنة العائد بالمخاطر في كل من دولة المستثمر والدول الأخرى ، ومن ثم عدم وجود فرص للإستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية ، وغياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من الأسباب هروب رؤوس الأموال إلى الدول المتقدمة ، وقد بلغ حجم رؤوس الأموال الهاربة من أمريكا الجنوبية 151مليار دولار خلال الفترة من 1973-1985 أي ما يمثل 40% من الدين الخارجي لهذه الدول في تلك الفترة ، وكذلك يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لاسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهوما يتوافر في تلك الأسواق ، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في الأسواق الناشئة ، نظراً لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الاقتصادية والأحداث المتوقعة عن المستثمر الأجنبي .

بالإضافة إلى ماسبق فإن وجود أسواق الأوراق مالية ناشئة يقلل من فرص هروب رؤوس الأموال للخارج وخاصة تلك

التي تخرج نظراً لعدم وجود أسواق مالية محلية تعطى بدائل استثمارية متعددة وارتفاع العائد بها <sup>1</sup>.

#### ثانياً - الآثار السلبية للأسواق الناشئة :

على الرغم من المزايا العديدة التي نتجت عن نمو الأسواق الناشئة إلا أنها تحمل معها قدراً من المخاطر والمشاكل التي تؤثر على اقتصاديات الدول النامية ، ويرجع ذلك إلى ما يميز به الاستثمار في المحفظة الأوراق المالية من المخاطر التدفق العكسي

<sup>1</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص (194-196)



في الأجل القصير مقارنة بالأشكال الأخرى من تدفقات رأس المال مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والإقتراض من مؤسسة التمويل الدولية والبنوك الأجنبية ويترتب على التدفق العكسي ، تقلبات شديدة في سعر الصرف أو في أسعار الفائدة أو في كليهما ، ونورد فيما يلي بعض الظواهر التي تحد من كفاءة النظام المالي في الأسواق المالية العالمية بصفة عامة وتظهر بصفة أكثر عمقا في كثير من الأسواق الناشئة وبالتالي تزيد من حدة وأثر المشاكل التي تتعرض لها هذه الأسواق ومن أهم هذه المشاكل مايلي :

### 1-عدم تجانس المعلومات Asymmetric Information:

ويقصد بها التوزيع غير المتساوي للمعلومات بين طرفي إحدى المعاملات ويترتب عليه إختلاف الأسعار عن القيمة الحقيقية وخلق مشاكل تؤدي إلى زعزعة السوق ، أما إقتصاديات الأسواق الناشئة فإن مستوى المعلومات يتسم بالنقص إلا أنه مع توفير قواعد الإفصاح التي تفرضها السلطات التنظيمية فمن المتوقع أن تقل حدة هذه المشاكل<sup>1</sup> ، وقد تؤدي المعلومات غير المتماثلة إلى حدوث أزمات مصرفية وأزمة الدين وأزمة متعلقة بتدهور أسعار الأصول في أسواق رأس المال<sup>2</sup> ويترتب على هذه الظاهرة مشكلات التالية :

◀ الإختيار العكسي "Adverse Selection" :

وهي مشكلة من مشاكل عدم تجانس المعلومات تنشأ قبل إتمام المعاملة ، حيث لا يستطيع أعوان الفاضل التمويلي التمييز بين أصحاب العجز التمويلي الذي لديهم ملاءة مالية جيدة أو العكس بسبب عدم توفر المعلومات الكافية ، مما يخضع السوق إلى ما يعرف "بقانون غريشام" حيث تطرد المنتجات المالية الرديئة المنتجات المالية الجيدة ، مما يوقع المستثمر فيما يعرف بالاختيار السيئ أو العكسي .

◀ الخطر المعنوي "Moral hazard" :

يحدث الخطر المعنوي بعد أن تتم المعاملة ، وعندما يكون هناك حافزا لدى المقترض لممارسة أنشطة لا يرغب فيها المقترض أو أنشطة غير أخلاقية (أي أنشطة تقلل من احتمال سداد القرض).

◀ مشكلة الاستفادة دون دفع التكاليف "Free Rider problem" :

وتحدث هذه المشكلة عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جميع المعلومات بالاستفادة من المعلومات التي يقوم الآخرون بجمعها ، الأمر الذي يشبط من حافز الحصول على المعلومات .

<sup>1</sup>شذا جمال الخطيب مرجع سبق ذكره ، ص 62

<sup>2</sup>GOETY VON PETER, *Asset prices and banking distress a macro economic approach*, bank for international settlements ,basel ,october ,2004,P P (1-2)

## 2- أثر العدوى "Contagion Effect" :

يظهر أثر العدوى عندما ينتشر فقدان الثقة في بنية النظام المالي ، مما يترتب عليه زيادة انتشار التصفيات وزيادة الضغوط من أجل البيع وتزداد حدة سحب العملات ، وقد إتضح منذ بداية أزمة الديون في الثمانينات ، أن الصعوبات التي يواجهها أحد البلدان تعدي الجدارة الائتمانية لمن حوله ، وعلى ذلك فإن آثار الذعر الذي يصيب السوق وظاهرة العدوى تحدد استقرار المقرضين ، والنظام برمته ، كما تحدد استقرار الأنظمة المجاورة أيضا .

ويبدو أن أثر العدوى يزيد من تفاقم الأزمة ومن احتمالات وقوعها سواء كان هذا الأثر ناجما عن سلوك المستثمر الأجنبي أم عن عوامل أكثر ارتباطا بالبنية الاقتصادية الأساسية .

## 3-المشاكل المتعلقة بالتقلبات والمضاربة :

مع التطور في تنظيم أسواق الاستثمار المالي الذي زاد من مخاطر المضاربة والمشاكل المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة في الأسواق العميقة ، فهذه السيولة تسمح للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة بتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات ، أو الحالة النفسية وليس نتيجة أي تغيير في الأساسيات الاقتصادية ، مما يحدث تقلبات مفرطة في العائدات ، وهذه تضعف من ثقة المستثمرين وتثبط المشاركة من جانب المستثمرين الذين لا يميلون إلى المخاطرة ، ويشير Demetriadas 1998 إلى أن الزيادة الملحوظة في أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة قد تكون نتيجة للفقاعات التي تنتج عن المضاربة ، وتوجد الفقاعة إذا كان السعر الأصل مرتفعا اليوم بغير سبب غير اعتقاد المستثمرين بأن سعر البيع سيكون مرتفعا غدا ، وليس لأن المركز المالي للشركة يبرر هذا السعر أي عندما لا تبرر أساسيات الاقتصاد ذلك السعر وفي هذه الحالة قد يرتفع السعر لفترة طويلة نسبيا من الزمن بالنسبة إلى المستويات التي تبررها أساسيات الاقتصاد ، لكنه ينخفض انخفاضا حادا عند حدوث تغيرات مفاجئة في الظروف السائدة في السوق ، أما إذ حدث تغيير في أساسيات الاقتصاد فإن أثارها قد يكون ضخما ، وله أهمية أكبر بكثير من تأثير تقلبات الأسعار وحده ، وقد أوضح Kunt & Levine 1996 الأثار السلبية التي تترتب على تقلب الأسعار في سوق الأوراق المالية ، فقد بحثا التقلبات المميزة للبورصات من وجهة نظر ارتباطها بحجم السوق ومدى تحرير رأس المال في عينة من 45 سوقا متقدمة وناشئة في الفترة بين 1986-1993 وجد أن الأسواق الكبيرة والمتكاملة مع الأسواق الدولية تميل لأن تكون أقل تقلبا ، كما قام Levine & Zervos 1995 بدراسة تأثير تحرير ضوابط رأس المال في 16 بلدا قامت بإنقاص الحواجز القائمة في طريقة رؤوس الأموال الدولية وتحرير تدفق عائداتها خلال حقبة الثمانينات ، وخلصا إلى أن تقلبات سوق الأوراق المالية تزيد بشكل ملحوظ على الفور بعد تحرير رؤوس الأموال فيما يقرب من نصف عدد البلدان التي تناولتها الدراسة ، وأن هذا التقلب في الأسواق التي قامت بالتحرير ينتظر أن يتضاءل على المدى الطويل عندما يتسع نطاق هذه الأسواق وتزداد عمقا<sup>1</sup>

<sup>1</sup>شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص (62-65)

## 4-المشاكل المرتبطة بالاستثمار بالمحفظة :

تنشأ المخاوف من أن تؤدي التدفقات الخاصة بالاستثمارات بالمحفظة إلى الإضرار باستقرار الاقتصاد الكلي أو هي تنشأ جزئياً من الخوف من أن تكون هذه التدفقات الدائمة أيضاً يمكن أن تخلق مشكلات للموئمة فان التدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند وصولها وكذلك عند خروجها ، وقد بدا في أوائل التسعينات أن هناك مشكلة تتعلق بالحصول على قدر من رؤوس الأموال "أكثر من اللازم" ، وقد تنشأ هذا القلق من زيادة رؤوس الأموال على البلدان النامية بسبب تأثيره في الاقتصاد الكلي و أثاره الأخرى في البلد المتلقي ، بالإضافة إلى أن تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن تمثل مشكلة إذا كانت قصيرة الأجل وشديدة التقلب.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عمر صفير ، العولمة والقضايا الاقتصادية المعاصرة ، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001، ص 132

### المبحث الثالث : مستقبل الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي

الرغم من التطورات التي يشهدها النظام المالي والنقدي الدولي منذ انخيار نظام بروتن وودز وحتى الأزمة المالية العالمية مروراً بأزمة المديونية الخارجية وأزمة أسواق المال الأمريكية وأزمات دول الأسواق الناشئة في التسعينيات ومطلع القرن الحالي فماتزال الدول الكبرى تتحكم بمصير هذا النظام ومن ثم الدول النامية ، فالأخيرة هي دائماً مغلوبا على أمرها ولكن مع بروز الاقتصادات الناشئة في الآونة الأخيرة أعيد النظر في امكانية أن تلعب الدول النامية دوراً مهماً في مستقبل النظام المالي الدولي مع تراجع اقتصادات الدول المتقدمة وبعد أن ثبت فشل هذا النظام في تحقيق الاستقرار الاقتصادي العالمي عندما أهملت حقوق هذه الدول

#### المطلب الأول : الإطار المؤسسي للأسواق الناشئة :

إن أحد أهم مؤسسات التمويل الدولي منذ نهاية الحرب العالمية الثانية هي مؤسسات المالية الدولية الرسمية فمنها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومن فروعها مؤسسة التمويل الدولية ، وتقوم هذه المؤسسات الدولية ومنذ ذلك التاريخ بإدارة النظام النقدي والمالي العالميين تبعاً لأهداف التي أسست من أجلها بعد أن بدأ بالنظام الجديد حينذاك ، ورغم كل التغيرات التي طرأت وحدثت في العالم وغيرت معالم ذلك النظام إلا أن مؤسساته كانت ولا زالت تمارس دورها وعلى مستوى العالم .

#### أولاً -صندوق النقد الدولي International Monetary fund:

##### 1-تعريف صندوق النقد الدولي :

هو وكالة متخصصة من وكالات منظومة الأمم المتحدة ، أنشئ بموجب معاهدة دولية في عام 1945 للعمل على تعزيز سلامة الاقتصاد العالمي ، ويقع مقر الصندوق في واشنطن عاصمة الولايات المتحدة الأمريكية ويديره أعضائه الذين يشملون جميع بلدان العالم تقريباً بعددهم البالغ 184 بلداً.

وصندوق النقد الدولي هو المؤسسة المركزية في النظام النقدي الدولي - أي نظام المدفوعات الدولية وأسعار صرف العملات الذي يسمح بإجراء المعاملات التجارية بين البلدان المختلفة.

ويستهدف الصندوق منع وقوع الأزمات في النظام عن طريق تشجيع البلدان المختلفة على الإعتماد سياسات اقتصادية سليمة ، كما أنه - كما يتضح من اسمه - صندوق يمكن ان يستفيد من موارده الأعضاء الذين يحتاجون إلى التمويل المؤقت

لمعالجة ما يتعرضون له من مشكلات في ميزان المدفوعات<sup>1</sup> ، ويسهم صندوق النقد الدولي في جهود تعزيز الرقابة المصرفية في كثير من البلدان ، وهو ما يتم في بعض الأحيان في إطار البرنامج تقييم القطاع المالي المشتركة بين الصندوق والبنك الدولي<sup>2</sup>

## 2-أهداف ومبادئ صندوق النقد الدولي :

تتركز أهداف الصندوق النقد الدولي بما يلي :

- تسهيل نمو التجارة الدولية وتحقيق التوازن بين دول العالم
- تعزيز استقرار التبادل بين العملات بين دول العالم
- تعزيز سياسات التحرر المالي وتخفيف القيود والإجراءات
- توفير الموارد المالية وإتاحتها للدول الأعضاء على أساس قاعدة التمويل المؤقت لغرض تعديل وتصحيح ميزان المدفوعات للدول التي تعاني عجز فيه<sup>3</sup>.

-وقد حدد لصندوق مهام جديدة وهي كالتالي :

- تحويل الفوائض المالية من الوحدات ذات العجز سواء كانت رسمية أو خاصة والحرص على المصالح الأطراف الدائنة
- رسم سياسات تنموية جديدة وشاملة على زيادة التحرير الإقتصادي
- إدارة لأزمة المديونية

غير أن صندوق النقد الدولي تغير كثيرا منذ ولادته ، لقد أسس الصندوق علي مبادئ أرادها له الذين أنشأوه كي يمارس

دوره بكفاءة في:

- تصحيح عمل الأسواق التي رأى المؤسسين له أنها في أحيان كثيرة تعمل بشكل سيء.
- ممارسة ضغط دولي على الدول لحملها على اعتناق سياسات اقتصادية توسعية ، (زيادة الإنفاق العام ، تخفيض الضرائب ، خفض معدلات الفائدة ) ، لأجل تنشيط الاقتصاد .

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى ، المؤسسات المالية المحلية والدولية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، عمان الأردن ، 2009، ص 296

<sup>2</sup> محمد أحمد السريقي وآخرون ، التجارة الدولية والمؤسسات المالية الدولية (البنك الدولي . صندوق النقد الدولي . مؤسسة التنمية الدولية )، الطبعة I، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع ، إسكندرية مصر ، 2013 ، ص 320

<sup>3</sup> سرمد كوكب جميل ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (128-129)

غير أنه خان تلك المبادئ , فبدلاً من إسهامه في تصحيح سيئات الأسواق أصبح متعصبا لهيمنة السوق على النشاط الاقتصادي , وبدلاً من دعم السياسات الاقتصادية التوسعية للدول بل أصبح لايزودها بالمال إلا إذا مارست سياسات تقشفية ( خفض العجز , زيادة الضرائب , رفع معدلات الفائدة الذي يؤدي إلى انكماش الاقتصاد).<sup>1</sup>

فبعد انهيار نظام بروتون وودز وإنهاء قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب وإعتماد نظام تعويم الحر جعل صندوق النقد الدولي يفقد دوره الأساسي الذي أنشأ لأجله , غير أن أزمة المديونية التي تفجرت في معظم دول العالم الثالث وظهور الفوائض النفطية في الكثير من الدول الناتجة عن ارتفاع أسعار البترول جدد له دوره إلى مؤسسة عالمية تشرف على إدارة أزمة مديونية بضبط برامج إقراض وإعادة الجدولة , وأضحى له دوراً جوهرياً في إعادة فتح إقتصاديات الدول النامية أمام رأس المال الدولي وأحدثت المستجديات الإقتصادية والمالية التي شهدتها النصف الأول من عقد التسعينات من القرن الماضي تحولاً في دور الصندوق من خلال تدخله لوضع حد لأزمات العولمة المالية التي عصفت بالعديد من الإقتصاديات الآسيوية والأمريكية وتقليل من آثارها.<sup>2</sup>

### 3 - تعامل صندوق النقد الدولي مع الأزمات المالية العالمية:

لقد أوكل المجتمعون في بروتون وودز إلى صندوق النقد الدولي مهمة الحفاظ على إستقرار النظام النقدي العالمي، ما جعل من الصندوق مؤسسة عالمية تسعى إلى إصلاح الأنظمة المالية للبلدان في العالم، ومن هنا كانت أهمية دراسة صندوق النقد الدولي بكافة جوانبه، للوقوف على الدور الذي يقوم به لا سيما في الأزمات التي عصفت ببعض الدول.

### 3-1- دور الصندوق في الأزمة المالية للنمور الآسيوية 1997:

إن المعجزة الآسيوية التي شغلت العالم في السبعينيات من القرن الماضي من خلال قدرة دول آسيا الشرقية النامية على تحقيق نمو أسرع , والتقليل من الفقر , وتحقيق استقرار أفضل من كثير من المناطق في العالم يومذاك , حقا لقد حققت نجاحاً باهراً جعلت صندوق النقد الدولي يبدى ثقة عالية بتلك الدول , غير أن هذا الصندوق وحال إنفجار الأزمة ينهال مع البنك الدولي بالانتقادات العنيفة على البلدان الآسيوية : مؤسساتها الفاسدة , وحكوماتها فاسدة , ويجب إصلاح كل شئ من الأساس , الأمر الذي يكشف جهلاً فاضحاً بطبيعة المنطقة , فكيف لدول حققت نجاحاً اقتصادياً باهراً أن تكون مؤسساتها فاسدة ؟ إن إجابة لجوزيف إ.ستيغلتي (صاحب كتاب خيبات العولمة ) على هذا السؤال تؤكد رؤيتنا للمسألة وهي أن صندوق النقد الدولي لا يرى مصلحة في نهضة دول المحيط الرأسمالي لأن في هذه النهضة تقزيم لمصلحة الولايات المتحدة وأوروبا وحيثانها الاقتصادية التي تسبح في مياه الصندوق.

<sup>1</sup> علاوي محمد لحسن وصالحى هالة , حوكمة أداء صندوق النقد الدولي ضرورة يتطلبها تعافي الاقتصاد العالمي ,الملتقى العلمي الدولي الأول حول :آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة , ورقة الجزائر , 26-25 نوفمبر 2013, ص 94

<sup>2</sup> طرش ذهبية , دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية , الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية وحوكمة العالمية , سطيف الجزائر , 20-21 أكتوبر 2009

لقد ارتكب صندوق النقد الدولي جملة من الأخطاء التي ألحقت أضراراً كارثية في اقتصادات دول آسيا الشرقية وهي:

**3-1-1- سياسة نقشفية :** على الدولة في البلد الذي يواجه إنكماشاً اقتصادياً أن تنشط الطلب الإجمالي إما بواسطة السياسات النقدية أو بواسطة سياسة الموازنة: تخفيض الضرائب وزيادة النفقات , أو تليين السياسة النقدية , لقد أوصى صندوق النقد بعكس ما تحتاجه دول آسا الشرقية , فهذه الدول كان يتهددها بوضوح انكماش كبير , وكانت بحاجة إلى تنشيط , وليس إلى سياسة نقشفية تزيد من شلل الاقتصاد.

**3-1-2- قصور الصندوق عن تقدير قوة التفاعلات بين سياسات المتبعة من جانب مختلف البلدان :** إن السياسات النقشفية المتبعة في بلد ما لا تضعف إقتصاده فحسب , بل لها تأثيراتها السلبية على دول الجوار كذلك , وسياسات النقشف التي فرضها الصندوق قد زادت من تفاقم العدوى , ذلك أنه كان لايفكر إلا بحماية الممولين ونسي سكان البلدان الذين يفترض بأنه يساعدهم.

**3-1-3- أخطاء سياسته النقدية :** لايعترف الصندوق بأخطاء سياسته النقدية في دول آسيا الشرقية التي تمثلت بإصراره على فرض معدلات فائدة عالية وصفت بالفلكية , فعندما رفعت كوريا الجنوبية معدلات الفائدة إلى 25% طلب منها أن تكون أكثر جدية فترفعها أكثر من ذلك , فالصندوق يرى في إجرائه هذا أن البلد سيصبح أكثر احتذابا للرساميل , وتدقق الرساميل يساعده على دعم سعر الصرف عملته, أن يجعل السعر مستقراً في حين ماحدث هو العكس إن مشكلة الشركات في كوريا الجنوبية هي اللجوء إلى الاستدانة وعليه فإن إرتفاع معدلات الفائدة إلى هذا الحد يؤدي إلى إفلاس الشركات المثقلة بالديون وإذا نجت من الإفلاس فإن أموالها الخاصة سرعان ما تنفذ من جراء إلتزامها بدفع مبالغ طائلة إلى دائئنها.

**3-1-4- إعادة تنظيم فعال للبنية التحتية :** إن تعديل البنية المالية بات الأمر الأكثر أهمية في ظل تفاقم الأزمة , فعمل صندوق النقد آسيا الشرقية على غلق المصارف التي تغص سجلاها بالديون , وعلى تصفية المؤسسات التي توقفت عن الدفع , وكان مفروض على الصندوق النقد الدولي كما يؤكد ستيجلير أن يقدم السيولة لتمويل النفقات الضرورية , غير أنه أخفق في تعديل بنية النظم المالية , وزادت مبادرته في إضعاف الإقتصادات المنكوبة .

### 3-2- الصندوق والأزمة المالية العالمية 2008:

شهد عام 2007 انفجار أزمة القروض العقارية عالية المخاطر في القطاع المالي الأمريكي وتعتبر هذه الأزمة أحد عوامل الرئيسية التي كانت وراء انفجار الأزمة المالية العالمية 2008 , إلا أنه وبالرغم من ذلك لايمكن أن نحصر هذه الأسباب فقط لإنفجارها , فلولا تفاعل العديد من الإختلالات على الإقتصاد الجزئي والكلي ما انتقلت من أزمة قطاع معين في السوق المالي الأمريكي إلى أزمة عالمية.

السبب الأول لهذه الأزمة هو قيام المؤسسات المالية بتقديم القروض لعدد من المستهلكين أصحاب الملاءة الضعيفة أو الجدارة الائتمانية الرديئة ، وبالتالي يتعثرون عند حلول مواعيد سداد القروض .

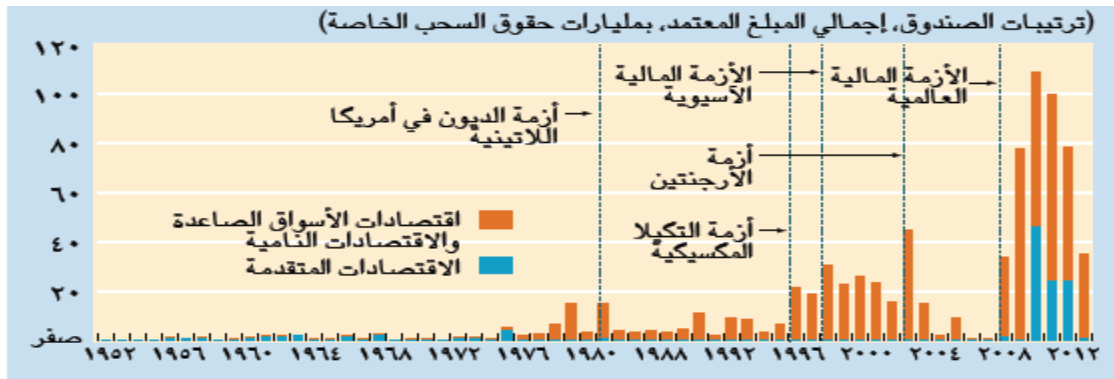
كشفت أزمة 2008 عن نقاط ضعف عديدة في سياسات صندوق النقد الدولي ، حيث لم ينجح الصندوق في التنبؤ بوقوع الأزمة ، كما اتضح أيضا عدم تماشي وسائل الصندوق الإقراضية مع خصائص هذه الأزمة وكذلك فشل نظام الرقابة المتبع على المستوى الدولي وبالتالي حتمت هذه النقائص المسجلة في سياسات صندوق النقد الدولي ضرورة إعادة النظر فيها ، هذا يعتبر كرد فعل صندوق النقد الدولي إتجاه هذه الأزمة أي تغيير وإصلاح سياسات صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>

#### 4- دور الصندوق النقد الدولي في الأسواق المالية الناشئة :

فخلال قمة العشرين في سيؤول عام 2010، فقد تم الاتفاق على نقل (6%) من حصص الصندوق من دول أوروبا الغربية إلى دول الأسواق الناشئة ، ولكن لم يتم تحقيق هذه الصيغة بالكامل ، وتم الاتفاق أيضا على نقل مقعدين من المجلس التنفيذي للصندوق إلى دول أوروبا الناشئة ، ومع ذلك فإن هذين التديبين لا يغيران هيكل الحكم بدرجة كبيرة ، إذ لاتزال الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية على قوة صنع القرار من خلال القواعد مختلفة كاستخدام حق النقض (الفيتو) للولايات المتحدة<sup>2</sup>

قام صندوق النقد الدولي بتكييف قروضه مع الأزمات الاقتصادية المتتالية ، حيث وصل حجم الإقراض إلى أعلى مستوياته على الإطلاق خلال الأزمة المالية العالمية

#### الشكل (2-4) يوضح تمويلات الصندوق النقد الدولي أثناء الأزمات :



ملاحظة : المبالغ من 1952 إلى 1971 بالمليار دولارات الأمريكية ومن 1972 إلى 2013 بالمليارات حقوق السحب الخاصة

المصدر : مجلة التمويل والتنمية ، سبتمبر 2014 ، ص 51

<sup>1</sup> علاوي محمد الحسن و صالحى هالة ، مرجع سبق ذكره ، ص (95-97)

<sup>2</sup> عبد الكريم شنجار العيسوي ، السبلة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2014 ، عمان الأردن ، ص 286



وبخلاف ما استلزمته هذه الأزمات من تمويل كبير للتصدي لها فقد آثرت تحديات تحليلية عديدة بالنسبة للصندوق وأصبح طرفاً في خلاف حول الإستجابات الملائمة من خلال السياسات وكان عليه وضع أدوات جديدة وتضمين القطاع المالي وقطاع الشركات في تحليلاته الاقتصادية الكلية وتقديم المساعدة الفنية لهذين القطاعين<sup>1</sup>.

إن المشكلة في "وصفة" صندوق النقد الدولي هي أنها كتلة واحدة وغير قابلة للتجزئة في أبعادها المختلفة، فهناك سياسات معينة يجب إتباعها في مجال سعر الصرف وعجز الموازنة وسعر الفائدة وكمية النقود، والتجارة الخارجية.... إلخ فإما أن تأخذها برمتها كما هي أو ترفضها، أما أن تنتقي منها ما يناسب الوضع الاقتصادي لذلك البلد، فذلك ما لا يرضي به الصندوق<sup>2</sup>

### ثانياً - البنك الدولي World Bank:

هو أحد منظمات اتفاقية بروتون وودز الذي أنشئ من أجل إعادة بناء اقتصاديات الدول التي تم تدميرها خلال الحرب العالمية الثانية، وتظهر هذه المهمة من الإسم الرسمي لهذا البنك والبنك الدولي للإنشاء والتعبير، ولقد كان أول قرض قدمه البنك في نهاية عقد الأربعينيات من القرن العشرين الماضي من أجل إعادة إعمار الدول الأوربية، وبعد أن تمكنت تلك الدول من الوقوف على أقدامها تحول البنك لمساندة الدول النامية والتي حصلت منذ نهاية عقد الأربعينات من القرن العشرين الماضي على أكثر من 330 مليار دولار، وهكذا أصبح للبنك الدولي هدفه الأساسي جديد وهو تشجيع النمو الاقتصادي والإجتماعي في الدول النامية من خلال مساعدته في زيادة الإنتاجيتها ورفع مستويات معيشتها<sup>3</sup>

### ثالثاً - مؤسسة التمويل الدولية:

وهي أحد فروع البنك الدولي المناط إليها مهمة تنشيط التوسع الاقتصادي مع تشجيع ظهور المؤسسات الخاصة ذات الطابع الإنتاجي في الدول النامية فالنمو في الدول النامية تحكمه البنية الأساسية التي لا يمكن أن تقوم إلا الدولة، ولكن بعد البنية الأساسية - على الأقل في الدول ذات الإقتصاد الحر - فإن الإستثمار الخاصة يجب أن يفسح لها المجال حتى توجد المشروعات التي سيتكون منها الجهاز الإنتاجي، ولقد أظهرت التجربة أن هذه الإستثمارات لا تحقق دائماً المستوى المطلوب والكافي لتكوين هذا الجهاز، ولم يستطع البنك الدولي التدخل بنفسه في هذا المجال لسببين:

- تشترط قوانين البنك الدولي أن يحصل على ضمان الدولة بالنسبة للقروض التي يمنحها لأي مشروع خاص

<sup>1</sup> أنيش ريكس غوش، مقال بعنوان: في مركز الصدارة، مجلة التمويل والتنمية لصندوق النقد الدولي، سبتمبر 2014، ص (51-52)

<sup>2</sup> أمين صيد، سياسات الصرف كأداة لتسوية الإختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسن العصرية، الطبعة الأولى 2013، بيروت لبنان، ص 210

<sup>3</sup> شقيري نوري موسى وآخرون، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، عمان الأردن، ص 231

- أن البنك الدولي ليس من سلطته إلا منح القروض طويلة الأجل ولا يستطيع شراء الأسهم ولا المساهمة بأية طريقة في تكوين رأس مال أية مؤسسة لما يحيط بذلك من مخاطر ومن هنا برزت فكرة المطالبة بمؤسسة دولية لتنشيط هذه الاستثمارات

### 1-نشأة مؤسسة التمويل الدولية :

أنشئت مؤسسة التمويل الدولية 1956 بواسطة الدول الرئيسية أعضاء البنك الدولي من أجل تنشيط النمو في الدول النامية بتمويل القطاع الخاص الإنتاجي في هذه الدول

وكان رأس مال المؤسسة في البداية 78 مليون دولار ارتفع إلى 110 ملايين دولار عام 1963 ثم ارتفع إلى 750 مليون دولار في أواخر السبعينات من القرن العشرين الماضي ، وهي خاضعة للبنك الدولي في الحصول على الموارد ومنح القروض فهي مثل البنك الدولي لا تستطيع التدخل إلا في حالة القروض طويلة الأجل ، وتمويل المشروعات الخاصة الإنتاجية فقط، وفي عام 1996 أدخلت بعض التعديلات على التشريعات الأساسية التي تحولت المؤسسة بموجبها إلى البنك الممارسة العملية ومن هذا التاريخ أصبح من حق المؤسسة أن تساهم في رأس المال ، فتستطيع أن تستثمر في المشروعات الخاصة الإنتاجية أو أن تتخلى فيما بعد عن حصتها إلى المستثمرين آخرين<sup>1</sup>.

### 2-أهم قضايا الأسواق المالية الناشئة لدى مؤسسة التمويل الدولي:

حيث طرح "Antoine van Agtmael"<sup>2</sup> أثناء إعداد الحالة الأصلية بالنسبة للأسواق الناشئة منذ خمسة وعشرين عاما ، في مؤسسة التمويل الدولية ركزت على القضايا أو النقاط التالية<sup>3</sup>:

- يجب أن يقلل التنوع من المخاطر المحفوظة حتى ولو كانت الاستثمارات الفردية أكثر خطورة ، لأن الأسواق الناشئة تحركت تقليديا في اتجاهات مختلفة عن الأسواق المتقدمة (كانت الارتباطات منخفضة للغاية عندئذ ولم أكن قد اكتشفت بعد الفرق بين الارتباطات الشهرية وتحركات السوق طويلة الأجل )
- كانت الدول النامية تنمو أسرع ، كان لدى المستهلكين المحليين المزيد من المال لإنفاقه وكانت الشركات المحلية في مكانة جيدة لخدمة هذا الطلب في حين يكسب المصدرون حصة سوقية .
- كانت التقديرات أقل بكثير منها في الأسواق الرئيسية
- كانت الشركات غير مكتشفة بعد ولم تأخذ حقها من البحث ولكن كان لديها القدرة والإمكانية لأن تصبح شركات كبرى

<sup>1</sup>شقيزي موري موسي وآخرون ، التمويل الدولي والتجارة الخارجية ونظريات التجارة الخارجية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(236-238)

<sup>2</sup>مؤسس وكبير استشاري الاستثمارات لشركة إدارة أسواق الناشئة المحدودة وهي شركة استشارات استثمارية تركز على الأسواق الناشئة بشكل خاص وهو حاليا مدير لعدة صناديق استثمارية مشتركة تديرها شركة الأسواق الناشئة

<sup>3</sup>Antoine van Agtmael , **The Emerging Markets Century** ,Free Press, 2007,P P (387-388)

- كان لدى المستثمرين العالميين القليل من الإستثمارات وكان من المحتمل أنهم سوف يستثمرون المزيد ، الأمر الذي أدى إلى طلب إضافي من تلك البرامج الجديدة للإستثمار ولقد قمت كذلك بتسليط الضوء على العديد من مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة .

### المطلب الثاني : الأزمات المالية العالمية في الأسواق الناشئة :

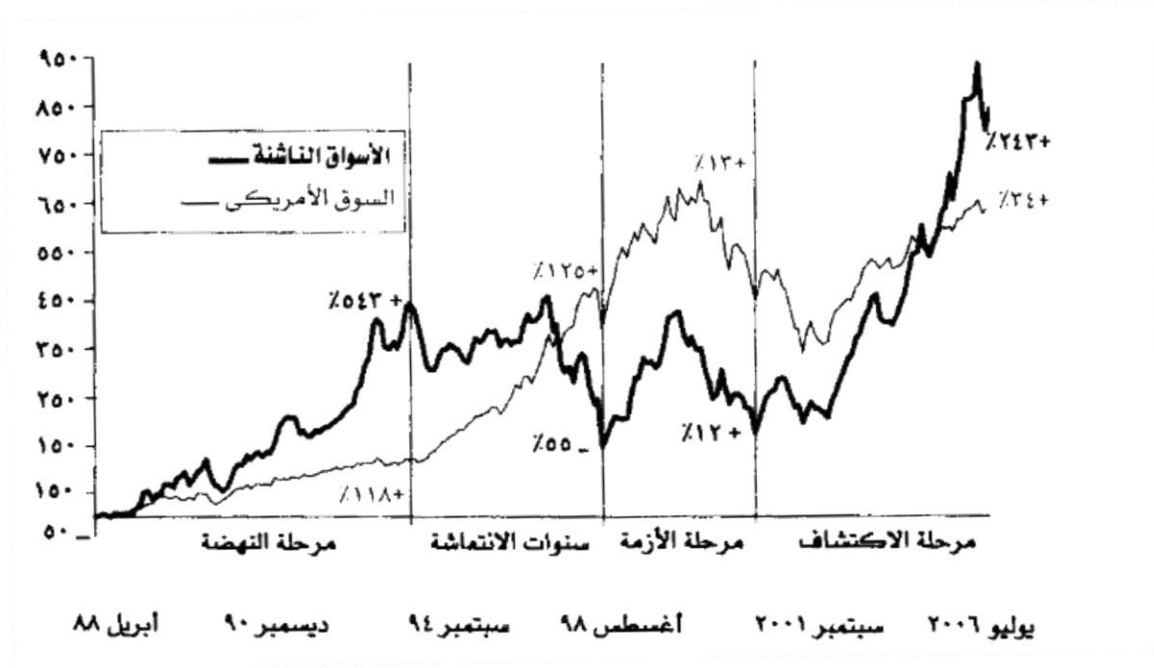
اتسع نمو تدفقات رؤوس الأموال الدولية منذ مطلع التسعينات من القرن العشرين عندما ترسخت مبادئ العولمة المالية وسادت سياسات التحرر المالي ، كما ارتفعت هذه التدفقات بكل أنواعها سواء بشكل استثمار أجنبي مباشر ، أو غير مباشر (استثمارات بالأسهم والسندات ) وخاصة فيما بين الدول المتقدمة والدول التي سلكت سياسات التحرر المالي (دول جنوب و جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية ) والدول المتحولة (دول شرق أوروبا ) من أجل الحصول على أرباح ، كما أدت تحركات رؤوس الأموال الساخنة تزداد بقوة للبحث عن عوائد سريعة أثناء فترات الانتعاش ، ولذلك شهدت الأسواق المالية الناشئة إرتفاع في تدفقات رؤوس الأموال وتوقفات مفاجئة مما عكس إتجاه حساب رأس المال هذه الدول مع الخارج إلى حد كبير .<sup>1</sup>

قدمت الاسواق الناشئة اختبارا تقليديا لهذه النظرية ، حيث اجتازوا اربع مراحل واضحة تحركوا خلالها اسرع او ابطأ و حتى في اتجاه مختلف عن الاسواق الامريكية أو الاسواق المتقدمة الاخرى ، خلال مرحلة " الاكتشاف " المبكرة ( 1988\_ 1994 ) تفوقت اسواق اسهم الاسواق الناشئة كأحد أنواع الأصول في أدائها على كل من الأسواق الأمريكية والأسواق الأكثر تقدما ثم انخفض نشاطها بشكل هائل خلال مرحلة " الأزمة " في منتصف التسعينات . لقد تقلبت بالتواكب مع المريكى خلال سنوات انتعاش الإنترنت ( 1998 \_ 2001 ) خلال مرحلة " النهضة " للسنوات الأولى من القرن الحادى والعشرين اقترنتا ثانية ، على مدار السنوات الخمس الماضية أضهرت أسهم الأسواق الناشئة عوائد قوية في حين ضعفت الأسواق الأمريكية والعديد من الأسواق المتقدمة الأخرى بالمقارنة ، وخلال العقد القادم ، يجب أن نتوقع هبوب " رياح خلفية " من خلال الأهمية المتزايدة للأسواق الناشئة ومستخدميها من الطبقة المتوسطة في الاقتصاد العالمي ، ولكن سوف تستمر فترات عارضة ينخفض خلالها أداء الأسواق الناشئة أداء الأسواق الأكثر رسوخا وتقدما<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم شنجار العيساوي وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 243

<sup>2</sup>Antoine van Agtmael, P P (384-385)

الشكل (2-5): المراحل التي مرت بها الأسواق الناشئة :



المصدر: Antoine van Agtmael , The Emerging Markets Century , 2007,P 385

ملاحظة :

- الأسواق الناشئة :مؤشر ستاني لإجمالي عوائد الشركات العالمية (متضمنا توزيعات الأرباح الصافية )حتى 31ماي 2006
- السوق الأمريكي : مؤشر ستاندرد آند بورز 500 لإجمالي العوائد حتى 31ماي 2006
- مؤشر إم .إس .سي .آي للأسواق الناشئة هو علاقة تجارية لمؤسسة مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال
- مؤشر إس أند بي 500 (أكبر 500 شركة في الولايات المتحدة ) هو علامة تجارية لمؤسسة ستاندرد آند بورز

#### أولا -أزمة المكسيك 1994:

شهدت المكسيك في بداية التسعينات ، فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك ، صاحبها مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بلغت قيمتها الإجمالية 91مليار دولار خلال الفترة-1993) 1990<sup>1</sup>، ولقد ظهرالسوق المالي المكسيكي في الحقبة الزمنية التي سبقت الأزمة كفرصة استثمارمثالية للأجانب ، نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة ، والذي نجم عن الإصلاحات الإقتصادية الشاملة بالبلد تمثلت هذه الإصلاحات في خصخصة المؤسسات، ورفع

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ،ص 45

القيود على التجارة الخارجية ، إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية<sup>1</sup> ، مثلت استثمارات المحافظة منها نحو 67% وقد ساهمت تلك التدفقات في زيادة حجم الائتمان الممنوح من البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 66%، وكذا في إخفاء حقيقة العجز في حسابات العمليات الجارية بلغ عام 1994 نحو 9% من الناتج المحلي الإجمالي كما تدهور المدخرات المحلية انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي ، كما تدهورت المدخرات المحلية حيث انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي من 15% إلى 5% خلال الفترة (1990-1994)، وأصبحت العملة الوطنية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية .

وظلت الحكومة المكسيكية تتغاضى عن إجراءات تخفيض عملتها ، وأطلقت لها العنان لترتفع مدعومة بالتدفقات الرأسمالية الداخلة الممولة للعجز الحادث في الحساب الجاري بذريعة أن السلع المستوردة تساهم في تمويل السلع الرأسمالية ، وبالتالي توليد عائد الصادرات يكفي ويزيد لسداد الإلتزامات المتركمة على المكسيك ، وهو الأمر الذي لم يتحقق

وفي عام 1993، ظهرت العديد من المخاوف حول كفاءة عمليات الإقتراض من البنوك نتيجة ارتفاع نسبة الديون غير قابلة للسداد في محفظة البنوك ، مما أدى إلى انخفاض حاد معدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص صاحبه ارتفاع في سعر الفائدة وتخفيض شديد للبيزو المكسيكي في 31 يناير 1995 بحوالي 40% عن قيمته في منتصف ديسمبر 1994 وما ترتب عنه تدهور البنوك وعدم قدرة الشركات على تسديد التزاماتها المالية خاصة خدمة ديونها بالعملة الأجنبية .

وفي ظل هذه الأجواء استشعرت الأسواق المالية قلقا متزايدا حول استمرار العجز الكبير في الحساب الجاري وحدوث تخفيضات متتالية للعملة ، عكست التدفقات الرأسمالية اتجاهها وانسابت إلى خارج البلاد ، حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية الانخفاض الأكثر حدة ، فبعد أن كانت التدفقات الداخلية تقدر بـ 23 مليار دولار في 1993 تحولت إلى صافي تدفق يقدر بـ (14-) مليار دولار في عام 1995<sup>2</sup>

ثانيا - أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

### 1- انفجار الأزمة الآسيوية :

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمو الآسيوية ) انهيارا كبيرا منذ يوم الإثنين 10/2/1997 والذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنوب بحيث ابتدأت الأزمة من تليندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيما معدلات منخفضة بشكل حاد ، فإنخفض مؤشر ( Hang seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة ، بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم اضطرت السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي على

<sup>1</sup>مصطفى يوسف الكاكي ، الأزمة المالية الإقتصادية العالمية وحوكمة الشركات ( جذورها . أسبابها . تداعياتها . أفاقها ) ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2013، عمان الأردن ، ص 37

<sup>2</sup>جمال شذا الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(45-46)

تحويل المبالغ الموجودة لديهم لعملات الوطنية وعليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلندا ، و 35% في كوريا وظلت عند هذا الحد لعدة أيام ، مما إظطر بالمستثمرين في هذه الأسواق إلى التخلي عن الأوراق المالية وإيداع قيمتها في البنوك للإستفادة من سعر الفائدة المرتفع مما زاد من المعروض الأوراق المالية دون أن يقابله طلبات شراء وهذا مآدى إلى إنخفاض شديد في أسعار الأسهم وصل 25% و 50% من الأسعار السائدة في السوق ، وأنفجرت الأزمة في تايلندا من خلال قيام 6 أفراد من تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر العملة بعرض كميات كبيرة منها للبيع ، مما أدى إلى خفض رسمي في قيمة العملة تسبب وبصورة فورية في تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق .

بالإضافة إلى انخفاض مؤشرات بقيمة بورصات دول المنطقة ، دون أن يكون متوقعا اختيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخير (7%-8%متوسط ) وتنوع قاعدتها التصديرية ، وإندماج أسواقها واقتصادياتها في الأسواق العالمية ، فقد ساهمت التطورات الخارجية في تفاقم الأزمة وأهمها :

- التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى تايلندا وبقية دول المنطقة ، في منتصف التسعينات ، بسبب إنخفاض أسعار الفائدة لدى الدول الصناعية في تلك الفترة
- أدى الانخفاض في قيمة الدولار الأمريكي إلى المنافسة العملات الآسيوية التي ترتبط به بشكل أو بآخر ، ثم إلى تضائل درجة منافسة الدول الآسيوية في السوق العالمية<sup>1</sup>

## 2-آثار الأزمة الآسيوية :

### 2-1-آثار الأزمة على الدول المعنية (دول جنوب شرق آسيا):

أدت الأزمة المالية إلى إلحاق إلى إلحاق العديد من الأضرار على إقتصاداتها وعلى المناخ السياسي والإجتماعي ولعل أهمها :

- تضائل الثقة بالأنظمة الإقتصادية - خاصة المالية منها - والسياسية القائمة
- الإنسحاب المفاجئ لرؤس الأموال الأجنبية في الوقت التي ساهمت هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة وخاصة في القطاعات الموجهة للتصدير
- ثم إن هذه التحويلات الرأسمالية للخارج ستسحب إلى خفض الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم في المديونية للخارج

<sup>1</sup> مصطفى يوسف الكاوي ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (39-42)

2-2- آثار الأزمة على الصعيد العالمي :

- أدت الأزمة إلى تدهور في المؤشرات البورصات الأوربية ، وإنخفاض في أسعار الأسهم وخاصة لكبريات الشركات المتعددة الجنسيات ، وبالتالي من المتوقع أن يؤدي ذلك إلى هبوط عام في الأسعار إلى حدوث بطالة قد تجر إلى ثورات اجتماعية
- غير أن هذا الإنخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة ، سينجم عنه تزايد في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق العالية نظرا لإنخفاض أثمانها ، وإذا ما استمر هذا الحال سيعود الانتعاش الاقتصادي ثانية لدول المنطقة على المدى الطويل
- ومن الآثار الأزمة على الأسواق الناشئة هروب رؤوس الأموال من الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية حوالي 60مليار دولار خلال العامين 1998-1999متجهة إلى المصارف السويسرية ولندن ونيويورك تسببت في ديون خارجية مقدارها 987مليار دولار بعد أن كان المشهد قبل نشوب الأزمة المالية الآسيوية في تموز 1997بالإتجاه المعاكس حينما استقدمت رؤوس الأموال ضخمت من الأسواق من الأسواق المالية في أوروبا وأمريكا<sup>1</sup>.
- نتيجة لإنداماجها في السوق العالمية وفي ظل حرية تدفق رؤوس الأموال الأجنبية والإستثمارات الأجنبية إمتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية حيث إنخفض مؤشر داو جونز 27أكتوبر 1997بنسبة 7,6%وأمتدت أيضا إلى البورصات الأوربية وبورصات دول أمريكا اللاتينية<sup>2</sup>.
- وفي الأخير يمكن القول أن الأزمة الآسيوية (1997-1998)رغم أنها مست في البداية بعض البلدان ، إلا أنها تحولت إلى أزمة عالمية ، فقد تعدت إلى العديد من الأسواق محلية وعالمية فيما يعرف "بأثر العدوى"<sup>3</sup>

ثالثا - أزمة البرازيل 1999:

تعتبر البرازيل أكبر الاقتصاديات في أمريكا اللاتينية ومن ابرز الاسواق الناشئة . وقد كانت الاوضاع في البرازيل مشاهمة لما حث في روسيا ، من حيث المشاكل الميزانية ودور الدولة في مركز الضغوطات ومشاهمة لبلدان جنوب شرق اسيا من حيث النظام و شدة المضاربة على العملات

ولقد نشأت الازمة البرازيلية نتيجة العديد من الازامات المتداخلة:

- تفاقم حجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع أعباء المديونية
- إنخفاض الاحتياطات من النقد الاجنبي

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق ،ص ص (45-46)

<sup>2</sup> توفيق خير الدين خليفة خير الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 123

<sup>3</sup> بتصرف

- هروب المستثمرين المفاجئ في سوق الاسهم البرازيلية ، التي تعد اضخم سوق في امريكا اللاتينية وثالث أكبر سوق اسهم ناشئة بعد التايوان وجنوب افريقيا

ولا شك في ان الازمة المالية البرازيلية مثلت مشكلة كبيرة للمؤسسات الدولية في العالم اجمع ، نظرا لمكانة البرازيل في الاقتصاد العالمي وذلك تضافرت الجهود الدولية بقيادة صندوق النقد الدولي في نوفمبر 1998 على برنامج دولي لانقاذ الاقتصاد البرازيلي بقيمة 41,5 مليار دولار مربوطة بمخطة الاصلاح المالي الاقتصادي<sup>1</sup>

رابعا- أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية الناشئة:

### 1-تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008:

في سبتمبر 2008 بدأت الأزمة المالية العالمية والتي اعتبرت الأسوء من نوعها من أزمة الكساد الكبير سنة 1929 ولقد بدأت الأزمة أولا بالولايات المتحدة الأمريكية مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة وهي مؤسسة "الإخوة ليمان براذر" عن إفلاسها كما وصل عدد البنوك المنهارة خلال سنة 2008 بـ 19 بنكا ثم امتدت هذه الأزمة إلى باقي دول العالم ، لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والخليجية والدول النامية<sup>2</sup>

### 2- أثر الأزمة على محفظة المالية للأسواق الناشئة:

كانت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة قد ارتفعت بشكل كبير خلال برنامج التيسير الكمي-برنامج شراء الأصول في الولايات المتحدة . الذي تلى الازمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث دفعت أسعار الفائدة القريبة من الصفر في الاقتصادات المتقدمة رؤوس الأموال نحو الأسواق الناشئة المرتفعة العوائد. غير أنه ومنذ إعلان بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عن نيته في تخفيض برنامج التيسير الكمي خلال شهر مايو 2013، عانت الأسواق الناشئة من موجات هروب رؤوس الأموال حيث ارتفعت العائدات في الاقتصادات المتقدمة مما أدى إلى إضعاف عملات الأسواق الناشئة والرفع من عوائد هذه الأخيرة، وهو ما أدى بدوره إلى تقلبات في أسعار الأسهم. وتؤكد هذا الاتجاه من خلال آخر المعطيات التي أصدرها المعهد المالي الدولي والتي أظهرت تراجعاً كبيراً عن متوسط التدفقات خلال النصف الأول من سنة 2014

نشر المعهد المالي الدولي معطيات حول تدفقات المحفظة حسب المناطق حيث سلط الضوء على أكثر المناطق التي يخاف منها المستثمرون حالياً. وقد تم تقدير صافي التدفقات الخارجية للمحفظة في الأسواق الناشئة الأوروبية بـ 7,3 مليار دولار خلال شهر أغسطس، وهو أكبر تدفق خارجي منذ يناير 2010 عندما بدأ المعهد المالي الدولي إصدار بياناته. وقد ساهمت حالة عدم الاستقرار السياسي في أوكرانيا في فقدان المستثمرين الثقة في المنطقة حيث وصلت التدفقات الخارجية في أوكرانيا إلى 1,1

<sup>1</sup>نادية عقون ، مرجع سبق ذكره ، ( 111 \_ 112)

<sup>2</sup>ساعد مرابط ، الأزمة المالية العالمية 2008 جذورها وتداعياتها ، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية ، 21-20 أكتوبر 2009



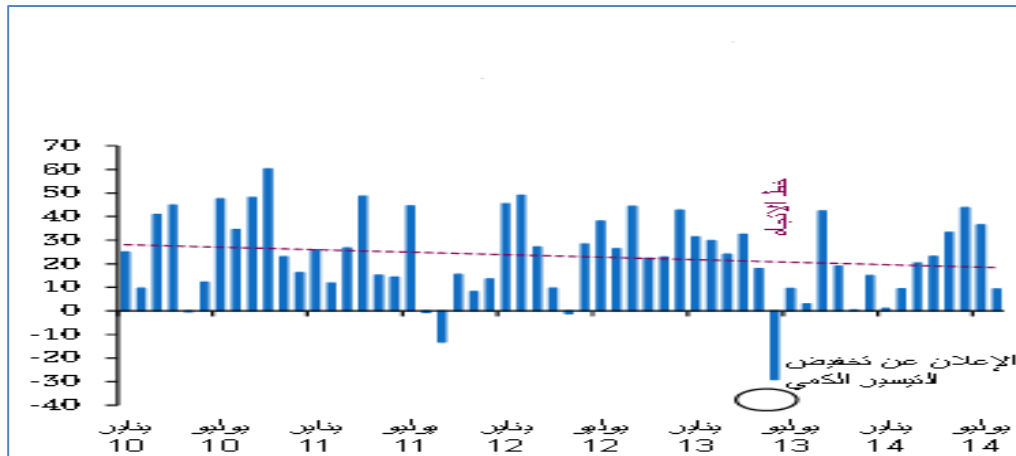
مليار دولار خلال الأشهر التسعة الأخيرة. كما أن النسبة العالية لعجز الحساب الجاري (5,5% من الناتج المحلي الإجمالي)، وانخفاض احتياطي النقد الاجنبي (9,1 من أشهر تغطية الواردات)، والحصة الكبيرة للملكية الأجنبية في الديون السيادية خلال سنة 2013 يجعل أوكرانيا عرضة للتدفقات الخارجية للمحفظة. وللتعويض عن هذه التدفقات الخارجية، تتلقى السلطات دعماً لميزان المدفوعات في إطار برنامج جديد لصندوق النقد الدولي.

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

خلاصة القول أن تدفقات المحفظة في الأسواق الناشئة تظل متقلبة، وهي بشكل عام في اتجاه تنازلي خصوصاً مع التباطؤ الحاد الذي شهدته خلال شهر أغسطس. علاوة على ذلك، هناك بلدان معينة أكثر عرضة لهروب رؤوس الأموال بسبب ضعف أسسها الاقتصادية وقد شهدت تدفقات خارجية للمحفظة خلال الأشهر الأخيرة. كما أن خطة بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لإنهاء برنامج التيسير الكمي في شهر أكتوبر قد تؤدي إلى مزيد من الضغط على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة التي تعاني هشاشة أسسها الاقتصادية. ومن المحتمل أن يؤدي هذا الأمر إلى عودة حالة عدم الاستقرار للأسواق المالية في أسعار الصرف وأسواق الأسهم في الأسواق الناشئة مستقبلاً.<sup>1</sup>

### الشكل (2-6): ديون المحفظة وتدفقات الأسهم للأسواق الناشئة خلال الفترة (2010-2014)

الوحدة: بالمليار دولار



المصدر: QNB Economics

<sup>1</sup> QNB Economics, <http://www.economics@qnb.com>, 6-09-2014

ويبدو أن الأموال التي توفرها برامج التسيير الكمي التي تتبعها الدول المتقدمة قد أثرت سلباً على الدول الناشئة مما اضطرها إلى التدخل في السوق الصرف الأجنبي ، إذ أن هذه الأموال تشجع المستثمرين في الولايات المتحدة والدول المتقدم على الإقتراض بمعدلات فائدة منخفضة ، لإستثمارها لاحقاً في الأسواق الناشئة خلال عمليات Carry trade وهي عمليات تتم من خلال قيام المستثمر ببيع عملة معينة يكون سعر الفائدة عليها منخفضاً نسبياً بهدف الإستفادة من الفروق في أسعار الفائدة ( وهذا يعني أن الأموال الجديدة التي كانت مخصصة للإنعاش الإقتصادي للإقتصادات المتقدمة يتم تحويلها إلى أسواق الإقتصادات (تخمة الأموال ) في آسيا وأمريكا اللاتينية ، وهذا ما يؤثر على تلك الدول لسببين هما:

- الأول : لأن لهذه التدفقات تسبب ضغطاً على سعر الصرف عملات تلك الدول مما تسبب عجزاً في حساباتها الجارية
- الثاني : لقد سببت هذه التدفقات تضخم في الدول المتلقية ويمكن أن تسبب بفقاعات في أسواق المال الأمر الذي يمكن أن ينعكس في تغيير اتجاه تدفقات رؤوس الأموال كالذي حصل في التسعينات من القرن العشرين<sup>1</sup>

ويبدو أن هذه الأسواق الناشئة في طريقها للخروج فعلاً من الأزمة وهي تتمتع باحترام كبير وهي تشكل ثلث ناتج القومي الإجمالي العالمي ، وتمتلك خمسة آلاف مليار دولار احتياطي من العملات الأجنبية ، وهي أقل اعتماداً على القروض الأجنبية ، ولديها حالات عجز أقل من الحساب الجاري مما هو الحال في البلدان الغربية المتقدمة صناعياً

هناك الكثير من الأسباب التي تدعونا إلى التفاؤل بخصوص الأفق على المدى الطويل للأسواق الناشئة خلال السنوات المقبلة وحتى 25 عاماً ويتوقع المحللون الإقتصاديون أن يدخل المستثمرون العالميون بنحو ثلث أسهمهم في الأسواق الناشئة مستقبلاً<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: آليات تحرير الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي :

تمثلت السياسات وأساليب التحوط ضد الأزمات في ما يلي:

دفعت الأزمات المالية المتلاحقة خلال العقد الأخير من القرن الماضي راسمياً السياسة الاقتصادية والمالية ومؤسسات التقييم الدولية إلى أخذ العديد من القضايا الهامة بعين الإعتبار ، حتى تتمكن الأسواق المالية الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة . وقد أوضحت العديد من الدراسات والتقارير الدولية الحديثة مجموعة من الأساليب المقترحة التي يمكن لراسم السياسة الاقتصادية المحلية أن يتبعها للتحوط ضد الأزمات ، ويمكن إجمال هذه الأساليب في مجموعتين أساسيتين هما:

<sup>1</sup> عبد الكرم شنجار العيسوي وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (237-238)

<sup>2</sup> قحطاني السيوي ، الأزمة الاقتصادية العالمية ( أسبابها ، وتداعياتها على الإقتصاد العالمي ) المرحلة الأولى (2008-2011) ، الطبعة الأولى 2012 ، دراسات اقتصادية 17 ، سوريا ، ص ص (137-138)

أولاً: الأساليب مباشرة:

تتضمن الاساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها ، ومن اهم اساليبها:

### 1-الرقابة الحذرة:

اشارت بعض الدراسات الى ان الرقابة الحذرة على تدفقات رؤوس الأموال تعد أمراً ضروريا للحد من اقتراض البنوك في ظل تطوير الأدوات والابتكارات المالية ، وارتفاع نسبة التعاملات خارج الميزانية ، ونمو سوق المشتقات هذا إضافة إلى دورها من الحد من الاقتراض الخارجي قصير الاجل لكل من الشركات والحكومات وقد أكدت تلك الدراسات على فاعلية تلك الرقابة في امتصاص الازمات المالية نظرا لمساهمتها في تخفيض نسبة الديون قصيرة الاجل ، وبالتالي الحد من المشاكل عدم التوفيق بين جانبي الأصول والخصوم علما بأن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب توافر كيانات مؤسسية قوية لإحكام الرقابة وتطبيق البرنامج بنجاح.

### 2-قيود على خروج رؤوس الأموال:

نظرا لأن فرض قيود دائمة في ظل عدم وجود اسس اقتصادية صحيحة يؤدي الى آثار سلبية ، أشارت بعض الدراسات إلى فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال ( مثل فرض قيود على عمليات خروج مبالغ ذات أحجام كبيرة ، أو على رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة التقلب)

وقد انتشر هذا الاسلوب بصفة خاصة بعد نجاح التجربة الماليزية والتي لجأت إلى فرض قيود على خروج أحكام كبيرة من رؤوس الأموال سواء كان ذلك بواسطة المقيمين أو غير المقيمين ، كما فرضت مدة حيازة للأوراق المالية لا تقل عن 12 شهرا قبل أن يتم خروج رأس المال المستثمر فيها ، وأوجبت على مواطنيها الحصول على موافقة مسبقة قبل أن يقوموا بأي شكل من أشكال الاستثمار في الخارج.

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن لجوء ماليزيا إلى هذا الأسلوب قد ساعدها على التغلب على تداعيات الأزمة المالية في عام 1997 ، والتعافي من آثارها أسرع من غيرها من الدول التي تأثرت من تلك الأزمة مثل أندونيسيا وتيلاند اللتان طبقتا برنامج صندوق النقد الدولي إضافة إلى أن تطبيق هذا الأسلوب لم يسفر عن نتائج سلبية على حجم التدفقات طويلة الأجل ، فقد استمرت تدفقات رؤوس الأموال في شكل استثمار أجنبي مباشر إلى ماليزيا وينسب أكبر من تلك التي حظيت بها كل من كوريا وتيلاند.

ثانيا: الأساليب الغير مباشرة:

تتضمن الأساليب التي تهدف إلي توفير سبل سريعة للحصول على سيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال ، ومن

أهمها

### 1-توفير إحتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل

إن الرؤية التقليدية لتحديد مدى كفاية الإحتياطات الدولية لم تكن مناسبة في ظل تحرير عمليات حساب رأس المال والتجارة في الأصول غير السليعية والخدمية ، حيث أكدت العديد من الدراسات الحديثة على أن الإحتياطي الدولي يجب الا يقل عن المبلغ الذي يساوي رأس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام ( الدين قصير الأجل ) وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن المستوى الأمثل للإحتياطي يختلف باختلاف عوامل متعددة

- نسبة العجز في الحساب الجاري:فكلما زادت نسبة العجز ، فإن الإحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل بكثير<sup>1</sup>.
- توسيع النطاق الذي يتحرك فيه سعر الصرف:قد تلجأ بعض الدول إلى التحرك نحو نظام سعر الصرف الموعوم أو توسيع النطاق الذي يتحرك فيه مما يؤدي إلى زيادة مخاطر سعر الصرف التي يوجهها المشاركون في السوق وبالتالي تقل الرغبة في إدخال تدفقات قصيرة الأجل بغض المضاربة<sup>2</sup>.
- مستوى السيولة المحلية:لابد أن يؤخذ مستوى السيولة المحلية في الاعتبار ، وان يتم ربطه بالإحتياطي الدولي في حالة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج.

### 2-خطوط إئتمان للطورائ:

يعد هذا الأسلوب من أهم الأساليب التي تحد من تكلفة احتفاظ الدول بإحتياطي المرتفع ، ويتمثل ذلك باتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين يتعهد بموجبه المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الاتفاق ( أو أي مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة ) مبلغا يتفق عليه مسبقا في حالة حدوث ظروف طرائة ،على أن يكون التعاقد بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب الحق في الاقتراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة ، وهي أقل من 1% من المبلغ المتفق عليه . وتمثل مزايا هذا الاسلوب فيما يلي:

- ان تكلفة استخدام هذا الأسلوب تعد أقل من تكلفة الإحتفاظ بإحتياطات دولية كبيرة
- يمكن هذا الأسلوب الدولة من الحصول على قروض بسعر فائدة منخفض جدا مقارنة بذلك الذي كان يمكن أن تقترض به أثناء الأزمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (147-150)

<sup>2</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 203

## 3-التصحيح المالي :

تلجأ بعض الدول إلى سياسة التصحيح المالي وإتباع سياساته مالية تقييدية لمواجهة الزيادة في الطلب الكلي الناتج عن تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل ويتفق معظم الإقتصاديين على الفاعلية السياسة المالية في التخفيف من أثر ارتفاع قيمة العملة ومالها من أثر إيجابي أيضا في رفع معدل الإدخار العام .

نخلص الى القول أنه على الرغم من اختلاف الظروف التي تواجه كل دولة واختلاف السياسات المتبعة لمواجهة الصدمات الخارجية المتمثلة في زيادة حجم الاستثمارات الداخلية والصدمات الخارجية السلبية والمتمثلة في الخروج المفاجئ لهذه الاستثمارات ، فيتفق أغلب الاقتصاديين على أن هذه التدفقات في الاستثمارات من الخارج ، إذا كانت مستمرة ، تؤدي إلى المساهمة في النمو الاقتصادي إذا احسن استغلالها ، أما إذا كانت هذه التدفقات غير مستمرة وتهدف إلى المضاربة والربح السريع فإن مواجهة هذا النوع من الإستثمارات لا تتوقف فقط من خلال وضع قيود على حركة رؤوس الأموال ، قدر ما يعتمد على وجود السياسات الاقتصادية المرنة التي تعمل على التخفيف من حدة هذه التقلبات والصدمات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 151  
<sup>2</sup>عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (202-203)

## خلاصة الفصل :

لقد سمح الاندماج الإيجابي للأسواق المالية الناشئة وأرتباطها بمختلف الأسواق العالمية ، من الإستفادة من المدخرات المالية ضخمة كما أتاح فرصا أكبر للمستثمرين لتحقيق عوائد عن طريق استثمارات المحفظة بناء على مؤشرات أدائها المتفوقة على الأسواق المتقدمة .

فقد شكل بروز الأسواق المالية الناشئة إضافة نوعية للنظام المالي العالمي ككل بمساهمتها في تحقيق عوائد مرتفعه وتوفير ملاذ للإستثمارات الباحثه عن أرباح خارج أوطانها ، لما لها من إيجابيات ناجمه عن ترابط الأسواق ببعضها فلها أيضا سلبيات فبعد إرتفاع وتيرة حدوث الأزمات المالية وسرعة إنتشار وإنتقال عدوى الأزمات أو ما يعرف بأثر العدوي ولتنجب سلبياتها عن طريق أساليب التحوط ضد الأزمات من خلال الرقابة الحذرة وتوفير احتياطات لتغطية الدين القصير الأجل ، وفرض قيود على رؤوس الأموال ، مما يجعل الرهان على الدور المستقبلي كبير .

# الفصل الثالث

اليات اندماج سوقي  
ماليزيا والبرازيل في  
الأسواق المالية العالمية  
(1995-2012)

تمهيد :

شهدت الأسواق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية تطورات عميقة وسريعة في السنوات الأخيرة ، تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود المالية ورفع مستوى كفاءتها والسعي لاستيعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية والمصرفية ، والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية ومن بين هذه الأسواق المالية الناشئة تجرية كل من البرازيل وماليزيا.



المبحث الأول: الأسواق المالية البرازيلية الناشئة:

### المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية البرازيلية حالة BM&F Bovespa:

في 23 أغسطس 1890 تأسس أول سوق للأوراق المالية في البرازيل وأطلق عليه (ساو باولو للأوراق المالية) من طرف Emilio Rangel pestana، لها تاريخ طويل من الخدمات المقدمة إلى سوق الأسهم والاقتصاد البرازيلي حتى منتصف 1960، فبعد الإصلاحات التي شملت النظام المالي الوطني البرازيلي وسوق الأسهم المنفذة في 1965/1966 كان يدير بورصة بوفيسبا وأسواق الأسهم البرازيلية الشركات المملوكة للدولة بتعيين وسطاء من قبل الحكومة، فبواسطة النظام الداخلي Bovespa وتحت إشراف "لجنة الأوراق المالية (CVM) Comissão de Valores Mobiliários" وبمساعدة لجنة مراقبة البورصة الأمريكية SEC عام 1960 قاموا بتطوير تكنولوجيا في سوق الأوراق المالية ل Bovespa مثل إدخال النظم الحاسوبية والهواتف المحمولة والإنترنت، ففي عام 1972 كانت Bovespa أول سوق للأسهم في البرازيل تنفذ نظام آلي لنشر المعلومات عبر الإنترنت في الوقت الحقيقي لها، من خلال شبكة واسعة من المحطات الكمبيوتر، وفي نهاية سنة 1970 قامت بتقديم نظام لتداول عن طريق الهاتف البرازيلي " Sistema Privado de Operações por Telefone" أو "SPOT" نظام خاص لتجارة عبر الهاتف وفي نفس الوقت قام السوق المالي البرازيلي بتطوير نظام لحماية الشركات عن طريق الإنترنت.

وفي عام 1990 تم المفاوضات من خلال نظام التداول إلكترونيات "حاسوب نظم التداول . CATS . " مع مساعدة النظام التقليدي " open outcry" الذي كان يعمل في وقت واحد على أن تستخدم Bovespa نظام الصرف الإلكتروني بصفة كاملة (كلية) في عمليات التداول داخل البورصة.

وفي عام 1997 تم تطوير نظام لتداول الإلكتروني جديد بنجاح المعروف بإسم " Mega Bolsa" والذي أدى لمعالجة المعلومات والتي سمحت بزيادة ومضاعفة الحجم الكلي لأنشطة الأوراق المالية في السوق المالي البرازيلي

بهدف زيادة وصول شعبية أسواق الأوراق المالية للمستثمرين الأفراد، قدمت Bovespa في سنة 1999 نظام "Home Broker" والذي يمثل نظام تبادل التجاري عبر الإنترنت والذي سمح بدوره للمستثمرين الأفراد القيام بعمليات البيع والشراء من أي مكان عن طريق الإنترنت .

وفي عام 2000، أنشأت Bovespa ثلاثة قطاعات قائمة جديدة، ما يعرف " بالسوق الجديد New Market"، والمستوى 1 والمستوى 2\* من معايير حوكمة الشركات، مما يسمح للشركات أن تنضم طوعا الذي يناسبها وأكثر

\*1 السوق الجديد: هو المستوى الأعلى للممارسة المميزة لحوكمة الشركات

\*\*2 المستوى الأول: يقصد به حوكمة الشركات، المستوى الثاني: مزيد من الالتزامات في حوكمة الشركات عن المستوى الأول

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقى ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

تطلبا لها وإلى التزامات الإفصاح والحوكمة والامتثال. حتى عام 2004 ضاعفت القطاعات للقوائم الجديدة ، عندما بدأ عدد متزايد من الشركات العاملة حديثا تدرج في السوق الجديدة كجزء من جهد لجمع رأس المال، ومن عام 2004 إلى عام 2010 قدمت الغالبية العظمى من القوائم الجديدة على Bovesp إما في السوق الجديد أو في المستوى 1 أو المستوى 2 للشركات المدرجة تستند على قطاعات السوق الجديدة اتفاق تعاقدي من الشركات المدرجة للإفصاح بحصتها في السوق والامتثال للوائح المحددة ، وبالإضافة إلى ذلك يجب على الشركات المدرجة أن تتقدم إلى التحكيم كوسيلة لتسوية المنازعات لتفقد زادت خاصية السوق الجديد من جاذبية وإستقطاب الشركات.

ولقد فاق مؤشر السوق الجديد (New Market) مؤشر (Ibovespa) الأوسع منذ إنطلاقه .

ويعزى النجاح الذي تحقق مؤخرا من أسواق رأس المال البرازيلية إلى حد كبير لمصادقية لوائح السوق الجديدة المعروفة بحوكمة الشركات .

في عام 2007 كانت أسواق الأسهم في الولايات المتحدة والصين تصدر أكبر عدد من الاكتتابات العامة الأولية مما شجع الشركات متعددة الجنسيات البرازيلية على "الخروج من السوق" المحلي البرازيلي وصناعة الأسهم الخاصة لتوسيع نطاق الأعمال التجارية الدولية البرازيلية والتي تعود عليها تمويل الأسهم بعائدات تحول بها هذه الشركات عدد متزايد من عمليات الاستحواذ الدولية ومن هذه الشركات : " Vale -Embraer- Gerdau -Brazil Foods -Marfrig -Alimentos و JBS" وقد إستفادت الشركات البرازيلية من عائدات الخيارات الإستثمارية بالخارج ، وقد أدت التقييمات المغرية للشركات البرازيلية شركات لإقامة فروع لها عالمية مثل شركة بانكو سانتاندر البرازيل.

في 8 ماي 2008، أعلنت Bovesp القابضة اندماج ساو باولو للأوراق المالية (BOVESPA) والبرازيلي التجارية بورصة (BM & F) ، بخلق ثاني أكبر بورصة في العالم المعروفة الآن بإسم "BM&F Bovespa"، و المؤشر القياسي لبورصة BM & FBOVESPA هو Índice Bovespa ولقد تم إدراج 381 شركة في 31 إبريل 2008

وفي نفس السنة أنشأت إتفاقية للتبادل الأسهم ، وبموجب هذه الإتفاقية أصبحت مجموعة بورصة شيكاغو CME تملك حصة 5٪ في BM & FBovespa وبدورها تملك حصة 5٪ في مجموعة بورصة شيكاغو CME، وبموجب هذه الإتفاقية تم توجيه نظام التجاري بين بورصتين.

من 20 ماي 2008 إلى سنة 2010 على توالي مؤشر Ibovespa 73,516 نقطة، بحجم تداول من 4,2 مليار دولار في 2008 إلى 7.4 مليار دولار عام 2010

وفي 17 أوت 2011 حقق مؤشر Ibovespa أكبر كمية متداولة على السهم في تاريخها، بقيمة 14,8 مليار دولار أو 23.7 مليار ريال برازيلي

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

وإعتباراً من 31 ديسمبر 2012 كان لدى بورصة BM & FBovespa قيمة سوقية أو معدل الرسملة السوقية تبلغ 1229,85 مليار دولار، مما يجعلها تمثل البورصة رقم 13 عالمياً

في 18 جوان 2012، أصبح BM & FBovespa أحد الأعضاء المؤسسين لمؤتمر الأمم المتحدة مبادرة البورصات لتنمية المستدام المعروفة بإسم "Rio+20"<sup>1</sup>.

ولهذا يعد سوق البرازيل المالي BM & FBovespa سوقاً ديناميكياً للأسهم المتداولة فيه، وللعقود الأجلة والخيارات ويحتوي على مجموعة واسعة من سيولة العالية ويمتد قدر أكبر من الشفافية والأمن للمستثمر في السوق<sup>2</sup> والشكل التالي يظهر تطور حركة تداول مؤشر قياس الأسهم لسوق المالي البرازيلي

الشكل (3-1) تطور مؤشر قياس الأسهم (Ibovespa) (2005-2012)



SOURCE: About Brazil:, BM & Fbovespa P 03

### المطلب الثاني : إجراءات تحرير ورفع كفاءة السوق المالية البرازيلية :

ويتم تنظيم أسواق المالية البرازيلية من قبل لجنة الأوراق المالية، التي لديها سلطة تنظيمية على البورصات وأسواق الأوراق المالية، وكذلك من قبل البنك المركزي، الذي لديه سلطة الترخيص على شركات الوساطة وينظم الاستثمار الأجنبي ومعاملات الصرف الأجنبي . تخضع سوق الأوراق المالية البرازيلي بالقانون رقم 10198 المؤرخ في 14 فبراير 2001، القانون رقم 10303 المؤرخ في 31 أكتوبر 2001، والمعروفة باسم القانون رقم 10303، والقانون رقم 10411 المؤرخ في 26 فبراير 2002، والتي أدخلت مفاهيم جديدة و العديد من التغييرات على القانون رقم 6385 المؤرخ في 7 ديسمبر 1976، كما تم

<sup>1</sup>BM&F Bovespa - Wikipedia, the free encyclopedia , [http://en.wikipedia.org/wiki/BM%26F\\_Bovespa](http://en.wikipedia.org/wiki/BM%26F_Bovespa) , 11-05-2015

<sup>2</sup>BM & Fbovespa, About Brazil , [www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx](http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx) , 11-05-2015

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

تعديله وتتميمه، والقانون الأساسي الذي يحكم أسواق الأوراق المالية البرازيلية، بموجب القانون رقم 6404 من 15 ديسمبر 1976، بصيغته المعدلة، والمعروف باسم قانون "الشركات البرازيلية"، وهي اللوائح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والبنك المركزي هذه القوانين واللوائح تتوفر لمتطلبات الإفصاح المطبقة على مصدري الأوراق المالية المتداولة والعقوبات الجنائية عن التداول من الداخل والتلاعب بالأسعار، وحماية الأقلية من المساهمين. كما تنص على منح التراخيص والإشراف على شركات الوساطة وإدارة البورصات البرازيلية.<sup>1</sup>

### أولاً - إجراءات تحرير السوق المالي البرازيلي :

إتخذت السلطات البرازيلية عدة خطوات حاسمة في عملية التحرير المالي والمتمثلة في النقاط التالية:<sup>2</sup>

**الخطوة الأولى:** وتتمثل في إصلاح القانوني والتنظيمي في عام 1988 عندما أقر البنك المركزي وضع الهيكل المالي البرازيلي فأجريت تدريجياً من سنة 1970 إلى غاية 1980 وقد اعتمد الهيكل المالي المجزأة والمعروف باسم "Class" في عام 1965، والذي سمح بتشكيل التكتلات المالية التي قننت فيما بعد من طرف البنك المركزي وتشكيل البنوك الشاملة

### الخطوة الثانية: إزالة السقف على أسعار الفائدة

**الخطوة الثالثة:** قطع الإتصال عن العلاقة التي كانت قائمة بين البنك المركزي و Banco de barsil " وهو بنك تجاري تسيطر عليه إتحادية الحكومة قبل إنشاء البنك المركزي في عام 1964 وهو يؤدي بعض وظائف السلطة النقدية وبعد عام 1964 وإنشاء البنك المركزي كانت له ترتيبات إنتقالية وهي الحفاظ على تلك الوظائف وخاصة التي كانت موكله ل Banco de barsil ولسيما تلك التي أعطت لمؤسسة القدرة على خلق وسائل الدفع بشكل مستقل عن البنك المركزي المعروف باسم " حساب مشترك" تم تفكيكها عام 1988 والسماح للبنك المركزي لتولي الصلاحيات النقدية كاملة .

### الخطوة الرابعة: وهي الإجراءات التحرير المالي للبرازيل مع التدفقات رأس المال الخارجية :

- 1- في الإستثمارات الأجنبية : سماح بدخول مستثمرين للإستثمار في الأسهم المحلية إعتمدت سنة 1988 على الرغم من فرض بعض القيود تم إزالتها تدريجياً في السنوات التي تلتها .
- 2- قيام لجنة الأوراق المالية CVM وبمساعدة لجنة مراقبة البورصة الأمريكية SEC بإدخال نظم الحاسوبية والهواتف المحمولة والإنترنات لسوق الأوراق المالية البرازيلية Bovespa.
- 3- إفتتاح الأسواق المصرفية المحلية للبنوك الأجنبية في منتصف التسعينات ولكن فقط لحد محدود ، وفي أعقاب الإصلاح النقدي (إستقرار أسعار عملتها "الريال البرازيلي ") وجدت البنوك نفسها في مشكلة تقاسم عائدات الضرائب الذي

<sup>1</sup> [http://www.wikinest.com/stock/Telemig\\_Celular\\_Participacoes\\_S.A.\\_%28TMB%29/Regulation\\_Brazilian\\_Securities\\_Markets](http://www.wikinest.com/stock/Telemig_Celular_Participacoes_S.A._%28TMB%29/Regulation_Brazilian_Securities_Markets) , Regulation of Brazilian Securities Markets ,P 72 , 13-05-2015

<sup>2</sup> Fernando J. Cardim de Carvalho , DOMESTIC FINANCIAL LIBERALIZATION: THE RECENT EXPERIENCE OF ARGENTINA, BRAZIL AND MEXICO, PP(12-14) ,

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

كان لفترة طويلة مصدر من مصادر الدخل للعديد من تلك البنوك بعد الإنخفاض الحاد في عائدات الضرائب ، ولكن حاولو تغطية ذلك الإنخفاض في مصادر الدخل بتوسيع الإئتمان للمستهلكين من القطاع الخاص دون وجود المهارات اللازمة للقيام بذلك ، وبعد 6 أشهر من الإصلاح النقدي اضطرت الحكومة بسبب الأزمة المالية المكسيكية 1994 بزيادة حادة في أسعار الفائدة وإتخذت بعض الخطوات الجذرية للحد من طلب الكلي وبصناعة برنامج محليا "PROER" بناءا عليه يتم تصنيف المؤسسات جيد وسيئة ، فالسيئة يتم تصفيتها والجيدة يتم إدماجها

الجدول (3-1) يوضح عدد المؤسسات التي تم عملية دمجها أو الإستحواذ و التي تم تصفيتها خلال (2002-

1994) في إطار برنامج RAET:

عدد المؤسسات التي تم إدماجها	عدد المؤسسات التي تم تصفيتها	السنوات
0	10	1994
1	18	1995
8	5	1996
6	10	1997
11	6	1998
2	1	1999
10	2	2000
3	4	2001
5	1	2002*
46	57	المجموع

**Source:** Central Bank of Brazil, Organization of the Financial System

Department and Rocha, 2001 ,P13

\* حتى 2002-10-15

RAET: نظام الإدارة الخاصة المؤقتة (تحت إدارة خاصة مؤقتة)

ثانياً -فعالية الضوابطتدفقات رأس المال لسوق المالي البرازيلي<sup>1</sup>:

في نهاية عام 1991 لقد أدى زيادة تدفقات الرأسمالية إلى مشاكل في إدارة الإقتصاد الكلي للبلاد ، وتراكم الإحتياطات الدولية مما ترتب على ذلك زيادة الدين العام ، بالإضافة إلى ذلك فإن معظم رؤوس الأموال الداخلة كانت قصيرة الأجل نظراً لأسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة والسائدة في البرازيل مما جعلها تضع ضوابط فعالة على رأس المال .

#### 1-الإطار القانوني لمعاملات سعر الصرف ورأس المال الأجنبي:

يجب تحويل النقد الأجنبي إلى العملة الوطنية والريال البرازيلي هو الغطاء القانوني الوحيد في البلد ، وفي مارس 2005 قامت مجلس النقد الوطني CVM بتبسيط تشريعات العملة في محاولة لتبسيط وحفظ تكاليف تدفق رأس المال للبرازيل وهذه التدابير هي جزء من عملية التحرير وتصحيح عدم تماثل من التشريعات التي تنظم معاملات العملة مع عملات الدول الأخرى.

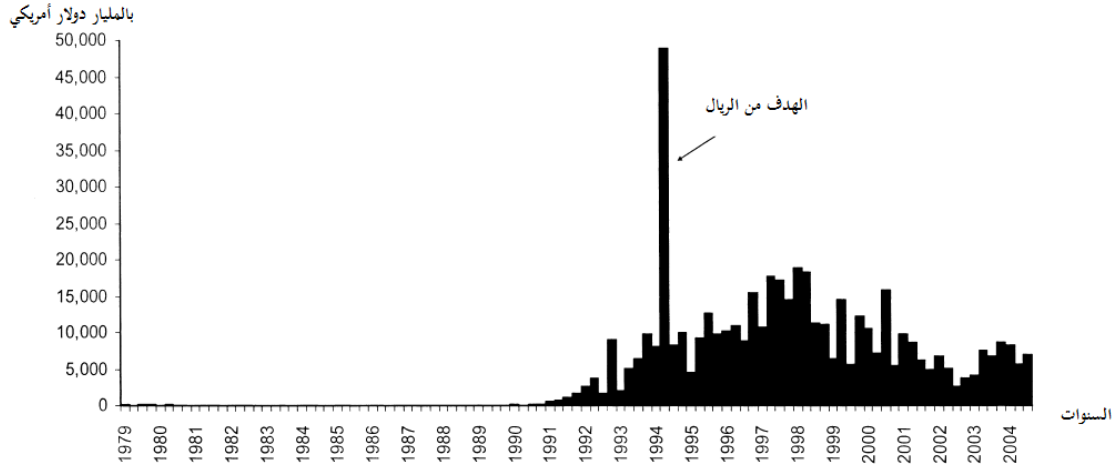
من خلال مرسوم رقم 20/31. 451 كان يطبق إحتكار أسعار صرف المعاملات من طرف banco de Barazel عام 1931 "مركز معاملات الصرف الأجنبي" في السابق

ثم من عام 1962 إلى يومنا هذا وبموجب قانون رقم 4.131 تم توحيد قواعد لرأس المال الأجنبي كما تم عام 1980 بتحويل الأرباح الأسهم التي كانت مقيدة في تحويل حسابات رأس المال التي تخضع لضريبه

وبعد أزمة مديونية 1980 توقف تدفق رؤوس الأموال الدولية نحو أمريكا اللاتينية بحيث لا خروج ولادخول ، وإبتداء من عام 1987 وخاصة بعد أزمة المكسيك 1994 تبنت الحكومة البرازيلية توجيهات لتحرير المالي الحالي وحسابات رأس المال ونتيجة لذلك زادت تدفقات رأس المال وإستقرار الإقتصاد البرازيلي ، فإن وتيرة التدفقات الرأسمالية تسارعت بشكل كبير

<sup>1</sup> Bernardo S. de M. Carvalho, Márcio G. P. Garcia , Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties, <http://www.nber.org/chapters/c4774> ,PP (62-32)

الشكل (3-2) يوضح تدفقات رأس المال المحافظ الأجنبية خلال (1979-2004):



**Source:** Bernardo S. de M. Carvalho and Márcio G. P. Garcia, **Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets**

Brazil in the Nineties, P 35

نلاحظ من خلال الشكل التالي:

لقد قسمت تدفقات رأس المال من 1992-1995 ثم من 1996-1997 نقص في رأس المال الأجنبي في أوقات الأزمات الدولية (أزمة المكسيك، أزمة الآسيوية، أزمة روسيا وأزمة البرازيل) على التوالي

مما أضطر عام 1999 حد من رأس المال الأجنبي على المدى القصير الأجل وهو تدخل مكلف جدا ماليا ثم رفع فترات نقص التحكم في محاولة لجذب رأس المال، كما نما عجز الحساب التجاري من 3% من ناتج المحلي الإجمالي عام 1995 إلى 5% عام 1999 وكانت الضريبة على الدخل الثابت 5% واحد من تدابير تدفقات رأس المال

وفي نوفمبر 1993 تم تأسيس صندوق رأس المال الأجنبي وفرض إجرائين وهما:

- وفرض ضريبة على الإستثمارات الأجنبية ولكن كانت تنخفض مع الأزمات فلقد كانت عام 1995 تقدر ب 9% بسبب الأزمة المكسيكية ثم في أبريل 1997 ب 7% ثم في أوت ب 5% ومن ثم 2% مارس 1999 إلى 0,5% في نفس العام.
- على سوق الأوراق المالية البرازيلية Bovespa أن تعقد الإستثمارات التي تقل عن 90 يوما تكون 15 يوم الأولى بدون أجر على هذه الإستثمارات

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ولقد نص القرار رقم 2689 لرصد مزيد من شفافية على التدفقات المالية ، ولقد طرحت العملة البرازيلية الريال في عام 1999 وهو توجيه واضح لتحرير حساب رأس المال من أجل جني فوائد من المدخرات الخارجية.

### 2-فعالية الرقابة على تدفقات رأس المال التي تفرضها السلطات البرازيلية:

بسبب عدم إستقرار العملة المالية التي أدت إلى مزيد من عمليات التحرير رؤوس الأموال في فترة التسعينات في الأسواق المالية البرازيلية مما أدى إلي قيام السلطات النقدية البرازيلية إلى وضع عدة ضوابط لتدفقات رأس المال للحد من التقلبات الفجائية لرأس المال واسعة لأن تكون أكثر فعالية وكفاءة عن طريق مراقبة تدفقات رأس المال من وإلى الخارج وقد قسما هذه العملية عن طريق أربع حالات :

**الحالة الأولى:** فقد قسمت الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية البرازيلية BOVESPA وكيف تتم عمليات ضبط فعالية رأسمالها وإستثماراتها في البورصة إلى قسمين:

### 2-1-شركات المساهمة SA المدرجة في بورصة Bovespa:

لا تقيد بورصة Bovespa الإستثمارات على الأسهم لأنه يعتقد أن نمو سوق الأوراق المالية لأنه تزيد في جذب إستثمارات شركات أكبر مما يساهم في توسيع الإقتصاد ، وتكون تكلفة معاملاتها منخفضة على الحجم المبلغ الكلي المستثمر في البورصة وخالتي من الضرائب لعدة سنوات ، تجنب القيود المفروضة على الأرباح الناتجة عن أسعار الفائدة القصيرة الأجل في البرازيل أي تجنب وضع ضوابط على أسواق الأوراق المالية ، ولقد عملت بورصة Bovespa إلى غاية اليوم في تقديم مزايا ضريبية المتمثل في الإعفاء الضريبي لإستثمارات الدخل الثابت لشركات المساهمة.

والإستثمارات الأجنبية في شركات المساهمة تكون بنسبة 50% (الأسهم والقروض) والإستثمارات التي تكون في الدخل الثابت على المدى قصير الأجل والتي تحول أرباحهم للخارج لا يتم فرض قيود وهدف من ذلك هو العوائد على المدى القصير من الفائدة المرتفعة بأسعار اليوم

### 2-2-الشركات التجارية AAC المدرجة في بورصة Bovespa:

كانت تفرض ضريبة على المستثمرون الأجانب الذي يسعون لعوائد مرتفعة ، وبعد سنة 2000 لتمويل عن طريق بورصة Bovespa على المستثمر الأجنبي إيداع هامش على (معدل الفائدة للمشتقات المالية)



## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

وكانت تفرض ضريبة على الإستثمارات المنصوص عليها بقرار 2689 وبسبب هذا القرار إرتفعت الصادرات البرازيلية بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة ، وهذه الضريبة تشكل عقبة لفاعلية ضوابط تدفقات رأس المال في الوقت الحاضر "تكلفة تدفق رأس المال "

### الحالة الثانية: الإستثمارات من خلال عمليات الصندوق :

القيام بعمليات الصندوق في بورصة BM & Fbovespa للإستفادة من إرتفاع أسعارالفائدة في البرازيل ، وفي عقود الخيارات يكون تكلفة سمسرة (الرسوم) التي يتقاضها وكلاء المالىين

وفي عام 1995 فرضت الحكومة على الأجنب ضريبة 5% على القروض من أجل تجنب تدفقات رؤوس الأموال المفرطة

### الحالة الثالثة: تشجيع القروض الطويلة الأجل حسب مدة القرض :

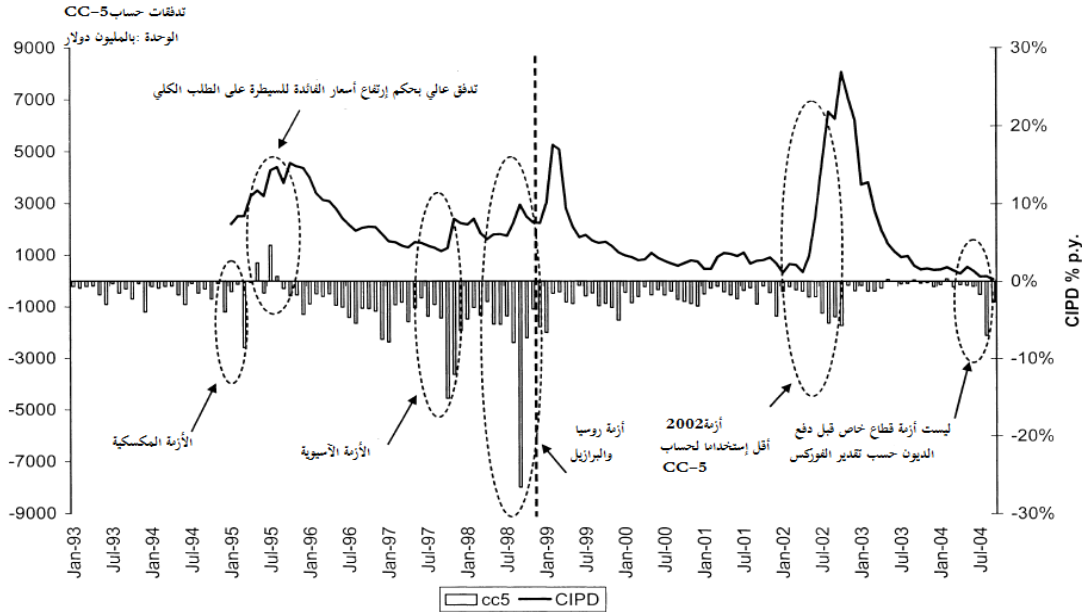
إذا كانت مدة القرض سنتين يكون معدل الضريبة 5%، أما إذا أصبح يصل إلى ثلاث سنوات يكون معدل الضريبة 4%، وفي 5 سنوات تكون معدلها 2% ولما يصل مدة القرض 6 سنوات يصبح معدل القرض 0% ولما تصل مدة القرض أكثر من 6 سنوات تصبح عقود خيار البيع مضمونة ، وهذه الضوابط فعالة لتدفقات رأس المال وللحد من تقلبات الفجائية لرأس المال وتفرض ضريبة على تعاملات المؤسسات المحلية والإستثمارات الأجنبية تصل إلى 7% من خلال سعرالصرف العائم

### الحالة الرابعة : دولية نقل الريال البرازيلي TIR:

كانت هناك ثغرة يستعملها الأجنب للإستثمار في السوق المالى البرازيلي عن طريق حساب CC-5 حسابات غير المقيمين تم إنشائها عام 1969 من قبل البنك المركزي وكان رقمها 5 لتسهيل تدفق النقد الأجنبي يسمح لهم بعقد حساب في البرازيل بالعملة المحلية "الوطنية " مع سهولة أكبر لإرسال الأموال للخارج وفي عام 1992 تم إصلاح شامل لهذا الحساب وإعطائه أكبر قناة حرية مما يعني إرتفاع تحويل حساب رأس المال وأصبح يعرف فيما بعد بإسم "دولية نقل الريال TIR"

وفي مارس 2005 زاد خفض تكاليف المعاملات وزيادة شفافية هذا الحساب كان سابقا يضع المقيمين البرازيلين خارج البرازيل أموالهم في حساب CC-5 من مؤسسات مالية المقيمين خارج البرازيل ثم هذه المؤسسة تنقل (تحيل ) إلى مصرفه في البرازيل وتحويله لعملات أجنبية وترسلها للخارج و(المؤسسة المالية غير مقيمة وعادة مايكون فرع خارجي للمؤسسة المحلية) مع تغييرات ، وفي مارس 2005 أصبح المقيم يمكن أن يودع أمواله مباشرة في مصرفه

الشكل (3-3) يوضح حركة تنقلا حساب CC-5 خلال الفترة (1993-2004):



CIPD: تعادل فرق الفائدة المعطاة

**Source:** Bernardo S. de M. Carvalho and Márcio G. P. Garcia, Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets Brazil in the Nineties, P62

يوضح الشكل حركة نقل من حساب CC-5 من يناير 1993 حتى عام 2004 كما يشمل تغطية الفرق من مصلحة التكافؤ وهو مقياس للمخاطر البلاد خلال فترات زيادة رأس المال "التدفقات الداخلة للبرازيل وتدفقات صافي رأس المال لحساب CC-5 ومن الفترة (1995-1999) كانت إستخدام هذا الحساب بشكل كبير لإرسال موارد في خارج هذا هو المرتبطة بمزيد من القيود على رأس المال ، ومع الإضطرابات الإقتصادية التي هزت الإقتصاد البرازيلي ، وهما الأزمة الآسيوية وأزمة البرازيل نفسها فإن الضرائب التي أنشئت في أوت 1995 بشأن المعاملات الدولية من المؤسسات كانت تقام بسعر الصفقة مثل ضريبة Tobin Tax "ضريبة توبين "

ثالثا -تطور نظم الحفظ والمقاصة والتسويه :

تخضع نظم المقاصة في سوق الأوراق المالية البرازيلية BM&F Bovespa وتتم تسوية المعاملات عن طريق الهامش اليومي ، ويحافظ على تبادل المعلومات للمشتقات المالية OTC، و يتم تبادل المعلومات في إثنين من المراكز المعالجة تقع في ساو باولو البرازيلية وهما مركز رئيسي ومركز ثانوي ، يعمل المركز الثانوي في حالة فشل أو عطل في المركز الرئيسي ويعالجه المعلومات

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقى ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

في أقل من 30 دقيقة للتواصل مع BM&F Bovespa، ويمكن للمستثمرين استخدام إتصالات BM&F Bovespa أو RSNF يستخدم هذا الأخير لتسوية الوضعيات الصافية STR

وفي حالة تعثر المستثمرين في البورصة من تخلف عن سداد مكالمات الضمانات أو لم يتم دفع التسوية يتم الإغلاق .

أما في حالة تبادل المقاصة الخارجية في BM&F Bovespa :وهو نظام بين البنوك معاملات الصرف الأجنبي والمقاصة تتم بين المعاملات التي تنطوي على الدولار الأمريكي فقط ،وتتم تسوية الوضعيات الصافية بالعملة المحلية

وإذا تم تعاقد على صفقة فوق نطاق الأسعار المعتاد عليها يضع ضمانات إضافية ، وتتم إجراءات تحويلات عن طريق STR لحساب تسوية المقاصة بالنسبة للعملة الأجنبية ، و تستخدم مقاصة السيولة التي سبق تعاقد معها إما بالعملة الوطنية أو الأجنبية وفقا حالة التعاقد بين طرفين<sup>1</sup>

### الجدول (2-3) دورة التسوية CBLC :

السوق	نوع الصفقة	تاريخ التسوية
سندات الشركات	الزمن	T للعقود المسجلة حتى 13 :00 مساءً ، ولعقود الغير مسجلين T+1
	الزمن	T+3
أسهم	الفترة أو المدة	تاريخ الإستحقاق
	العقود الأجلة *	(T+n)+3 اليوم الثالث من تاريخ الإستحقاق
	الخيارات **	T+1

\*تم التسوية تعديلات يوميا على T+1

\*\*تاريخ دفع القسط وتتم تسوية في الدورة العادية في السوق الفوري

**SOURCE:**Central Bank of Brazil – Department of Banking Operations and Payments System – Deban September, 2009, P19

<sup>1</sup>Central Bank of Brazil – Department of Banking Operations and Payments System – Deban ,September 2009 , P19

المطلب الثالث: تحليل مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية البرازيلية :

من أجل الوقوف على أهم التطورات ومدى مساهمة السوق المالي البرازيلي كسوق ناشئ في نشاطه الإقتصادي من خلال مؤشرات الأداء السوق ، إضافة لما شهده سوقه المالي من أحداث إقتصادية وكان لها وقعها وأثرها على مؤشرات

أولا - مؤشرات حجم السوق المالي البرازيلي :

1- مؤشر الرسملة السوقية (القيمة السوقية):

نلاحظ من الملحق رقم (1) الذي يعكس لنا رسملة سوق الأوراق المالية البرازيلية حالة BM&Fbovespa خلال الفترة (1995-2012) ولما له من أهمية كونه يعتبر من أهم الإقتصادات الناشئة فنلاحظ من خلال الجدول رقم (1) عرف سوق الأوراق المالية البرازيلية إرتفاع تدريجي في إتجاهه العام عموما ، فلقد شهد إرتفاع ملحوظ في الرسملة السوقية في سنة 1996 إذ بلغت قيمته 216,99 مليار دولار مقارنة بسنة 1995 بقيمة 147,64 مليار دولار وذلك بسبب زياد إستخدام حساب CC-5 لتحويل تدفقات رؤوس أموال أجنبية لبورصة البرازيلية بهدف المضارب على الأسهم وتحقيق عوائد ولقد إستخدم هذا الحساب بشكل كبير خلال الفترة (1995-1999) والذي يعتبر قنات حرية تحويل حساب رأس المال والمعروف بإسم دولية نقل الريال البرازيلي .

وفي بعض الفترات شهدت إنخفاض في مؤشر الرسملة خاصة في فترة التسعينات بسبب الأحداث الإقتصادية خاصة الأزمات المالية التي تأثر بها من بينها :

الأزمة الروسية والبرازيلية (1998-1999) "فقد لعبت الجدارة الإثتمانية السيادية الدور الرئيسي في الأزمة البرازيل نتيجة لعدم قدرة الحكومة على سداد الدين العام بالعملة الأجنبية ، وذلك نظرا لما عاشته البرازيل في فترة التسعينات من أحداث إقتصادية خاصة الأزمة التي مستها وعدوى الأزمة الآسيوية والروسية فقد شهدت البرازيل خروج التدفقات الرأسمالية خلال العامين 1997،1998 حيث إنخفض صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى 15,5 مليار دولار ، 17,1 مليار دولار على التوالي ، بعد أن كان قد وصل إلى 35,2 مليار دولار عام 1996"<sup>1</sup>

ولقد تجسد هذا الإنخفاض في إنخفاض القيمة السوقية خلال سنة 1998 إذ بلغت القيمة السوقية 160,89 مليار دولار مقارنة بسنتين 1997 و1999 إذت بلغت ذروتها في فترة التسعينات بقيمة 255,48 مليار دولار، 227,96 مليار دولار على التوالي

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 51

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقى ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ونلاحظ من خلال ملحق(2) الذي يمثل معدل العمق "معدل التفاعل" السوق المالي البرازيلي في نشاط الإقتصادي فلقد إنخفض معدل تفاعل هو أيضا سنة 1998 بنسبة 19% مقارنة بسنتين 1997، 1999 الذي سجل معدل العمق سوق ب 29% و 39% على التوالي بسبب أثر الأزمات المالية على السوق المالي البرازيلي BOVESPA آن ذلك، وأثر الأزمة الروسية والبرازيلية عليه نجم عنه نقص التدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خلال فترة الأزمات على البورصة البرازيلية .

ففي بداية الألفية ومن خلال الملحقين 1، 2 تصاعدت القيمة السوقية لبورصة البرازيل خاصة في الفترة (2004-2010) التي شهدت إرتفاع ملحوظا فقد بلغت القيمة السوقية سنة 2004 بقيمة 330,35 مليار دولار وهي في تطور مستمر ، وهذا راجع للإجراءات التي إتخذتها البرازيل في تحسين البنية الأساسية والتشريعية لسوق المالي BOVESPA وهدفها هو زيادة ثقة المستثمرين فيها من خلال إعتقاد أنظمة وقوانين عالمية والذي تجسد بالفعل من خلال نظام حوكمة سوق الأوراق المالية البرازيلية النظام الذي وضع ثلاث قطاعات في القوائم الإفصاح الجديد: "السوق الجديد ، المستوى 1، المستوى 2" وقد تضاعفت القطاعات للقوائم الجديد بسبب الشركات المدرجة التي تريد جمع رؤوس أموال ، ولقد بلغ معدل العمق السوق ب 50% سنة 2004 مقارنة بسنة 2000 بنسبة 34% مما يعكس مدى نجاعة نظام الحوكمة الجديد في سوق المالي البرازيلي وهو يدل على الإرتقاء في مستويات الإفصاح والشفافية التي توصلت إليه البرازيل في سوقها المالي .

ولقد شهدت بورصة BOVESPA سنة 2007 طفرة نوعية بلغت ذروتها ولم تسبق لسوق المال البرازيل أن شهدها إذ بلغت الرسملة السوقية 1370,38 مقارنة بسنة 2006 بقيمة 711,10 مليار دولار ، بنسبة فعالية بلغت نسبتها 100% وهذا راجع لحركة الإكتتاب الدولية التي قامت بها شركات المتعددة الجنسيات البرازيلية في أسهم كل من سوقي الصين والولايات المتحدة الأمريكية "الخروج من السوق" والتي تعود عليها بعائدات الأسهم والإستفادة من عائدات بالخارج .

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على مؤشر الرسملة السوقية البرازيلية إلى أكثر من النصف وأنخفضت بقيمة 589,38 مليار دولار ولكن سرعان ماتعافت بسبب حدوث اندماج بين البورصات البرازيلية وأصبحت تعرف ببورصة BM&Fbovespa في 8 ماي 2008 وإستعاد معدل الرسملة قيمته من جديد بقيمة 1545,57 مليار دولار سنة 2010 بمعدل عمق بنسبة 72% في نفس السنة مقارنة بسنة 2008 بمعدل 36%، وفي 31 ديسمبر 2012 بلغت قيمة الرسملة السوقية للسوق المالي البرازيلي 1229,85 مليار دولار وهذا أصبح البورصة رقم 13 على مستوى البورصات العالمية.

### 2-تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة البرازيلية :

نلاحظ من خلال الملحق رقم 3 تذبذب في الإتجاه العام لعدد الشركات المدرجة في بورصة BM&Fbovespa صعودا و نزولا خلال فترة الدراسة (1995\_2012) : فبعد أن شهدت ارتفاع ملحوظ سنة 1996 إذ بلغ عدد الشركات المدرجة 551 وهذا يعتبر أعلى نسبة لشركات المدرجة في سوق الأسهم البرازيلي خلال سنوات الدراسة

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ولقد أثرت الأزمات خاصة التي مست الأسواق الناشئة في عدد الشركات المدرجة فلقد أثرت كل من الأزمة الآسيوية 1997 والأزمة الروسية 1998 والأزمة البرازيلية 1999 "أثر العدوي" فقد إنخفض عدد الشركات المدرجة ب 459 شركة عام 2000 مقارنة بسنة 1995 التي كان عددها 543 شركة مدرجة وهذا راجع لخروج شركات من البورصة البرازيلية إما لإفلاسها أو إدماجها بسبب تأثرها ببعدي الأزمات التي تم تصفيتهما من طرف السلطات البرازيلية في إطار برنامج RAET فقد بلغ عدد الشركات التي تم تصفيتهما أو الإستحواذ عليها خلال الفترة (1995-2000) فعدد الشركات التي تم إدماجها 38 شركة والتي تم تصفيتهما ب 42 شركة

ونلاحظ من خلال مؤشر متوسط حجم الشركات الذي يقيس مؤشر القيمة السوقية على عدد الشركات المدرجة

فقد بلغ متوسط حجم الشركات الواحد التي يتم تداول أسهمها في بورصة البرازيلية في سنة 2007 إلى ما قيمته 3,10 مليار دولار وفي سنة 2012 ما قيمته 3,37 مليار دولار وهذا يدل على مستوى نشاط الشركة المدرجة في سوق المالي البرازيلي وقدرتها على تمويل أنشطة الإقتصاد البرازيلي وبما أنه فاق 2 مليار دولار مما يدل على الإمكانيات وقدره الإستثمارية لشركات المدرجة في بورصة BM&Fbovespa في تطوير أداء الإقتصاد البرازيلي وهو ماسوف نختبر صحته في المبحث الأخير .

وقد بلغت عدد الشركات المدرجة في سنة 2012 ب 364 شركة مدرجة منها 353 شركة محلية و 11 شركة أجنبية ولقد إنخفضت بنسبة 2,4% مقارنة بسنة 2011 التي كان عددها 366 شركة مدرجة أي تم شطب شركتين من السوق الأوراق المالية البرازيلية BM&Fbovespa

ثانيا - مؤشرات السيولة للبورصة البرازيلية : من خلال مؤشرين معدل التداول ومعدل الدوران في السوق المالي البرازيلي نلاحظ مايلي :

### 1- مؤشر معدل التداول في البورصة البرازيلية :

نلاحظ من خلال الملحقين (5,4) الذي يظهر لنا أحجام التداول في السوق المالي البرازيلي BM&Fbovespa ويعكس لنا حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الإقتصاد الوطني البرازيلي خلال المدة (1995-2012) و من الملحق رقم 5 نلاحظ إرتفاع تدريجي لنسبة حجم التداول فلقد سجل معدل التداول إرتفاع ملحوظ في سنة 1997 بمعدل بلغ 202,45 مليار دولار مقارنة بسنة 1998 بقيمة 112,11 مليار دولار وهذه الزيادة سببها مظهر من مظاهر العولة المالية وهو تطوير نظام التداول الإلكتروني (Meg Bolsa) الذي أدى إلى زيادة الحجم الكلي للأنشطة الأوراق المالية البرازيلية في بورصة BOVESPA آن ذاك .

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ولقد إنخفض معدل التداول خلال سنة 1999 بقيمة 28, 87ملياردولار مقارنة بالعامين 1998, 2000 والتي بلغت معدلات تداول في البورصة 146,68 و101,28 مليار دولار على التوالي وهذا راجع بسبب الأزمة المالية التي مست الإقتصاد البرازيلي "أزمة الازيل 1999" وأثرت في معدلات التداول أسهم في البورصة ومستوى السيولة في الإقتصاد البرازيلي على العموم .

ولقد شهد زيادة ملحوظة في معدل التداول في سوق المالي البرازيلي في سنة 2007 بقيمة 584,95 مليار دولار مقارنة بالسنة السابقة لها بقيمة 254,51 مليار دولار وهذا راجع بالأساس لحركة الإكتابات الدولية أي " الخروج من السوق " للأسواق العالمية لزيادة لتحقيق عائدات للأسهم من طرف الشركات المتعددة الجنسيات البرازيلية وهي تعتبر نقل نوعية لبورصة البرازيلية في حركة التداولات في البورصات العالمية ورغم الأزمة المالية العالمية 2008 و التي مست معظم الأسواق المالية العالمية في معدل التداولات فلم تؤثر في معدل تداول الأسهم البرازيلية بسبب عملية الإندماج التي قامت بها البورصة البرازيلية لتصبح معروفة BM&Fbovesba، فقد بلغ معدل التداول في الملحقين 4,5 ب ناتج المحلي الإجمالي % 44,80 أي 727,79 مليار دولار

### 2- مؤشر الدوران في السوق المالي البرازيلي :

نلاحظ من خلال الملحق رقم 6 : التطور التدريجي في معدل الدوران السهم في السوق المالي البرازيلي BM&Fbovesba خلال الفترة (1995-2012) بالرغم من بعض تذبذب في الإتجاه العام له صعودا ونزولا ، فقد ارتفع معدل الدوران السنة 1997 بنسبة 85,70% مما يعني أن السوق المالي البرازيلي يتسم بدرجة عالية من السيولة ومستوى نشاط كبير في السوق في تلك السنة وإنخفاض تكلفة المعاملات بيع وشراء الأسهم في سوق المالي البرازيلي وهذا راجع في الأساس لتطور نظام التداول الإلكتروني (Meg Bolsa) عام 1997

ورغم تطور نظام التبادل التجاري والبيع والشراء عن طريق الإنترنت في إطار برنامج Home Broker في سنة 1999 إلا أن الأزمة البرازيلية كانت أقوى بكثير فأثرت على معدل التداول السهم ونخفض بنسبة 44,89% مقارنة بسنة 1998 فقد بلغ معدل الدوران 70,46%

وعلى العكس ذلك فلم تؤثر الأزمة المالية العالمية 2008 على معدل الدوران فقد شهد إرتفاع ملحوظ بنسبة 74,27% مقارنة بسنة 2007 بنسبة 56,21% وهذا راجع لمستوي عالي من السيولة بسبب زياد حركة الرساميل والتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لسوق المالي البرازيل بهدف المضاربة في الأجل القصير على أسعار الأسهم وتحقيق عوائد مرتفعة وأرباح كبيرة وسريع في السوق المالي البرازيلي كأغلب الأسواق الناشئة التي يكون الإستثمار بهدف المضارب عكس الأسواق المتقدمة التي يكون فيها الهدف هو تملك السهم ، ولأن الأسواق المتقدم كانت في الأساس تعاني من نقص السيولة بسبب الأزمة المالية العالمية .

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية الناشئة :

يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق الأوراق المالية التقليدي وآخر إسلامي، وكغيرها من البورصات تقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة (سوق موازية)، وتعتبر البورصة من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في ماليزيا باعتبارها من أهم الدول الرأسمالية في منطقة جنوب شرق آسيا، كما اتخذت ماليزيا نهجا تدريجيا كأساس للإصلاح ونتيجة لذلك كان الإقتصاد الماليزي هو أقل تضررا من الأزمات المالية التي عصفت بالإقتصاديات دول شرق آسيا ، كما كان أكثر الإقتصاديات قدرة في تعامل مع تداعيات الأزمة واتخاذ الاجراءات التعويضية لازالتها أو الحد منها.<sup>1</sup>

المطلب الأول : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الماليزية :

بالرغم من أن انشاء أول بورصة للأوراق المالية في ماليزيا يعتبر نسبيا حديثا إلا أن جذور صناعة الأوراق المالية ترجع لنهاية القرن التاسع عشر كامتداد طبيعي لوجود الشركات البريطانية خصوصا في صناعة المطاط والقصدير ، وقد بدأ الإتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم انشاء اتحاد لحائزي الأوراق المالية ، غير أن تشكيل بورصة للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960 حينما تم تأسيس بورصة ملايو ، وبدأ تداول الأوراق المالية بما في نفس العام ، وقد تشكلت غرفتين للتعامل في عام 1961 في ماليزيا والأخرى في سنغافورة اعتبرت بمثابة سوق واحد تم ربطها باستخدام خطوط الهاتف وتسجل تداول فيها نفس الأسهم ، وفي عام 1964 تم تشكيل بورصة ماليزيا للأوراق المالية ، ومع خروج سنغافورة من الإتحاد الماليزي استمرت البورصة في أداء وظائفها ولكن كبورصة مشتركة لكل من دولتي ماليزيا وسنغافورة وفي عام 1973 انقسمت البورصة الى كيانين مستقلين :

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية "KLSE"

- بورصة سنغافورة للأوراق المالية "SES"

غير أن الارتباط بين البورصتين ظل قائما حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات السنغافورية في كلتا البورصتين واستمر هذا الارتباط قائما حتى عام 1990 حينما تقرر الغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة "SES" وأسهم الشركات السنغافورية في بورصة "KLSE"<sup>2</sup>، في 14 أبريل 2004، تم تغيير اسمها كوالالمبور للأوراق المالية بورصة ماليزيا ، وأصبح الغرضها وهدفها هو تعزيز الوضع التنافسي والرد على الإتجاهات العالمية في قطاع الصرف من خلال جعل أنفسهم أكثر خدمة للعملاء والسوق أوراق المالية ، بإجمالي القيمة السوقية لبورصة ماليزيا ب189 مليار دولار.

<sup>1</sup> أبو عبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية ، من الموقع الإلكتروني

<http://www.giem.info/article/details/ID/560#>، بتاريخ 18-05-2015

<sup>2</sup> عزوز عائشة ، مرجع سبق ذكره ، ص 207



## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ومنذ ذلك الحين ركزت بورصة ماليزيا على مختلف المبادرات التي تهدف إلى تحسين منتجاتها والخدمات التي تقدمها، وزيادة السيولة وسرعة أسواقها، وتحسين كفاءة أعمالها وتحقيق وفورات الحجم في عملياته<sup>1</sup>.

### أولا - سوق ميزداك MESDAQ:

أطلقت بورصة ماليزيا لسوق MESDAQ (الماليزي لتبادل الأوراق المالية والتعامل والتسعير الآلي) في 6 أكتوبر 1997 كسوق الأوراق المالية منفصلة، ومعظمها لإدراج الشركات القائمة على التكنولوجيا. وهو جزء من بورصة ماليزيا<sup>2</sup>.

تهدف هذه السوق إلى توفير الأموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا، والشركات ذات فرص النمو المرتفعة ورأس مال المخاطر، وقد أنشئت هذه السوق في مارس 2002 ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور (ماليزيا حاليا) مقتدية بتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى كسوق NASDAQ في الولايات المتحدة وسوق JASDAQ في اليابان وسوق الإستثمار البديل في المملكة المتحدة وشبكة التعامل في كندا، والتي كرست جميعها لخدمة هدف تمويل الصناعة التكنولوجية وتمويل رأس المال المخاطر ويتوقع أن يلعب سوق MESDAQ دورا فاعلا في تنمية القطاع تكنولوجيا المعلومات وعلى وجه الخصوص صناعة البرمجيات، وقد جاء انشاء هذا السوق انعكاسا للرغبة في تشجيع الصناعات المكثفة للاستخدام التكنولوجية، ولرغبتها في جعل كوالالمبور بمثابة مركز مالي اقليمي في منطقة جنوب وشرق آسيا يوفر احتياجات المنطقة من تمويل، وتجمع سوق MESDAQ بين خصائص السوق الرسمية وخصائص السوق غير رسمية للأوراق المالية، وإذا يتعين على الشركات التي تسجل في هذه السوق أن تؤمن خدمات صنع السوق أسوة بما هو متبع في الأسواق غير الرسمية OTC كما يلتزم السماسرة في هذا السوق بتقديم عطاءات وعروض للأسهم كما هو الحال في أي سوق رسمية، وتوضح مؤشرات السوق تزايد حجمها إذا تزايد حجم الشركات المدرجة ببورصة MESDAQ بشكل مطرد منذ إنشائها فبعد أن كان العدد 12 شركة في عام 2002 ارتفع إلى أن وصل في سنتين 2005 و2006 إلى 107 شركة و119 شركة على التوالي، كما ارتفع حجم رأس المال السوقي من 7,6 بليون رينجيت في عام 1984 إلى 11,7 بليون رينجيت في جوان 2006 فيما ارتفعت قيمة التعاملات السنوية بما من 578,81 مليون رينجيت في جانفي 2004 إلى 1470,22 مليون رينجيت في جوان 2006<sup>3</sup>.

### ثانيا - السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال :

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع

<sup>1</sup> Bursa Malaysia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia), 18-05-2015

<sup>2</sup> MESDAQ, <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>, 18-05-2015

<sup>3</sup> عزوز عائشة، مرجع سبق ذكره، ص 208

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

الغرر... وغيرها، أي أنه سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين.

ولقد كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام.دي.اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه

و مع بداية تأسيس هذا السوق ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة، ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 (والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، إضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بوعبدالله علي ، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ، مرجع سبق ذكره

### ثالثا - البورصة الماليزية للمشتقات :

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا نشأت الحاجة للإدخار أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وبالفعل بدأت صناعة المشتقات المالية تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع "KLCE" والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا ، وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديد مع انشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات المالية في نهاية عام 1995 ليصبح السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر ، وقد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996 "MME" وفي عام 1998 تم اندماج بورصة "KLCE" مع بورصة "MME" لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود ، وفي عام 2001 تأسست البورصة الماليزية للمشتقات ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة KLOFFE وبورصة COMMEEX يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية ، وتعمل بورصة MEDX ، تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات الوزارة المالية الماليزية ، ويحكمها قانون المستقبلية الصادرة في عام 1993 ، وتتداول في هذا السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية .

### رابعا- مركز La bouan:

قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي في عام 1990 انشاء مركز مالي دولي خارجي (LIOFC) Labouan international offshore financial center ، وقد جاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المال المحلي وأخضع للإشراف هيئة متخصصة وهي خارجي La bouan offshore financial Authority وقد تركزت استراتيجية المركز على جذب أكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية التي تتمتع بسمعة حسنة ويمكنها أن توفر أفضل الخدمات والمنتجات المالية للمستثمرين الراغبين في العمل في المنطقة وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكا عالميا ، 78 شركة تأمين ، و20 شركة أمانات وودائع ، وقد شكلت هذه المؤسسات جوهر نشاط المركز .

المطلب الثاني: إجراءات رفع كفاءة السوق المالية الماليزية:

إتخذت الحكومة الماليزية عدة اجراءات من أجل رفع الكفاءة للسوق المالية ومن بين هذه الاجراءات نذكر مايلي:

أولا- الرقابة على الشركات وحكومتها:

كان مستوي الرقابة في البورصة ضعيفا نتيجة لشيوخ ظاهرة الإستثمار القصير الأجل أو المضاربة في الأوراق المالية، حيث كان الهدف الرئيسي الشراء بغرض البيع لتحقيق أرباح مضاربة دون أن تمارس أي رقابة من حملة الأسهم على أداء الشركات وادارتها وهي رقابة لازمة يتعين وجودها لتطوير الأداء وتحقيق أرباح ومن ثم اجراء توزيعات لحملة الأسهم<sup>1</sup>.

على سبيل المثال دراسة أجراها: Renneboorg, Horst and Zhang (2008) تبين أن ماليزيا، كجزء من

آسيا والمحيط الهادئ في المرتبة منخفض جدا في النشاط المستثمرين.

1- الملكية الأجنبية: وفيما يخص الملكية الأجنبية المستثمرة في بورصة الماليزية:

فقد شجعت التنمية والتغيرات السريعة في بيئة الأعمال وتكنولوجيا المعلومات في جميع أنحاء العالم بما في ذلك ماليزيا المستثمرين الأجانب للاستثمار في السوق المحلية ويرتبط هذا انتقال رأس المال الدولي مع البلدان التي أظهرت الحوكمة الجيدة للشركات وممارسات الإفصاح أكبر من معلومات القيمة المحاسبية دراسة ل(Guenther and Young، 2003) بشكل عام، والمستثمرين الأجانب من المرجح أن يكون أقل اطلاعا من المستثمرين المحليين وتكلف عملية جمع المعلومات عن الشركات ومن المرجح أيضا أن تكون كبيرا جدا، وبالتالي فإن الكشف على المعلومات المحاسبية هو مايناسب مصالح المستثمرين الأقل استنارة (المستثمرين الاجانب) من المستثمرين الأكثر استنارة (المستثمرين المحليين) والكشف على معلومات شركات أيضا يقلل من حوافز المستثمرين التي يدفعونها للحصول على معلومات خاصة مكلفة(Lundholm، 1999)

تشير Mangena and Tauringana 2007 إلى أن المستثمرين الأجانبعموما لديهم تفضيل الشركات التي

تكون منفتحة عن الإستثمارات الخارجية فضلا عن الشركات التي من المرجح أن تكون محمية استثماراتهم "ومع ذلك، وجد الباحث أنه عندما يكون للمستثمرين الأجانب السيطرة في شركة، وبالتالي تصبح جزءا من المساهمين في الداخل، فإنها تتفاعل أكثر مع المستثمرين المحليين وترتبط معهم.

وبشكل عام فإن الشركات المدرجة في ماليزيا إنخفاض مستوى الملكية الأجنبية بسبب تقادم النصوص والسياسات التي

تنص عليها الحكومة الماليزية، و من المتوقع أن تتفاعل مع المساهمين الأقلية الآخرين<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عزوز عائشة، مرجع سبق ذكره، ص ص (209-210)

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ومع ادراك الحكومة الماليزية لخطورة مشكلة ضعف الرقابة على الشركات الناجمة عن شيوع الاستثمار المضاربي ، لجأت إلى معالجتها من خلال رفع حيازات الأغلبية الماليزية من الأسهم لتصل إلى 30% من إجمالي الأسهم في عام 1990 فلجأت إلى تشجيع الاستثمار المؤسسي في الأوراق المالية فكان تأسيس PNB، التي تجاوزت استثماراتها في نهاية ديسمبر عام 2000 مبلغ 58 بليون رينجيت لتصبح أهم مؤسسات الإستثمار المالي في ماليزيا ، ونتيجة لذلك تزايدت مدة احتفاظ الأفراد بالسهم لفترات طويلة كما أسهم ذلك أدى ذلك في ارتفاع مستويات الرقابة من قبل المساهمين على ادارات الشركات بشكل دفعها إلى العمل على تحسين أداؤها وتعظيم أرباحها .

### ثانيا -تطور نظام التداول :

خضع نظام التداول في بورصة KLSE للتطوير المستمر فبعد أن كانت عملية التداول تتم بالكامل يدويا تعهد النظام في عام 1989 تطورا نوعيا كبيرا حيث تتم ادخال نظام "SCORE" حيز التنفيذ كنظام شبه آلي للتداول تمت بموجبه مكنية عمليات قيد وإدخال الاوامر ، بينما ظلت عمليات مقابلة الأوامر تتم بشكل يدوي إلى أن تمت مكنيتها في أكتوبر عام 1992 وبذلك أصبح نظام تداول في السوق مميكنًا<sup>2</sup> بالكامل .

وثمة تطورات أخرى في التداول في بورصة KLSE يمكن رصد أهمها :

- أصبحت نماذج طلب أسهم الاصدارات العامة الجديدة متاحة بالصحف اعتبارا من عام 1995
- تم تطبيق نظام آلي للإقتراع Balloting لتسريع عمليات تخصيص الأسهم على مكتبتين
- تم رفع القيود على انشاء شركات جديدة للسمرسة في الأوراق المالية

وقد أجازت الحكومة الماليزية في عام 1995 في اطار خططها الهادفة لتشجيع التداول في السوق عمليات اقراض واقتراض الأوراق المالية ، وأعقب ذلك في عام 1996 تنفيذ نظام للبيع على المكشوف في أسهم مختارة بلغ عددها نحو 50 سهما

### ثالثا - تخفيض تكلفة المعاملات :

عملت الحكومة الماليزية بقدر الامكان على تخفيض تكلفة المعاملات في السوق ، ومن ثم رفع مستوى السيولة وتمثل التكلفة في ماليزيا في العناصر التالية :

<sup>1</sup> HAMEZAH MD NORa, NORMAN MOHD SALEHb, ROMLAH JAFFARc AND ZALEHA ABDUL SHUKORd ,Corporate Governance and R&D Reporting in Malaysian MESDAQ Market Journal of Economics and Management 4(2) , Universiti Kebangsaan Malaysia2010 , P P (355-356)

<sup>2</sup> مميكنًا : جمع مكنيه وتستعمل في المجالات الحديثة كالمهندسة والاقتصاد فيُطلق لفظ مميكنة على استخدام الماكينات الأكثر تعقيدًا وليس الأدوات اليدوية ولا الأجهزة البسيطة

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

**1-العمولة:** ظلت ماليزيا لفتترات طويلة تتبع نظام العمولة الثابتة بمايوحيه في عدم المرونة إلى أن قررت في عام 1995 تطبيق نظام متدرج للعمولات يهدف إلى زيادة القدرة التنافسية للسوق الماليزية ، فيما يتعلق بتكلفة المعاملات ، وفي سبتمبر 2000 تقرر تطبيق نظام جديد تخضع بموجبه العمولة للتفاوض بين طرفي المعاملة بصرف النظر عن قيمة العقد وذلك بالنسبة للأسهم العادية والأسهم الممتازة ، بينما أخضعت الأوراق المالية الأخرى لحد أدنى من العمولة وحد أقصى يبلغ 0,7%.

**2-مصاريف المقاصة :** استمرت مصاريف المقاصة المحددة بنسبة 0,05% من قيمة الصفقة إلى أن قررت الحكومة تخفيضها اعتبارا من أول جويلية 2000 وطبقا لهذا التعديل ميزت الحكومة بين العمليات التي تتم في السوق وبين العمليات المباشرة بين الأفراد كالتالي :

- 0,04% من قيمة الصفقة للمعاملات التي من خلال السوق يدفعها كل من البائع والمشتري ، على أن يكون الحد الأقصى للمصاريف 500 رينجيت لكل عقد وبدون حد أدنى
- 0,04% من قيمة الصفقة للمعاملات المباشرة يدفعها كل من البائع والمشتري بحد أقصى 500 رينجيت وحد أدنى 10 رينجيت

### 3-رسوم الدمغة :

- يدفع واحد رينجيت لكل 1000 رينجيت أو جزءكسري من قيمة الأوراق المالية يدفعها كل من البائع والمشتري
- تعفى من رسوم الدمغة جميع الأدوات عند اصداها أو طرحها للاكتتاب أو شرائها أو عند دعوى لشرائها وكذلك السندات المضمونة التي تقرها لجنة الأوراق المالية وفقا لأحكام التقييم 32 من قانون لجنة الأوراق المالية 1993

### رابعا -تطور نظام الحفظ والمقاصة والتسوية :

بدأ أول تطور حقيقي في نظام المقاصة اعتبارا من عام 1984 مع تأسيس شركة SCANS حيث تمت ميكنة نظام المقاصة وفي عام 1990 تم تطبيق نظام للحفظ المركزي عن طريق شركة MCD، وقد أتاح هذا النظام للشركات فتح حساب للحفظ المركزي ، ومع نهاية عام 1993 أصبح لمعظم الشركات المسجلة في البورصة حسابات للحفظ المركزي ، وقد شهدت مدة تسوية المعاملات تطورا كبيرا حيث أصبحت عمليات المقاصة والتسوية تستغرق مدة T+3.

### خامسا -مؤشرات السوق :

تصدر بورصة ماليزيا مجموعة متنوعة من المؤشرات بهدف قياس أداء السوق وقطاعاته المختلفة ، ولعل أهم هذه المؤشرات مايلي :

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

1- مؤشر (KLCI): ويستند احتساب قيمة هذا المؤشر إلى قيمة رأس المال السوقي وقد اختير عام 1977 ليكون سنة الأساس وقد تم تكوينه في عام 1986 وقد خضع هذا المؤشر لتعديلات عدة إلى أن أصبح عدد الشركات التي تدخل أسهمها في حساب المؤشر 100 شركة

2- مؤشر الشركات المدرجة بالجدول الأساسي للبورصة : ويتضمن 589 سهم شركة ، ويتم احتسابه بنفس طريقة المؤشر المركب غير أنه يحتسب على أساس القيمة السوقية الاجمالية للشركات المسجلة فقط بالجدول الأساسي ، مع اعتبار سنة الأساس في 31 ديسمبر 1990، كما يوجد مؤشر للشركات المدرجة بالجدول الثانوي يتضمن 285 سهم شركة .

3- مؤشر عقود مستقبلات الأسهم : بدأت البورصة في عام 1995 تطبيق مؤشر لعقود مستقبلات الأسهم

4- مؤشر الشركات التكنولوجية : وهو أحد المؤشرات القطاعية التي تقيس أداء أسهم الشركات العاملة في قطاع التكنولوجيا ، وقد بدأ تطبيقه عام 2000 وقد اختيرت سنة الأساس نهاية سنة 1990، ويتضمن هذا المؤشر 17 شركة

5- مؤشر الشركات الصناعية : يهدف هذا المؤشر إلى قياس أداء أسهم الشركات الصناعية وقد أختير عام 1970 سنة أساس<sup>1</sup>

6- مؤشرات أسهم الشركات الإسلامية : ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

1-6- المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز: ورشيد حسين المحدودة هو احد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه.

2-6- المؤشر الشرعي كوالالمبور: تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لان الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا لاعتبار إن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وترى اللجنة الشرعية بان تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات.

ولكن كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار إن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عزوز عائشة مرجع سبق ذكره ، ص ص (210-212)

<sup>2</sup> بوعبدالله علي ، أهمية الصكوك المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ، مرجع سبق ذكره

المطلب الثالث : تحليل مؤشرات الأداء لسوق المالي الماليزي :

بعد ما شهدنا نشأت وتطور السوق المالي الماليزي يبقى أن نسقطه على مؤشرات الأداء السوق من أربع مؤشرات وهي :

أولا -حجم السوق المالي الماليزي : ويندرج ضمنه مؤشرين وهما :

### 1-مؤشر الرسملة السوقية للبورصة الماليزية :

نلاحظ من خلال الملحق رقم 1 الذي يعكس لنا القيمة السوقية لسوق المالي الماليزي الناشئة خلال الفترة (2012-1995) ويعتبر من الأسواق الإقتصاديات الناشئة فخلال سنوات الدراسة شهده السوق المالي الماليزي تطور مستمر في قيمة المحقق لرأس مال السوق بإستثناء في فترات الأزمات

فلقد إرتفعت قيمه السوق لأسواق الأسهم الماليزية من 222,73مليار دولار سنة 1995 لتصل إلى 476,34مليار دولار عام 2012وهي تعتبر أعلى قيمة في الفترة الدراسة (1995-2012)وهو يشير إلى الزيادة الكبيرة في حجم السوق من خلال صناعة الأوراق المالية وإدارة المخاطر في سنة 1995وهي الأولى من نوعا ومما يدل هذا الإرتفاع أيضا على إرتفاع نشاطها الإقتصادي من حيث عدد الأسهم وهذا ما يوضحه في "الملحق رقم 2" في معدل عمق السوق الذي حقق معدلات مرتفعة جدا في سوق المالي الماليزي ، ففي سنة 1996حققت ماليزيا معدل مرتفع جدا في عمق السوق بنسبة 305% مما يدل على مدي فعالية السوق المالي الماليزي في تمويل الإقتصاد الماليزي ويدل أيضا على حدوث معدلات نمو مرتفعة في المدين المتوسط والطويل الأجل

لقد أثرت الأزمة الآسيوية سنة 1997على الإقتصاد الماليزي والإقتصاديات المجاور لها مما أثر بشكل كبير على سوق المالي الماليزي فقد إنخفضت القيمة السوقية بقيمة 93,61مليار دولار مقارنة بسنة 1996التي بلغت القيمة السوقية لها 307,18مليار دولار ، ولكن سرعان ماتعافت ماليزيا من هذه الأزمة مقارنة بالإقتصاديات الناشئة المجاوره لها فقد بلغ معدل العمق السوق في سنة 1999بنسبة 134%وبقيمة سوقية في نفس السنة بلغت 145,44مليار دولار وهذا راجع لإستراتيجيه التي إتخذتها ماليزيا للخروج من الأزمة وهي تعتبر تجربة ناجحه والمتمثلة في النقاط التالية :

- إنشاء بورصة MESDAQ سنة 1997وهي مخصص لشركات ذات نسبة نمو ورأس مال مخاطر مرتفعين
- فرض قيود على خروج رؤوس الأموال بأحجام كبيرة
- كما فرضت مدة حيازة للأوراق المالية لاتقل عن 12 شهرا قبل أن يتم خروج رأس المال المستثمر في السوق المالي الماليزي ، وإجبار المواطنين على الموافقة المسبقة قبل أي عملية إستثمار في الخارج ، فهذا الإجراء لم يسفر على نتائج سلبية بل زادت نسبة الإستثمارات الأجنبية الطويلة الأجل

مما تعكس هذه الإستراتيجية زيادة التمويل المتوسط والطويل الأجل وليس لهدف المضاربه في السوق المالي الماليزي



## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ولقد شهدت القيمة السوقية للسهم سنة 2004 ارتفاعاً في قيمتها بلغ 190,01 مليار دولار وهذا بسبب أنها أصبحت تعرف بسوق الأوراق المالية الماليزي وأصبح بورصة ذا مستوى تنافسي مرتفع بإتجاه البورصات العالمية وزيادة في تسهيلات خدمة العملاء في سوق الأوراق المالية مما يجذب مزيد من رؤوس الأموال للإستثمار في البورصة الماليزية

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على القيمة السوقية فنخفضة بقيمة 187,07 مليار دولار مقارنة بسنة السابقة لها إذ بلغت 325,66 مليار دولار ، فحتى معدل عمق السوق إنخفضها بنسبة 81% مقارنة بسنة 2007 بنسبة 168% مما يدل على إنخفاض نسبة فعالية السوق المالي الماليزي في تمويل الأنشطة الاقتصادية متأثراً بالأزمة الاقتصادية والمالية العالمية 2008.

### 2- تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية :

نلاحظ من خلال الملحق رقم 03 الإتجاه التصاعدي لعدد الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي بمستوى ارتفاع وتطور تصاعدي مستمر خلال الفترة (1995-2012) وهو يدل على تطور الثقافة المالية في السوق الأسهم الماليزي وزيادة إعتقاد الشركات على التمويل المباشر وهذا ما أظهره مؤشر عمق السوق المالي ، فلم تؤثر الأزمة الآسيوية 1997 على عدد الشركات المدرجة فقد شهدت بورصة ماليزيا ارتفاعاً في عدد إدراج هذه الشركات سنة 1997 ب 708 شركة مدرجة مقارنة بسنة 1996 ب 621 في عدد الشركات المدرجة وهو في تطور مستمر

وفي عام 2000 تم إدراج 795 شركة في السوق المالي الماليزي وهو راجع لوضع وضبط معايير حوكمة البورصة من خلال زيادة مستوى الشفافية الذي رفع في عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية ومن خلال مضاعفة الرقابة ومدة حيازة السهم لتفادي المضاربات التي كانت سبب في الأزمة الآسيوية وهو ما أدى بشركات لتحسين آدائها و مضاعفة العوائد والأرباح من أسهمها وهو حافز لزيادة عدد الشركات في البورصة ماليزية

وفي سنة 2007 شهدت بورصة ماليزيا ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة إذ بلغ عددها 1036 وهي أعلى عدد خلال فترة الدراسة ، وهذا راجع لإرتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال عامين 2005 و 2006 وهو يدل على تطور السوق المالي والذي شهدته إرتفاعاً في الرسملة السوقية لبورصة ماليزيا ب 325,66 مليار دولار .

مقارنة بالأزمة الآسيوية فالأزمة المالية العالمية 2008 أثرت بشكل كبير في عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي بإنخفاض عددها سنة 2008 إلى 977 شركة مقارنة بأعلى عدد سجله في سنة 2007 وهذا بإنسحاب عدد كبير من الشركات من البورصة ماليزية إما لإفلاسها أو نقص في سيولتها وقد بلغ عدد الشركات التي تم شطبها من البورصة الماليزية 76 شركة متأثراً بالأزمة المالية العالمية وفي عدد الشركات المدرجة في إنخفاض خلال الفترة (2008-2012) .

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

أما متوسط حجم شركات فقد بلغ متوسط الشركة الواحد المدرجة في السوق الأسهم الماليزي في سنة 2012 بـ 0,51 مليار دولار وهذه النسبة تعد منخفضة مقارنة بسوق الأوراق المالية البرازيلية الذي سجل قيمة 3,37 مليار دولار خلال نفس السنة وهو يدل على نقص في الإمكانيات الإستثمارية في سوق الأسهم الماليزي التي تمول الإقتصاد الماليزي الناشئ.

ثانيا- مؤشرات السيولة في البورصة الماليزية : من خلال تحليل مؤشرين وهما :

### 1- مؤشر التداول في البورصة الماليزية :

نلاحظ من خلال الملحقين (4,5) الذي يوضح لنا حجم التداول في السوق المالي الماليزي ويعكس لنا حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الإقتصاد خلال المدة (1995-2012) والذي يلاحظ منه تذبذب لأحجام التداول مع بعض الإنخفاضات التي شهدتها السوق المالي ، من خلال الملحق رقم 5 فلقد سجل معدل التداول سنة 1996 إرتفاع بقيمة 173,57 مليار دولار مقارنة بسنة 1995 بقيمة 76,82 مليار دولار وهذا راجع لتطور نظام التداول سنة 1995 وأصبحت إصدارات الأسهم البورصة الماليزية متاحه في الصحف ، والخطوة التي إتخذتها ماليزيا لتشجيع عمليات التداول في السوق عن طريق الإقراض والإقتراض الأوراق المالية وفي سنة 1996 تنفيذ نظام البيع على المكشوف في الأسهم ووضع نظام Bolloting لتسريع عمليات الإكتتاب على الأسهم

فمن خلال الملحق رقم (04) فنلاحظ إنخفاض حاد في معدل التداول للناتج المحلي سنة 1998 بقيمة 41,41% مقارنة بسنة 1999 بنسبة 61,29% وهذا راجع تفاقم الأزمة الآسيوية 1997 وأثرها على تداولات أسهم السوق المالي الماليزي : " فنتيجة لزيادة التدفقات الرأسمالية الخاصة ارتفع العجز في موازين المدفوعات الدول جنوب شرق آسيا مما تسبب في إتهيارات أسعار صرف عملات هذه الدول مقابل الدولار والتي تراجعت في كل من ماليزيا وأندونيسا وتايلاندا والفلبين وكوريا الجنوبية وتايوان وسنغافورة وهونج كونج في الفترة الممتدة من منتصف عام 1997 وحتى بداية جويلية 1998 وهو الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم مقدرة بالعملات المحلية في بورصات كل من ماليزيا و 6 دول آسيوية أخرى ، ورغم ما يوفره الإرتباط بعملة أخرى من ضمان لعدم تغيير قيمة العملة المحلية وبالتالي يحفز رؤوس الأموال لتتدفق إلى داخل ، فإن حدوث أي تخفيض للعملة المحلية سوف يؤدي حتما إلى إنسحاب رؤوس الأموال بسرعة فائقة خاصة المستثمر في الأجل القصير ، مما يرفع تكلفة التحويل إلى عملات الأجنبية وبالتالي تكبيد المتعامل في السوق المالي خسارة كبيرة عند الخروج منها ، وإن أي محاولة لتصدي هروب رؤوس الأموال الناجم عن تخفيض العملة عن طريق رفع سعر الفائدة سيؤدي إلى زيادة مبيعات الأسهم في أسواق الأوراق المالية الأمر الذي ينجم عنه تفاقم الأزمة ووصولها للأسواق المالية خلال تخفيضات أسعار الأسهم نتيجة زيادة المعروض منها " <sup>1</sup>

<sup>1</sup> شذا جمال الخطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(47-48)

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

الجدول (3-3) الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الآسيوية (جويلية 97-جويلية 98):

اندونيسيا	46%-	سيؤول	54%-
سنغافورة	47%-	جاكارتا	58%-
ماليزيا	54%-	طوكيو	27%-
هونغ كونغ	45%-	الفلبين	34%-

المصدر: أسماء بلميهوب ، مداخلة: العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، مرجع سبق ذكره ، ص 17

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على معدلات التداول في السوق المالي الماليزي ، فمن خلال الملحقين 4 و 5 نلاحظ إنخفاض في قيمة التداول بقيمة 85,21 مليار دولار وبنسبة 89 , 36% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة سنة 2007 التي شهدت أعلى قيمة لها من التداول في السوق المالي الماليزي حيث قدرت بـ 150 مليار دولار وبنسبة 77,50% من ناتج المحلي الإجمالي .

### 2- معدل دوران الأسهم في السوق المالي الماليزي :

نلاحظ من خلال الملحق (06) : الذي يعرض لنا هذا المؤشر تطور معدل دوران السهم في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (1995-2012): بحيث يشهد هذا المؤشر إنخفاض في الإتجاه العام له مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى خلال الفترة الدراسة ، برغم من هذا الإنخفاض فقد شهد ارتفاع سنة 1996 بنسبة 65,51% وهذا راجع لسببين وهما :

- قيام ماليزيا في سنة 1995 بصناعة الأوراق المالية وإدارة المخاطر وهي تعتبر الأولى من نوعها في الأسواق المالية الناشئة .
- نظام التدرج في العمولة بهدف زيادة القدرات التنافسية للسوق ماليزيا المالي

ولقد تأثرت معدلات دوران السهم في البورصة الماليزيا سنة 1998 بالأزمة الآسيوية 1997 فإنخفض معدل الدوران بـ 31,11% مقارنة بسنة 1997 الذي بلغ نسبة الدوران 76,50% وهذا راجع للأسباب السابقة الذكر مما يدل على أن السوق شهد سنة 1997 درجة عالية من السيولة وكان هدف المستثمر المضاربة على أسعار الأسهم وتحقيق عوائد ولأرباح في البورصة الماليزيا مما تسبب في إندلاع الأزمة وإنخفاضه في سنة 1998

فبعد أزمة الآسيوية وأثرها على البورصة الماليزيا ، ففي سنة 2000 إرتفع معدل الدوران السهم ولو بدرجة ضعيفة نسبيا بنسبة 44,59% وهذا راجع لعدت أسباب وهي :

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

- ✓ من أثر الأزمة وأفعال المضاربين على السهم ، فرضت على المساهمين مدة الإحتفاض بالسهم لا تقل عن 12 شهرا وهدف من ذلك هو الإستثمار المتوسط والطويل الأجل .
- ✓ زيادة مستوى الشفافية والحوكمة مما أدى إلى زيادة الإستثمار في الأسهم في البورصة الماليزية ومراقبة المساهمين لإدارات شركاتهم وعملية الإفصاح المالي مما أدى لتعظيم أرباح الأسهم
- ✓ وضع نظام لتفاوض على العمولة سعر السهم بين طرفين البائع والمشتري

ولقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 في معدل دوران السهم في البورصة الماليزية مما أدى إلى إنخفاضه مرة أخرى بنسبة 33,24% مقارنة بالسنة السابقة فقد حقق معدل 53,47%

ومن خلال الملاحق 1 و5 و6 نلاحظ إنخفاض مجمل معدلات دوران السهم في البورصة الماليزية مقارنة بالبورصة البرازيلية ، بما أن معدلات الدوران تقاس بقيمة التداول السهم على قيمة رسملة السوق وبرغم من إرتفاع هذان المؤشرين خلال الفترة الدراسة إلا أن معدل دوران سهم كان منخفض برغم من حجم السوق كبير عكس السوق البرازيل فسوقه صغير إلا أن معدل دورانه مرتفع ويتسم بنشاط عالي فلم تؤثر الأزمة المالية العالمية 2008 في معدل دوران السوق البرازيلي ويتسم بسيولة عالية فالمستثمر هدفه بالأساس في سوق البرازيلي المضارب على سعر السهم وتحقيق عوائد عليه عكس سوق الماليزيا الذي إستفادة من آثار الأزمة الآسيوية وأصبح يشبه سمات الأسواق المتطورة والمتقدمة فأصبح المستثمر في السوق المالي الماليزي هدفه تملك السهم وهذا يعود بعوائد في الأجلين المتوسط والطويل وأقل تقلبا وفق الإستراتيجية المالية الماليزيا أي مؤشر الدوران السوق المالي الماليزي ضعيف رغم كبر حجم السوق مقارنة بالسوق البرازيلي صغير ومؤشر دورانه مرتفع ويتسم بسيولة عالية .

### ثالثا - تحليل تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة :

يحظي معظم المستثمرين من المؤسسات بجزء من محافظهم في الأسواق الناشئة ، ولكنهم لازالو متخوفين من استثمار محافظهم في هذه الأسواق خوفا من الأزمات الماضية والتقلبات ونقص السيولة ومكانة الأسواق الناشئة وسط أصول العالم ولكن يجب أن ينظروا للأمام ويركزوا على الإتجاه الزمني طويل الأجل حسب " Antoine van agtmael مطلق مصطلح الأسواق الناشئة " : من خلال الجودة المحسنة والأهمية الإقتصادية ونمو هذا النوع من الأصول ، فعند اتخاذ قرار الإستثمار في الأسواق الناشئة فإن نقطة البدء تبدأ بحساب الرسملة السوقية في الأسواق الناشئة عن طريق مؤشر مورغان ستانلي MSCI : يحسبه بنك الإستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق ، فإن حصة أسهم الأسواق الناشئة من رأسمال السوق العالمي ككل هي 6,5% ولكن هذا يتضمن فقط ما يزيد على 800 من الأسهم المدرجة الكبيرة ، في تعديل رئيسي أعلن في عام 2000 وطبق من بداية عام 2001 عندما كان نشاط التعامل في الأسواق الناشئة منخفضا ، لخص مؤشر مورغان ستانلي عدد الأسهم التي يتضمنها في مؤشر الأسواق الناشئة ليعتمد فقط على " الأسهم المتداولة " ، وفي مؤشر رئيسي آخر تم تجميعه في الأصل من قبل

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

هيئة التمويل الدولي ويطلق له الآن مؤشر اس اند بي للأسواق الناشئة ، فإن حصة الأسواق الناشئة تبلغ مايزيد عن 12% ويعتقد Antoine van agtmael أن مؤشر مورغاني ستانلي يصور على نحو ضعيف جدا حصة الأسواق الناشئة من بين الأسهم العالمية لعدة أسباب أهمها :

- 1- كانت هناك إضافات رئيسية قليلة لمؤشر مورغان ستانلي على الرغم من العديد من الإصدارات الأسهم الجديدة ، وعلى الرغم من السيولة ورسملة السوق والتعامل على الأسهم التي كانت صغيرة من قبل قد ازداد بدرجة كبيرة منذ عام 2000
- 2- نحن نغفل أن المستثمر من المؤسسات في الأسواق المتقدمة في الواقع العملي يخفون العديد من الأسهم لذلك يمكن فقط حسابها اسميا على أنها " معومة" في حين يوجد عدد قليل من المستثمرين دوليين في الأسواق الناشئة .
- 3- تمثل أرباح الشركات الناشئة مايزيد على 12% من اجمالي الأرباح في العالم
- 4- يتضمن مؤشر أداء مورغان ستانلي فقط حوالي 830 أو مايزيد على 5% فقط من مايفوق 15000 سهم مدرجة بالفعل في البورصات أسهم الأسواق الناشئة .<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Antoine van agtmael ,P P (396-397)

المبحث الثالث: آليات إنفتاح واندماج الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي الدولي الجديد :

لقد ساعد الانفتاح والاندماج الاقتصادي والمالي للأسواق الناشئة في ازدياد تدفق رأس المال الأجنبي الخاص إليها بشكل كبير مع بداية التسعينات، في شكل استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات المحافظة المالية، حيث تمكنت هذه البلدان من التحكم في أزمة المديونية بتقليص لجوئها إلى الاقتراض الحكومي الرسمي والخاص قبل فترات الأزمات، لقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا بنسبة 47% وأمريكا اللاتينية بـ 38% كأقطاب رئيسية، بينما تتقاسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية. يرجع هذا التصاعد القوي لدور الأسواق الناشئة إلى فعاليتها الاقتصادية والمالية، فالنظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة من قبل المستثمرين الدوليين، إضافة إلى معدلات العوائد المرتفعة فيها التي تتزامن مع تراجع هذه المعدلات في الأسواق المالية الكبرى تمنحها مكانة جيدة ضمن النظام المالي الدولي الجديد

المطلب الأول: تحليل وقياس درجة إنفتاح سوقي ماليزيا والبرازيل الماليين :

إن إنفتاح الأسواق المالية الناشئة على الأسواق العالمية له دور كبير في زيادة فعالية وأداء الأسواق بصفه عامة، فلمعرفة علاقة ارتباط ودرجة انفتاح السوقي ماليزيا والبرازيل من خلال عدد الشركات الأجنبية المدرجة في سوقي المالين لماليزيا والبرازيل من ناحية، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى عن طريق معدلات تداولهما خلال نفس الفترة (1995-2012)، ولتثبت أو ننفي صحة المقولة التي تقول "الأسواق الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلا من تلك المتطورة" من خلال دراسة درجة ارتباط الشركات الأجنبية في تداولات سوقي ماليزيا والبرازيل

أولا - تحليل وقياس درجة إنفتاح سوق الأوراق المالية البرازيلية :

1- تحليل إحصائي لإنفتاح سوق الأوراق المالية البرازيلية على الشركات الأجنبية:

بهدف الكشف عن علاقة الارتباط<sup>1</sup> بين المتغيرين وهما : مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة ومؤشر قيم تداولات في السوق المالي البرازيلي BM&Fbovespa، عند عدد مشاهدات N=18 أي خلال الفترة الدراسة (1995-2012) باستخدام برمجية SPSS وباختبار الارتباط "معامل بيرسون" نجد مايلي :

<sup>1</sup> معامل الارتباط الخطي ل  $r$  يقيس طبيعة وقوة الارتباط بين متغيرين  $X$  و  $Y$  بحيث أن إشارة السلبية أو الموجبة تبين طبيعة العلاقة عكسية أو طردية على التوالي وقيمه تبين قوة الارتباط بين  $-1 \leq r \leq +1$

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

الجدول رقم (3-4): نتائج اختبار الارتباط بين عدد الشركات الأجنبية وقيم التداولات لسوق المال البرازيلي خلال الفترة (1995-2012):

### Corrélations

	مؤشر تداول	مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة
مؤشر تداول	Corrélacion de Pearson Sig. (bilatérale) N	1 ,900** ,000 18
مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة	Corrélacion de Pearson Sig. (bilatérale) N	,900** 1 ,000 18

\*\* . La corrélacion est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة بإستخدام برمجية SPSS

إختبار المعنوية الإحصائية :

فرضية العدم  $H_0 = \alpha = 0$

الفرضية البديلة  $H_1 = \alpha \neq 0$

إختبار الفرضية  $\alpha$  عند مستوى معنوية 10%

نلاحظ من خلال القيمة  $\text{sig} = 0,000$  أقل من  $\alpha = 0,1$  مستوى المعنوية " ومن نقبل الفرضية وجود دلالة إحصائية لعلاقة الارتباط بين مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة في بورصة البرازيل ومؤشر القيم المتداولة ، أي أن  $r = 0,90$  مما يعني أن لها معنوية إحصائية في الواقع

وتفسير  $(+0,900)$  يوجد ارتباط خطي موجباً علاقة طردية قوي جدا :أي كلما زادت عدد الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة البرازيلية زادت القيم المتداولة بنسبة  $(+0,900)$  في نفس الإتجاه

### 2- التحليل الاقتصادي لإففتاح سوق الأوراق المالية البرازيلية على الشركات الأجنبية:

يتميز السوق المالي البرازيلي بالإتجاه العام نحو علاقة قوية جدا من شدة الإرتباط بنسبة 0,90 مما يدل على أن سوق المالي البرازيلي يتسم بدرجة عالية من السيولة من خلال تطور وسرعة التداولات علي الأسهم وفتح أسواقها أمام الأجانب بعد إزالتها للقيود عي رأس المال وإستقطاب المزيد من شركات الأجنبية وتقديم لها كل تسهيلات لزيادة الإستثمار في بورصة البرازيلية وهذا ما أدى لتشجيع التدفقات الرأسمالية للإستثمار في البورصة البرازيلية، فمن خلال نقاط التالية التي تثبت فعلا لإففتاح السوق المالي البرازيلي أمام تدفقات الأجنبية :

- بناءا على القانون 6404 بتاريخ 1976/12/15 والذي يعرف " بقانون الشركات البرازيلية "والذي وضع قوانين صارم على المتلاعبين بالأسعار ، ووضع قوانين متطورة جدا للإفصاح المالي
- إزالة السقوف معدلات الفائدة وقد أدى هذا لزيادة الإستثمار الأجنبي الباحث عن تحقيق عوائد عن الأسهم هذا من جهة وجهة أخرى أدى إلي إصلاح النظام المالي الداخلي في البرازيل مما ينعكس على توازن بين العرض والطلب على النقد الوطني، ففي سنة 1995 رفعت الحكومة البرازيلية سقف سعر الفائدة لسيطرة على الطلب الكلي مما نتج عنه أعلى قيمة من تدفقات الرأسمالية (أنظر لشكل رقم (3-3) صفحة 118)
- السماح للأجانب بالاستثمار بحرية في السوق الأوراق المالية البرازيلية في سنة 1988
- إزالة القيود على تحويل الأرباح : لقد تم إزالة كل القيود لتحويل أرباح الأسهم ابتداء من سنة 1987 وبعد الأزمة المكسيكية 1994 أعطت الحكومة توجيهات صارمة بإزالة وتحرير المالي أي عدم فرض قيود على تحويلات رأس المال
- تم تقديم خدمات مالية للأجانب تنافس المؤسسات المحلية (سبق شرحها في إجراءات التحرير )

فمن خلال ماسبق وبناءا على دراسة حالة السوق المالي البرازيلي بأنه سوق ذا درجة عالية من سيولة ومنفتح جدا مع الإستثمارات الأجنبية دون وجود استثمارات حقيقية في الإقتصاد البرازيلي تمول هذه السيولة لأن الإستثمار في السوق المالي البرازيلي هي في شكل إستثمارات في الأجل القصيرة أي المضاربة على الأسهم لتحقيق عوائد مرتفعة مما يدل على انفصال الإقتصاد الحقيقي على المجال المالي وعدم استقرار السوق المالي البرازيلي مما يعرضه لتقلبات الفجائية لتدفقات الرأسمالية ، كما يصنف السوق المالي البرازيلي في المرحلة الثانية "النمو " من مرحلة تطور الأسواق المالية الناشئة فهو يعتبر سوق صغير ومستوي سيولة عالية



## الفصل الثالث: آليات إندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

ثانيا -تحليل وقياس درجة إنفتاح سوق الأوراق المالية الماليزية :

### 1-تحليل إحصائي لإنفتاح سوق الأوراق المالية الماليزية على الشركات الأجنبية:

يهدف الكشف عن علاقة الارتباط بين المتغيرين : مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة ومؤشر قيم تداولات في السوق المالي الماليزي، عند عدد مشاهدات  $N=18$  أي خلال الفترة الدراسة (1995-2012) باستخدام برمجية SPSS وباختبار الارتباط " معامل بيرسون " نجد مايلي:

الجدول رقم (3-5): نتائج اختبار الارتباط بين عدد الشركات الأجنبية وقيم التداولات لسوق المالي الماليزي خلال الفترة (1995-2012):

#### Corrélations

	مؤشر التداولات	مؤشر الشركات الأجنبية المدرجة
مؤشر تداولات	de Corrélacion Pearson Sig. (bilatérale) N	1 -,336 ,173 18
مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة	de Corrélacion Pearson Sig. (bilatérale) N	1 -,336 ,173 18

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برمجية SPSS

إختبار المعنوية الإحصائية :

فرضية العدم  $H_0 = \alpha = 0$

الفرضية البديلة  $H_1 = \alpha \neq 0$

إختبار الفرضية  $\alpha$  عند مستوى معنوية 10%

نلاحظ من خلال القيمة  $\text{sig} = 0,173$  أكبر من  $\alpha = 0,1$  مستوى المعنوية " ومن نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي لاقيمة معنوية وعدم وجود دلالة إحصائية لعلاقة الارتباط بين مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة في السوق الأوراق المالية الماليزية ومؤشر القيم المتداولة الأسهم في الواقع .

2- التحليل الإقتصادي لإنتفاح سوق الأوراق المالية الماليزية على الشركات الأجنبية:

يعتبر السوق المالي الماليزي من أهم مصادر التمويل و من أهم الإقتصادات الأعلى نموا في منطقة جنوب شرق آسيا وكلها لاتعتمد على الشركات الأجنبية في تمويلها ولقد أثبتت النتائج الدراسة الإحصائية أن السوق المالي الماليزي غير منفتح على الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة الأوراق المالية مما يعني لا وجود لأي علاقة إرتباط بين شركات الأجنبية المدرجة وتداولات رؤوس الأموال في السوق المالي الماليزي أي عدم تفاعل قطاع الأجنبية في الإستثمار المالي الماليزي وإن وجدت فهي علاقة عكسية بنسبة (-0,336) أي أن الإقتصاد الماليزي لايعتمد على التمويل من الإستثمارات الأجنبية بل على الإستثمار المحلي وذلك راجع لعدة أسباب وهي :

إنخفاض مستوى الملكية الأجنبية :

وهذا راجع في الأساس لإنخفاض مستوى الحوكمة والشفافية ،فحسب دراسة ل(Ananchoticul 2007) "ضعف الإدراج الشركات في البلدان النامية بسبب الهياكل الضعيفة للحوكمة والإفصاح منخفضة، وحسب دراسة ل

"HAMEZAH MD NORa, NORMAN MOHD SALEHb, ROMLAH JAFFARc AND ZALEHA ABDUL SHUKORd,2010"

"فحسب دراسته قياسية لسوق المالي الماليزيتتوقع هذه الدراسة أن مستوى الملكية الأجنبية للشركات يرتبط طرديا مع مستوى الإفصاحالمالي أي كلمازادت نسبة الشفافية زادت الشركات المدرجة في البورصة في نفس الإتجاه " مما يعني ضعف الحوكمة وضعف في عددالشركات الأجنبية المدرجة في البورصة الماليزية

- إنخفاض في مستوى خدمات المالية للشركات الأجنبية والمنافسة للمؤسسات المحلية : فإن جودة هذه الخدمات فهي مكلفة جدا لشركة الأجنبية التي تريد الإستثمار في سوق الأوراق المالية الماليزية
- فرض قيود على تحويل الأرباح وذلك راجع لسياسة الماليزية للخروج من الأزمة الآسيوية 1997 وفرض مدة حياة للأوراق المالية لاتقل عن سنة قبل أن يتم الخروج رأس المال المستثمر فيها .

برغم من السياسات المالية الماليزية الصارمة والقيود المفروضة على الشركات الأجنبية المدرجة في السوق الأوراق المالية الماليزية مقارنة بساسة التشجيعيه لمستثمر المحلي مما أدى لحيازة المحليين للأسهم بنسبة 30% من أسهم البورصة الماليزية وهذا راجع لإستراتيجيتها المالية للخروج من الأزمة الآسيوية 1997" حيث رفضت إتباع توصيات صندوق النقد الدولي بشأن إدارة الأزمة وقد تبنت سياسات مالية ونقدية توسعية إلى جانب فرضها قيود على تحركات رؤوس الأموال بعد أن كان حسابها الرأسمالي والمالي محررا ، فقد خفت هذه الإجراءات في معدلات البطالة وتحسين مستوى المعيشة من خلال التوسع في مجال تأهيل العاطلين في مختلف المجالات وتقييد العمالة الأجنبية وترحيل 200 عامل أجنبي "تصدير البطالة " ، فقد إرتفعت معدلات النمو الإقتصادي

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

، ووفقا لتقرير الأونكتاد ومؤسسة التمويل الدولي تثبت استعادة ثقة المستثمر الأجنبي المباشرة وعادة لتحتل مكانة ضمن 25 دولة تحظى بثقة المستثمرين الأجانب فحتلت المركز 23 في سنة 2003 بسبب معدلات النمو المرتفعة ، والإستقرار السياسي وإعادة هيكلة القطاع المالي ، وزيادة الإستثمار في المشروعات البنية التحتية فرتفعت تدفقات الأجنبية من 3,2 مليار دولار سنة 2002 مقارنة بسنة 2001 بقيمة 554 مليون دولار وأصبحت منافسة للإقتصاد الصيني في هذا المجال<sup>1</sup> " فلزيادة رأس المال التي تزيد في معدل النمو أسرع وهي البلدان التي تتميز أسواقها بسيولة أكبر ، ولتفعيل سوق الأسهم في زيادة النمو الإقتصادي في المستقبل حسب دراسة (Har Wai Mun 2008)

إقترح في نقطتين رئيسيتين لتفعيل السوق المالي في زيادة النمو عن طريق تقديم تسهيلات للقطاع الأجنبي في البورصة المحلية لتكون أكثر إنفتاحا وهي كالتالي :

أولا - قيام الحكومة بتحرير السوق الأوراق المالية الماليزية نحو الإستثمار الأجنبي المباشر وزيادة تنوع في المحفظة المالية

ثانيا - بما أن السوق المالي الماليزي ليه سوق أسهم متطورة وذاعوائد مرتفعة ، فعلى الحكومة ضرورة تخفيض تكلفة الرأس المال الأجنبي من أجل تحقيق نمو اقتصادي

وفي الأخير كشفت نتائج الدراسة أن سوق الأسهم لايساعد في التنبؤ الإقتصادي في المستقبل ، ولتشجيع النمو الإقتصادي في ماليزيا عن طريق الإنفتاح وتحرير سياسات الإستثمار الأجنبي وتحسين البنية الأساسية والأنظمة التي تعمل بها السوق المالية الماليزية<sup>2</sup>

المطلب الثاني: تحليل و قياس درجة اندماج سوقي المالين الماليزي والبرازيلي بالأسواق المالية العالمية :

لعبت الإستثمارات الأجنبية دورا مهم في تعميق ظاهرة العولمة المالية واتساعها من جهة ونمو أسواق أخرى من جهة ثانية ، وهذه الحركة تؤثر لنا حالة التكامل بين الأسواق المالية وبروز ظاهرة جديدة في النظام المالي الدولي هي ظاهرة الإندماج الأسواق المالية ، ويمكن الإستدلال عليها من خلال شدة ارتباط بين أسعار الأسهم في الأسواق المالية الدولية.

<sup>1</sup> عادل عبد العظيم ، التجارب الدولية "بجربة ماليزيا " ، المعهد العربي للتخطيط

<sup>2</sup>Har Wai Mun ,Stock Market and Economic Growth in Malaysia: Causality Test, Universiti Tunku Abdul Rahman, April 2008, P90

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

أولا - تحليل وقياس درجة اندماج سوق المال البرازيلي بالأسواق المالية العالمية :

### 1- التحليل الإحصائي لدرجة اندماج السوق المالي البرازيلي بالأسواق المالية العالمية :

يهدف الكشف عن علاقة الارتباط والاندماج بين المتغيرين وهما : مؤشر رزمة السوق الأوراق المالية البرازيلية ومجموع رساميل الأسواق المالية الدولية ، عند عدد مشاهدات  $N=18$  أي خلال الفترة الدراسة (1995-2012) باستخدام برمجية SPSS وباختبار الارتباط " معامل بيرسون " نجد مايلي :

الشكل (3-6) نتائج اختبار الارتباط لرزمة السوقية ومجموع رساميل الأسواق العالمية خلال الفترة (1995-2012)

Corrélations		مؤشر الرزمة السوقية بورصة BM&Fboves pa	مجموع رساميل الأسواق المال العالمية 1
مؤشر الرزمة السوقية بورصة BM&Fboves pa	de Corrélacion Pearson Sig. (bilatérale) N	1 18	,731** ,001 18
مجموع رساميل الأسواق المال العالمية	de Corrélacion Pearson Sig. (bilatérale) N	,731** 18	1 18

\*\* . La corrélacion est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة باستخدام برمجية SPSS

إختبار المعنوية الإحصائية :

فرضية العدم  $H_0 = \alpha = 0$

الفرضية البديلة  $H_1 = \alpha \neq 0$

إختبار الفرضية  $\alpha$  عند مستوى معنوية 10%

<sup>1</sup> باستخدام معطيات من موقع إتحاد البورصات العالمية ، الموقع الإلكتروني: <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقى ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

نلاحظ من خلال القيمة  $\text{sig} = 0,001$  أقل من  $\alpha = 0,1$  مستوى المعنوية " ومن تقبل الفرضية وجود دلالة إحصائية لعلاقة الارتباط بين مؤشر الرسملة السوقية في بورصة البرازيل ومجموع رساميل الأسواق المال العالمية ، أي  $r = 0,731$  مما يعني أن لها معنوية إحصائية في الواقع

وتفسير  $(+0,731)$  يوجد ارتباط خطي موجب أي علاقة طردية قوية : أي كلما زادت قيم الرسملة السوقية في البورصة البرازيلية زادت مجموع رساميل الأسواق العالمية بنسبة  $(+0,731)$  في نفس الإتجاه

### 2- تحليل الإقتصادي لإندماج سوق المالي البرازيلي في الأسواق العالمية :

من خلال علاقة إرتباط القوية بنسبة  $0,731$  أن السوق المالي البرازيلي مندمج في أسواق المال العالمية جراء عمليات التحرير المالي ، إذ تبلغ قيمة الرسملة السوقية لها في سنة 2012 بقيمة 1229,85 مليار دولار وهي البورصة رقم 13 عالميا فقد بدأت عمليات التحرير المالي والإندماج بالأسواق العالمية تدريجيا من خلال عدة مراحل إلى أن وصلت لماهي عليه الآن .

### مراحل إندماج سوق البرازيل المالي في الأسواق العالمية :

فتمثلت بداية الإندماج السوق المالي البرازيلي بالأسواق المالية العالمية من خلال الإستثمار في الأدوات الأكثر استقرارا والأقل خطورة ، ففي شهادات الإيداع بدأ الإستثمار فيها سنة 1992 ، صناديق الدولية بدأ الإستثمار فيها سنة 1987 ، إلا أن وصل السوق المالي البرازيلي كسوق ناشئ إلى درجة الكفاءة المطلوبة لإستقبال رؤوس الأموال الأجنبية لتستثمر مباشرة في البورصة الأوراق المالية القائمة فيها في سنة 1991 فتحت البرازيل سوقها المالي لتعاملات الأجنب المباشرة فيه ، وذلك حتى يتسنى للأسواق المحلية المحافظة على استقرارها ضد مخاطر التقلب التي قد تنجم عن حركة الإستثمارات المحفظية قصيرة الأجل.

وفي سنة 2008 قامت بخطوتين هامتين نحو إندماج سوقها المالي :

### 1-1- الإندماج الداخلي للسوق المالي البرازيلي :

ففي 8 ماي 2008 ، أعلنت Bovesp القابضة اندماج ساو باولو للأوراق المالية والبرازيلي التجارية بورصة BM & Bovespa ثاني أكبر بورصة في العالم المعروفة الآن بإسم "BM&F Bovespa"

### 2-2- إندماج الخارجي للسوق المالي البرازيلي :

عن طريق إندماج نسبة من الأسهم بين بورصتي شيكاغو و BM & FBovespa فأصبحت مجموعة بورصة شيكاغو CME تملك حصة 5٪ في BM & FBovespa ، وبدورها BM & FBovespa تملك حصة 5٪ في مجموعة بورصة شيكاغو CME ، وبموجب هذه الإتفاقية تم توجيه نظام التجاري بين بورصتين.

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

مما يدل على أن سوق المال البرازيل يعتبر من أكثر الأسواق المالية الناشئة المنفتحة والمندمج في الأسواق المال العالمية وفق آليات تفاعل العولمة المالية وتحرير المال الدولي تستفيد من مميزات العولمة المالية كما تتأثر بتقلباته الفجائية للنظام المالي العالمي.

ثانيا - تحليل وقياس درجة اندماج سوق المال الماليزي بالأسواق المالية العالمية :

### 1- التحليل الإحصائي لدرجة اندماج السوق المال الماليزي بالأسواق المالية العالمية :

بهدف الكشف عن علاقة الارتباط والاندماج بين المتغيرين وهما : مؤشر رسملة السوق الأوراق المالية الماليزية ومجموع رساميل الأسواق المالية الدولية ، عند عدد مشاهدات  $N=18$  أي خلال الفترة الدراسة (1995-2012) باستخدام برمجية SPSS وباختبار الارتباط " معامل بيرسون " نجد مايلي :

الشكل (3-7) نتائج اختبار الارتباط بين الرسملة السوقية ومجموع رساميل الأسواق العالمية خلال الفترة (1995-2012)

#### Corrélations

	Burse_Malasiya	International
Burse_Malasiya	1	,431
Corrélation de Pearson		,074
Sig. (bilatérale)		
N	18	18
International	,431	1
Corrélation de Pearson		
Sig. (bilatérale)	,074	
N	18	18

المصدر : من إعداد الطالبة باستخدام برمجية SPSS

إختبار المعنوية الإحصائية :

فرضية العدم  $H_0 = \alpha = 0$

الفرضية البديلة  $H_1 = \alpha \neq 0$

إختبار الفرضية  $\alpha$  عند مستوى معنوية 10%

نلاحظ من خلال القيمة  $\text{sig} = 0,074$  أقل من  $\alpha = 0,1$  مستوى المعنوية " ومن نقبل الفرضية وجود دلالة إحصائية لعلاقة الارتباط بين مؤشر عدد الشركات الأجنبية المدرجة في بورصة ماليزيا ومؤشر القيم المتداولة ، أي أن  $r = 0,431$  مما يعني أن لها معنوية إحصائية في الواقع

وتفسير  $(+0,431)$  يوجد ارتباط خطي موجب أي علاقة طردية: أي كلما زادت قيم الرسملة السوقية في البورصة

الماليزية زادت مجموع رساميل الأسواق العالمية بنسبة  $(+0,431)$  في نفس الإتجاه

### 2-تحليل الإقتصادي لإندماج سوق المال الماليزي في الأسواق العالمية :

لقد بدأت ماليزيا عمليات التحرير المالي من 1978 وفتح أسواقها المالية في النظام المالي دولي مما أدى لإندماجها وإرتباطها في الأسواق المالية العالمية ، الذي جعلها تفتح المجال أمام الإستثمار الأجنبي مع التطورات السريعة وتحقيق عوائد ومستوى النمو العالي الذي وصلت له دون مرعاة الإختلال في التوازن الإقتصادي الكلي "أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال، كما تفتح العملة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، والأكثر من ذلك فقد يتوسع آثار الاضطراب لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطيعية للمستثمرين، لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل.

فالأزمة المكسيكية كانت بمثابة الإنذار المسبق بقدوم الاضطرابات بالنسبة للبلدان الآسيوية هذا التشابه كان سببا في انتقال آثار العدوى إليها، حيث تراجعت الثقة في الاقتصاديات الآسيوية وقام المتعاملون في سوق الأوراق المالية في جويلية 1997 ببيع كميات هائلة من الأوراق في البورصات الآسيوية، ثم قاموا بشراء كميات ضخمة من الدولارات من أسواق الصرف المحلية وتحويلها إلى بلدانهم في صورة قانونية ودون أي قيد مما أدى إلى انهيار سوق الصرف وسوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

مما أدى للأزمة الآسيوية 1997 ، فقد نجم عنه انهيار في أسعار صرف العملات مقابل الدولار الأمريكي فإخفضة العملة الماليزية بنسبة 39,8% من منتصف 1997 إلى جويلية 1998 وهو الأمر الذي يتبعه تدهور في مؤشر الأسهم، فقد أدى إلى خسائر في الرسملة البورصية بين سبتمبر 1997 وأكتوبر بقيمة (37,402-) مليون دولار، ويمكن القول أن هذا راجع لإرتباط وإندماج السوق المالي الماليزي بالأسواق العالمية بنسبة 43,1% ، فبعد الأزمة المكسيكية وانتقال آثار العدوى الأزمات على الدول الآسيوية ، فقد انتقلت بنفس الطريقة آثار العدوى لتصيب الاضطرابات كل من روسيا والبرازيل في 1998.

"ويمكن القول إن الاندماج المالي والاقتصادي والترابط فيما بين الأسواق في إطار العملة المالية يزيد في إمكانية حدوث الأزمات و هذا في حال انخفاض ثقة المستثمرين، ويساهم في عملية انتشار الاضطرابات ويوفر المناخ لانتقال آثار العدوى."<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أسماء بلميهوب ، ورقة بحثية : العملة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. ، مرجع سبق ذكره

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره

المطلب الثالث : سبل تفعيل أداء بورصة الجزائر في النظام المالي الدولي:

إن إنشاء بورصة فعالة أصبح مطلباً ضرورياً من مطالب اقتصاد السوق وفاعلية النشاط الاقتصادي ومسايرة التحولات الاقتصادية المحلية والعالمية، ولقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وعرفت العديد من المشاكل منذ إنشاء شركة القيم المنقولة سنة 1992 فهناك عدة عوامل تؤثر على أداءها وفعاليتها في الاقتصاد إيجابياً وسلبياً.

### أولاً - معوقات بورصة الجزائر:

المعوقات التي تعترض الأداء الفعال لبورصة الجزائر وهي مجموعة من المعوقات تحول دون تحقيق بورصة الجزائر الفعالية في تمويل الاقتصاد وتمثل فيما يلي

#### 1- العوائق الاقتصادية: وتمثل هذه العوائق تحديداً فيما يأتي:

- الوضعية الصعبة للمؤسسات الجزائرية التي عرفت إختلالات في توازنها على مستوى هيكلها المالي بسبب عجز الميزانية، وهذا الوضع لا يشجع الأفراد على شراء أسهم هذه المؤسسات حيث تعتبر المردودية شرطاً أساسياً لجذب المدخرات وتوجيهها نحو الأصول المالية.
- لم تكن السياسة الجبائية المطبقة على القيم المنقولة بالمحفزة، فقليلاً ما كانت تشمل إعفاءات وهذا ما شكل عائقاً بالنسبة لسوق مالية ناشئة.
- ضعف القدرة الشرائية لدى جمهور المواطنين وبالتالي قلة المدخرات الفردية، فمشكلة تدني الدخل الفردي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه تحد من حجم الطلب على الأوراق المالية.
- عدم وجود سوق كفئة، وسيطرة السوق الموازية وتمثل هذه السوق في الجزائر، قطباً يجذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدون فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الإستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على ربوع المضاربة (بتصرف)

2- العوائق التشريعية: وتمثل العوائق التشريعية عموماً في عدم تجزئة البورصة، والشروط القاسية في قبول المؤسسات مع عدم فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي القاعدة الأساسية لتحقيق عملية التنمية المستدامة، بالإضافة إلى الإطار القانوني المحافظ على عمومية كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وشركة إدارة بورصة القيم، وكذا الوسطاء في عمليات البورصة.

3- العوائق التنظيمية: إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكوينها ماليًا واقتصادياً عالياً لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها واتخاذ القرارات المناسبة.



## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين، وحتى لو اعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الانطلاق على إشارات البنوك والمؤسسات المالية وإشارات شركات المساهمة في إدارتها فهذا غير كافي.

ويعد غياب المتخصصين أكبر عائق لعملية سير البورصة فعمل البورصة يتوقف على وجود الوسطاء الذين يتقنون التحكم في بيع وشراء الأسهم والسندات ويكون لهم من الناحية القانونية الأولوية في ممارسة هذه العملية وهذا رغم كل الجهود المبذولة في هذا المجال

**4-العوائق الاجتماعية والثقافية:** يميل الفرد الجزائري نحو حياة الموجدات كالعقارات أو تلك التي تتضمن السيولة ودرجة الأمان والعائد المضمون وذلك بفعل تأثير عوامل دينية،اجتماعية وثقافية... الخ كالأمية وعدم الثقة في هذه الأداة والخوف من مراقبة مصالح الجباية، غياب ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية...

### ثانيا - آفاق بورصة الجزائر :

من خلال تفعيل المشروع المطروح لإنعاش بورصة الجزائر وقعت الحكومة الجزائرية وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي يوم 31 ماي 2011 على مشروع دعم إصلاح سوق المالية في الجزائر بقيمة 1,5 مليون دولار بحسب ما أعلنت عنه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المكلفة بالإشراف على هذا المشروع.

و يندرج المشروع في إطار مسعى الحكومة الجزائرية و إستراتيجيتها التنموية الرامية إلى تنويع اقتصادها بغية التقليل من تبعيتها للمحروقات و لتحسين تنافسية المؤسسات.

و يرمي المشروع الذي يمتد على فترة 14 شهرا إلى وضع مخطط تنظيم و تسيير لسوق المالية في الجزائر.

و من المنتظر أن تساهم النشاطات المدرجة في إطار هذا المشروع في تطوير سوق فعال و مفتوح و منظم و موثوق بهدف تشكيل مصدر تمويل مباشر للمؤسسات العمومية و الخاصة. و ستسمح السوق باستغلال الادخار عبر الاستثمار المباشر و شفافية المؤسسات التي وضعت أسهمها بالبورصة مما قد يسمح بتحسين الحكامة والشفافية على مستوى المؤسسات لا سيما عن طريق الاتصال المالي.

و ستشرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على أول مرحلة لإصلاح سوق المالية تحت تسمية "تقييم-تصور" في حين تتكفل وزارة المالية بالتسيير الاستراتيجي والمؤسسي و تعمل على دراسة و الموافقة على التقارير و نتائج أشغال مجموعات العمل.

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوق ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

و يتمثل الهدف الأساسي لهذه المرحلة في "تصور نموذج و مخطط تنظيم و تسيير سوق المالية في الإطار المؤسسي للجزائر وفقا للمعايير الدولية.

و التزام البرنامج بدعم مرافقة السلطات وفاعلي السوق المالية في الجزائر من خلال وحدة تسيير المشروع التي ستضم خبراء دوليين ووطنيين وسلطات وفاعلين في الساحة لمدة 10 سنوات.

و تم تحديد خمسة محاور للتدخل:

**المحور الأول:** يتمثل في إصدار سندات أسهم وقروض في إطار ملائم لتطوير السوق وجعلها أكثر مرونة و لتصبح محركا لمسار الخوصصة.

**المحور الثاني:** يتعلق في المصادقة على مخطط مدير لتنظيم مؤسسات السوق و سيرها

**المحور الثالث:** فيخص إعداد إستراتيجية مصرفية لإضفاء المهنية على خدمات الاستثمار.

**المحور الرابع:** يتضمن المصادقة على سجل أعباء لإحداث نظام عصري ومدمج.

**المحور الخامس:** يتعلق بإعداد مخطط تسويق يهدف إلى إعلام المستثمرين المحتملين (الجمهور الواسع و المستثمرين الأجانب) لتحسين صورة البورصة وجعلها أكثر جاذبية.

و يمول المشروع كل من الحكومة الجزائرية و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة و شركة تسيير بورصة القيم و برنامج الأمم المتحدة للتنمية وبعد أن أعطت وزارة المالية موافقتها على مشروع إنعاش بورصة الجزائر من خلال تعديل النظام العام لهذه البورصة، وهذا المشروع يوجد حاليا حسب تصريحات السيد رئيس لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة على مستوى الأمانة العامة للحكومة، وسيُنشر عن قريب في الجريدة الرسمية، وحسب ذات المسؤول فإن التعديلات التي تم إدراجها على النظام العام ستسمح بإعادة تنظيم بورصة الجزائر من خلال استحداث قسمين جديدين للتفاوض، وعلاوة على السوق الرئيسية المكرسة للمؤسسات الكبرى سيتم استحداث جزء مكرس للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرفقة بمختص في البورصة وسوق للسندات المثيلة للخرزينة، وتعتبر هذه النقطة ذات أهمية كبيرة خاصة و أن شروط دخول البورصة التي تم تحديدها في البداية موجهة فقط إلى فئة من المؤسسات التي تعتبر كبيرة.

وقد سمح تحيين شروط قبول المؤسسات الكبيرة بمراجعة الرأسمال الأدنى الذي رفعت قيمته إلى 500 مليون دينار بدلا من 100 مليون دينار المحددة في البداية، كما تراجع عدد أصحاب الأسهم المكتسبين لأن مشروع النظام العام المعدل يتضمن 150 مساهما كأدنى عدد وليس 300 مساهم مثلما كان الأمر في السابق، وبخصوص القروض المستندية فإنه يشترط بالنسبة

## الفصل الثالث: آليات اندماج سوقي ماليزيا والبرازيل في الأسواق المالية العالمية (1995-2012)

للمؤسسات الراغبة في إصدار القروض أن تملك رأسمال اجتماعي لا يقل عن 500 مليون دينار وستين من الخبرة و إصدار قيمة اسمية بقيمة 500 مليون دينار على الأقل.

إن استحداث جزء خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمنح لهذه الأخيرة العديد من المزايا، كاستفادة من تمويل مباشر ودخول مبسط للبورصة والحصول على فرص استثمار تضمن استمراريتها عن طريق منح السندات.

ويشترط على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في دخول البورصة في إطار الترتيبات الجديدة التي يتضمنها النظام العام المعدل نشر هذه الأخيرة لكشوفاتها المالية المصادق عليها الخاصة بالسنتين الماضيتين وتجدر الإشارة إلى أن شروط الاستفادة والرأسمال الأدنى غير محددة، وسيتم الاكتفاء بالرأسمال الذي تمليه ترتيبات قانون التجارة بشأن المؤسسات ذات الأسهم الراغبة في التوفير العمومي المقدر بمبلغ 5 مليون دينار، لكن بالمقابل يشترط على هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توزيع سندات سوى لدى 50 مستثمر من الجمهور العريض أو لدى 3 مستثمرين مؤسستين و الشروع في فتح رأسمالها الاجتماعي في مستوى 10 بالمئة كأقل تقدير.

إن الجديد الرئيسي في هذه السوق حسب تصريحات نفس المصدر يخص إنشاء وظيفة مرافق بورصة، هذا المرافق يمكن أن يكون بنكا أو مؤسسة مالية أو مكتب استشاري، ويقوم هذا الأخير بمتابعة ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة طوال مشوارها على مستوى البورصة، كما يسهر على ضمان احترام المؤسسة لالتزاماتها الخاصة بالمعلومات الدورية، كما تم الإعلان عن دخول وشيك لشركة سلامة للتأمينات البورصة والتي تعتمد إطلاق منتج إسلامي لتأمين الأفراد، وأن الشركة الدولية للتأمين وإعادة التأمين (سيار) التي أنشأت فرعاً لتأمين الأفراد (غام للتأمينات) و(أليا نس للتأمينات) تعتمد الخوض في هذا المجال من خلال هاذين الفرعين اللذان يمكن لهما الانضمام إلى البورصة بغية رفع تمويلاتها وتعزيز وسائلها<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أحسين عثمانى و سعاد شعبانية، النظام المالي المحاسبي أحد متطلبات حوكمة الشركات وآثره على بورصة الجزائر، حوكمة الشركات آلية للحد من فساد المالي وإداري، جامعة محمد خضير بسكرة، 6 و7 ماي 2012، ص ص (14-16)

### خلاصة الفصل :

عرفت الأسواق المالية الناشئة خلال السنوات الأخيرة تطور ملحوظا من أجل زيادة إحتذاب رؤوس الأموال وتدفقات مالية والإستفادة من من سوقها المالية كمصدر من مصادر التمويل لإقتصاداتها الناشئة ، فقد عملت كل من ماليزيا والبرازيل منذ إنشاء أسواقهم المالية على تطوير أنظمة تداول وضبط فعالية تدفقات الرأسمالية وزيادة في مستوى حوكمة و الشفافية لشركات المدرجة ولكن بنسب مختلفة فقد شهد السوق المالي البرازيلي تطورات هائلة على مستوى حوكمة وشفافية إذ صنف شركات إلى ثلاث قطاعات في البورصة البرازيلية وهي :السوق الجديد والمستوى الأول والمستوى الثاني ليطبق على الشركات حسب الحاجة ، أما من حيث تنوع مصادر التمويل الأسواق المالية فقد عمل السوق الماليزي تنوع أسواقه المالية رغبة المستثمرين ومايتطلبه إقتصاده من تمويل فمنها ماهو إسلامي وتقليدي ومنها ماهو هدفه تمويل قطاع معين والمتمثل في بورصة MESDAQ سوق الأوراق المالية وتسعير الآلي ولتمويل الشركات العاملة في قطاع التكنولوجيا ولهذا يعتبر السوق المالي الماليزي من أكثر الأسواق المالية التي تجسد مختلف قطاعات الإقتصادية التي توجد بها .

ولزيادة تدفقات رؤوس الأموال دون الوقوع في الأزمات المالية ناتجة عن ترابط الأسواق المالية في ظل العولمة المالية وتحرير المالي الدولي فقد عملت كل من ماليزيا والبرازيل على زيادة رؤوس الأموال عن طريق تطبيق الأسلوب المناسب من سياسات التحوط ضد الأزمات التي يطبقها البلد حسب الحاجة لإقتصادها ، ومن خلال تطور مؤشرات الأداء لكل من ماليزيا والبرازيل فالسوق المالي الماليزي رغم كبر حجم سوقه وتطور مؤشر رأس المال ومعدل التداول إلا أن معدل دوران السهم في السوق الماليزي منخفض عكس السوق البرازيلي خلال فترة الدراسة ، أما فيما يخص درجة إنفتاح واندماج كل من سوق ماليزيا والبرازيل ، فالأخير عرف خلال سنوات الدراسة تطورات عديدة في مستوى الإندماج والإنتتاح إذ يعتبر سوق منفتح بشكل كامل على الأسواق العالمية في ظل العولمة المالية بنسبة ارتباط اقترنت من الواحد على خلاف السوق المالي الماليزي الذي يطبق سياسة واستراتيجية طويلة المدى مع خطة ثابتة إذ بلغ معدل إندماجه وتفاعله 43% من ارتباطه بالأسواق المالية العالمية



تعد العولمة المالية نتاج أساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي مما أدى إلى تكامل وإرتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي ، فمع بداية التسعينات بدأت حركة إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تندفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية وظهر ما يعرف بالأسواق المالية الناشئة ولقد أصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية وقد تزامن إلغاء القيود مع تزايد تحرير الأسواق المالية وظهور الابتكارات مالية واسعة نطاق ، إن تحرير حركة رؤوس الأموال مع صعوبة التحكم في حركتها دخولا وخروجها ضمن العولمة المالية وعمليات تحرير دولي مع مصاحبة تقلبات أسعار الصرف مما قد يتسبب في تقلبات فجائية ينجم عنها أزمات خطيرة وهي تبدأ بحركة المضاربات " الأموال الساخنة " وتنتقل إلى اضطرابات التي تتوسع بفعل الأدوات المالية وتنتقل عن طريق أثر العدوي مما ينجم عنه صدمة في النظام المالي العالمي وتجد مناخا مناسباً من خلال الأسواق المرتبطة ببعضها البعض وعلى حد قول ماكينون "لايجوز السماح بالتدفقات الحرة لرأس المال إلا في نهاية برامج للتحرير يثبت نجاحه ، فيما عدا ذلك فإن المطلوب أثناء عملية التحرير فرض قيود صارمة على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تزداد فجأة"

ولقد أثرت الأزمات المالية على تطور مؤشرات الأداء الأسواق المالية الناشئة ، مما أدى لإنخفاض نسبة العمق وفعالية السوق المالي في تمويل الإقتصاديات الناشئة كما أشار تقرير مؤسسة التمويل الدولية إلى أن الرساميل الخاصة المنتقلة إلى أسواق الناشئة وصلت عام 2006 إلى 573 مليار دولار وتضاعفت إلى 620 مليار سنة 2007 أي أنها تضاعفت خلال سنة واحدة ، وفي تقرير آخر لمؤسسة سنة 1999 يوجد سبعة دول ناشئة من أصل عشرة متقدمة سجلت أعلى معدلات دوران للسهم ، مما دفع راسمي السياسة الاقتصادية والمالية ومؤسسات التقييم الدول إلى أخذ العديد من القضايا الهامة بعين الإعتبار ، حتى تتمكن الأسواق المالية الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة.

#### ✓ نتائج و إختبار الفرضيات :

1- فالأسواق المالية الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلا من تلك المتطورة ، ففي عام 1995 كان المستثمرون الأجانب خلف 25% من العمليات في إندونيسيا و20% من العمليات في المكسيك ، إن الأسواق الناشئة تظهر ميلا باتجاه فرض قيود على الأجانب للحد من الحيازتهم للأوراق المالية المحلية والعديد من البلدان فرضت حدودا قصوى على هذه الحيازة ففي ماليزيا فرضت مدة حيازة للأوراق المالية لا تقل عن 12 شهرا قبل يتم خروج رأس المال المستثمر فيها وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى

2- لقد أثرت العولمة المالية على مسار وإتجاه النظام المالي العالمي الذي نتجه عنه ظهور الأسواق المالية الناشئة MFE التي تمتاز بإرتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي تتحقق بالأسواق المتقدمة لأن المستثمر بهذه الأسواق هدفه الإستثمار المالي في الأجل القصير عكس الأسواق المالية المتقدمة وهذا نتجه عنه تحقيق عوائد مرتفعه وهذا ما يثبت صحة الفرضية

- 3- فبتحليل مؤشر أداء بورصة ماليزيا بما أن معدلات الدوران تقاس بقيمة التداول السهم على قيمة رسملة السوق وبرغم من إرتفاع هذان المؤشرين خلال الفترة الدراسة إلا أن معدل دوران سهم كان منخفض برغم من حجم السوق كبير عكس السوق البرازيل فسوقه صغير إلا أن معدل دورانه مرتفع ويتسم بنشاط عالي. وهو مما يثبت صحة الفرضيه
- 4- بدراسة قياسية لعلاقة إرتباط بورصة كل من ماليزيا والبرازيل في الإنفتاح والإندماج توصلنا إلى أن بورصة البرازيل منفتحة على الأسواق المالية العالمية بدرجة إرتباط تقدر ب 0,731 أي بنسبة 73% وقدرت درجة إندماجها بنسبة 90% وهي سوق مالي مندمج في النظام المالي العالمي على عكس السوق المالي الماليزي فقد أثبتت علاقة إرتباطه بالعالم الخارجي أنه منغلق على نفسه بسبب إعتماده بشكل كبير على السوق المالي المحلي ، أم درجة إرتباطه وإندماجه مع الإقتصاد العالمي فهو مندمج فيه ولكن بنسبة ضعيفة 43% مقارنة بالبرازيل المتفاعل في النظام المالي العالمي في ظل العولمة المالية وهو ما يثبت نفي الفرضية .

#### ✓ إقتراحات و توصيات :

من خلال النتائج السابقة يمكن ابداء الاقتراحات والتوصيات التالية :

- يجب الإدراج في شكل تحرير حساب رأس المال قبل فتح الأسواق المالية الناشئة أمام المستثمر الأجنبي
- كذلك التنوع في الأدوات المالية المتاحة بحيث يمكن من خلالها إدارة التدفقات الأجنبية
- وضع قيود وسياسات للتحكم في الطلب على رؤوس الأموال الأجنبية خاصة القصيرة الأجل بحيث على الأسواق المالية الناشئة أن تطبق الأسلوب المناسب لتحوط ضد الأزمات في حالة وقوعها وأفضل الأساليب والذي أثبت نجاعته هو الأسلوب المباشر والمتماثل في الرقابة الحذرة المطبق في السوق المالي البرازيلي أو القيود على خروج رؤوس الأموال المطبق في السوق المالي المالزي

#### آفاق الدراسة :

في إطار دراستنا لهذا الموضوع ، لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى مزيد من البحث والتحليل لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل :

- دراسة مقارنة بين مؤشرات الأداء بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية المتقدمة
- دور الأسواق المالية الناشئة في عمليات تمويل الإقتصاديات النامية
- آليات تفعيل السوق المالي الجزائري في ظل العولمة المالية "المعوقات والآفاق"

قائمة

المصادر والمراجع



1. آدم مهدي أحمد ، المالية الدولية ، ا لطبعة 1، الشركة العالمية للطباعة والنشر ،مصر ، 2007.
2. أمين صيد ، سياسات الصرف كأداة لتسويت الإختلال في ميزان المدفوعات ، مكتبة حسن العصرية ، الطبعة الأولى 2013، بيروت لبنان .
3. توفيق خير الدين خليفة خير الله ، العوامة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية . دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية مصر ، 2015،
4. حسن كريم حمزة ، العوامة المالية والنمو الإقتصادي ، ط 1، دار صفاء للنشر وتوزيع ،عمان الأردن ، 2011.
5. خالد أحمد فرحان المشهداني وآخرون ، مدخل إلى الأسواق المالية ، طبعة الأولى ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، سنة 2013 .
6. سرمد كوكب الجميل ، التمويل الدولي "مدخل في الهياكل والعمليات والأدوات " ، الطبعة 1، الدار النموذجية للطباعة والنشر ، صيدا لبنان ، 2011.
7. شذا جمال الخطيب ، العوامة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأسمال ، ط1، دار مجدلاوي للنشر وتوزيع ،عمان الأردن ، 2008.
8. شقيري نوري موسى ، المؤسسات المالية المحلية والدولية ، الطبعة الأولى ، دار الميسرة ، عمان الأردن ،2009.
9. شقيري نوري موسى وآخرون ، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2012، عمان الأردن .
10. صلاح الدين حسن السيسى ، بورصات الأوراق المالية : الأهمية . الأهداف . السبل . مقترحات النجاح ، طبعة الأولى ، عالم الكتب ، مصر ، سنة 2003.
11. عبد الكرم شنجار العيساوي ، السيولة الدولية في ظل الأزمات الإقتصادية والمالية ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2014، عمان الأردن .
12. عبد المطلب عبد الحميد ، العوامة الإقتصادية (منظماها . شركاها . تداعياها ) ، العدد 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ،الإسكندرية مصر ، 2006.
13. عبد المطلب عبد الحميد ، العوامة الإقتصادية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية مصر ، 2008.
14. علي عبد الفتاح أبو شرار ، الإقتصاد الدولي " نظريات وسياسات " ، طبعة 2، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، الأردن ، 2010.
15. علي عبد الفتاح أبو شرار ، الإقتصاد الدولي نظريات وسياسات، الطبعة 2، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان الأردن، 2010.
16. عماد محمد على العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية "أسبابه وإنعكاساته على الإقتصاد العالمي " ، بيت الحكمة ، الطبعة 1، بغداد العراق ، 2002.
17. عمر صقر ، العوامة والقضايا الاقتصادية المعاصرة ، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية ، مصر ، 2001.
18. غالم عبد الله ، العوامة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ونبلاء ناشرون وموزعون ، عمان الأردن ، سنة 2014.

19. فؤاد علوان ، دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ والوقاية من الأزمات المالية بالأسواق المالية دراسة تطبيقية على أسواق رأس المال العربية ، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع ، الطبعة 1، المنصورة ، مصر ، 2012.
20. قحطاني السيوفي ، الأزمة الاقتصادية العالمية ( أسبابها ، وتداعياتها على الاقتصاد العالمي ) المرحلة الأولى - (2011-2008) ، الطبعة الأولى 2012 ، دراسات اقتصادية 17 ، سوريا ، ص ص (137-138)
21. محمد أحمد السريفي وآخرون ، التجارة الدولية والمؤسسات المالية الدولية (البنك الدولي . صندوق النقد الدولي . مؤسسة التنمية الدولية ) ، الطبعة 1 ، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع ، إسكندرية مصر ، 2013.
22. محمد صفوت قابل ، الدول النامية والعمولة ، طبعة الأولى ، الدار الجامعية ، إسكندرية مصر ، سنة 2003-2004.
23. مصطفى يوسف الكافي ، الأزمة المالية الإقتصادية العالمية وحوكمة الشركات ( جذورها . أسبابها . تداعياتها . أفاقها ) ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2013 ، عمان الأردن ، ص 37
24. هوشيار معروف ، الإستثمارات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، سنة 2009.

#### أطروحات والمذكرات

1. نادية العقون ، العمولة الإقتصادية والأزمات المالية . الوقاية والعلاج دراسة لأزمة رهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة ، تخصص إقتصاد التنمية ، جامعة الحاج لخضر باتنة الجزائر ، سنة 2013-2012.
1. أسماء بلميهوب ، العمولة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية ، مذكرة الماجستير في الاقتصاد الدولي 2004 ، جامعة فرحات عباس - سطيف.
2. بوعبد الله علي ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر . بسكرة . الجزائر ، 2014.
3. بولعسل شمس الدين ، العمولة المالية وإنعكاسها على إقتصاديات الدول النامية . دراسة حالة الدول العربية . ، مذكرة ماجستير تخصص تحليل إقتصادي ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2006-2007.
4. رشام كهينة ، واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الإقتصادي العربي ، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص اقتصاديات مالية وبنوك ، غير منشورة ، جامعة محمد بوقرة بومرداس الجزائر ، 2008-2009.
5. سابو كهينة ، ترابط الأسواق المالية وإنعكاسها على بلدان العالم الثالث ، مذكرة ماجستير تخصص علوم اقتصادية فرع نقود ومالية ، غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2000-2001.

6. عبو هودة ، آثار العولمة المالية على الإستثمار الأجنبي المباشر " دراسة حالة الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2006" ، رسالة ماجستير ، غير منشورة ، تخصص علوم التسيير ، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف ، 2008.
7. عزوز عائشة ، دور الأسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية ، أطروحة دكتوراه ، غير منشورة ، جامعة الجزائر 03، سنة 2013.
8. محمد بن باحان ، العولمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية دراسة حالة الجهاز المصرفي ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة دالي ابراهيم الجزائر ، سنة 2004-2005.
9. نسيم أوكيل ، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها وتخفيف من أثارها( دراسة حالة جنوب شرق آسيا ) ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر ، (2007-2008).
10. هشام بورمة ، النظام المصرفي الجزائري وإمكانية الإدماج في العولمة المالية ، مذكرة ماجستير تخصص علوم تسيير ، غير منشورة ، جامعة سكيكدة ، 2008-2009.

#### ملتقيات ومؤتمرات

1. أحمد منير النجار ، عولمة الأسواق المالية وأثرها على التنمية الدول النامية ، المؤتمر العلمي الرابع ، الريادة والإبداع : استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة فيلاديفيا كلية العلوم الإدارية والمالية -16/03/2005. العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 21 و22 نوفمبر 2006.
2. بن بوزيان محمد وآخرون ، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر )، ملتقى المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية والقانونية ، بشار ، أبريل 2005.
3. ساعد مرابط ، الأزمة المالية العالمية 2008 جذورها وتداعياتها ، ملتقى علمي دولي حول الأزمة مالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، 21-20 أكتوبر 2009
4. الشريف بقة وآخرون ، تجربة الهند في تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات والدروس المستفادة للإقتصاد الجزائري ، الملتقى الدولي حول :سياسة الإنفتاح الإقتصادي والنمو بدول جنوب المتوسط ،المنعقد بجامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر يومي 21 و 22 نوفمبر 2013.
5. علاوي محمد لحسن وصالح هالة ، حوكمة أداء صندوق النقد الدولي ضرورة يتطلبها تعافي الاقتصاد العالمي ،الملتقى العلمي الدولي الأول حول :آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة ، ورقلة الجزائر ، 26-25 نوفمبر 2013.
6. فؤاد حمدي بسيسو ، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي ، المؤتمر العلمي العاشر "الإقتصادات العربية وتطورات مابعد الأزمة الاقتصادية العالمية" ، بيروت لبنان .
7. لطرش ذهبية ، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية وحوكمة العالمية ، سطيف الجزائر ، 20-21 أكتوبر 2009.

8. مرابط ساعد وأسماء بلميهوب ، العوامة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 22-21 نوفمبر 2006.

1. ياسر محمد جاد الله ، سيد إبراهيم عبد الفضيل ، الأفاق المستقبلية لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العوامة الاقتصادية ، مؤتمر الأسواق الأوراق المالية والبورصات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2006.

#### تقارير ومجالات

1. أتيش ريكس غوش ، مقال بعنوان : في مركز الصدارة ، مجلة التمويل والتنمية لصندوق النقد الدولي ، سبتمبر 2014.
1. عبد الحميد الغزالي ، الأزمة المالية العالمية التشخيص والمخرج ، مجلة العلم والإيمان ، العدد 27، نوفمبر 2008، ص 28
2. صالح مفتاح ، العوامة المالية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، العدد الثاني ، جوان 2002، ص 206
3. سماعلي فوزي ، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية . البدائل الممكنة لنشوء الإقتصاد الجزائري . مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية ، عدد الخامس ، جامعة محمد خيضر بسكرة . الجزائر ، جوان 2009.
4. حسان خبابة ، دور الأسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر ، فيفري 2004.
5. رمزي زكي ، المخاطر الناجمة عن عوامة الأسواق المالية ، مجلة الدراسات الاقتصادية ، العدد 2، مؤسسة ابن خلدون للدراسات الإنسانية الجزائر ، 2000.
6. سعيدي فاطمة الزهراء ، التحرير المالي : المكاسب والمخاطر الناتجة عنه ، مجلة الإقتصاد الجديد ، العدد 05، جانفي 2012.
7. طارق نوير ، تأثيرات تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية ، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية ، المجلد 11 ، العدد 1، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، جانفي 2009.
8. عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل ، العوامة وآثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية . ، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا ، عدد 3، ديسمبر 2005.
9. محفوظ جبار ، العوامة المالية وانعكاسات على الدول المتخلفة ، مجلة العلوم الإنسانية ، عدد 7، جامعة باتنة ، ديسمبر 2002.
10. عيسي محمد الغزالي ، فعالية أسواق الأسهم العربية ، سلسلة جسر التنمية ، العدد 89، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، يناير 2010.
11. صندوق النقد الدولي . آفاق الاقتصاد العالمي ، أبريل 2008.
12. بن علي عبد الغاني و آخرون، آثار الأزمة على الإقتصاديات الناشئة "PRICS" وأهم الدروس المستفادة منها

1. A .Raymond and J Boyan ,(Stock Market and Development)**European economics** Review . Vol.37,NO I , June 1998,P 640
2. Antoine van Agtmael , **The Emerging Markets Century** ,Free Press, 2007.
3. BM&F Bovespa - Wikipedia, the free encyclopedia ,
4. Central Bank of Brazil – Department of Banking Operations and Payments System – Deban , September 2009 .
5. Eliane nehmeelahmar,libéralisationfinanciere et fragilisation boncaire dans les pays émergents .cas de la crise asiatique thèse de doctorat ,UNIVERSITE Pemtheam – Assas (Paris2), Droit –ECONOMIE ,2003.
6. Fernando J. Cardim de Carvalho , DOMESTIC FINANCIAL LIBERALIZATION: THE RECENT EXPERIENCE OF ARGENTINA, BRAZIL AND MEXICO.
7. GOETY VON PETER, **Asset prices and banking distress a macro economic approach**,bank for international settlements ,basel ,october ,2004.
8. HAMEZAH MD NORa, NORMAN MOHD SALEHb, ROMLAH JAFFARc AND ZALEHA ABDUL SHUKORd ,Corporate Governance and R&D Reporting in Malaysian MESDAQ Market Journal of Economics and Management 4(2) , Universiti Kebangsaan Malaysia 2010.
9. Har Wai Mun ,Stock Market and Economic Growth in Malaysia: Causality Test, Universiti Tunku Abdul Rahman, April 2008, .
10. Mark Mobius , Mobius on emarging market , Pitman publishing, London , 1996.
11. Michel Aglietta ,AntonBrender , Virginie coudert , **Globalisation Financière - l'aventure obligée** , Ed economica , Paris ,1990 , P P (15-14)
12. Reena Aggarwal, Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System:Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, the Brookings-Wharton Financial Services, 4th Annual Conference , The Brookings Institution, Washington, January 11-12, 2001.
13. Reena Aggarwal, Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System:Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, OP.Cit .
14. Reena Aggarwal ,Integrating Emerging Market Countries into the Global Financial System:Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets, **the Brookings-Wharton Financial Services**, 4th Annual Conference , The Brookings Institution, Washington, January 11-12, 2001.
15. Unctad, **World Investment Report**, 1998 .
16. UNCTAD,**World Investment Report 2007**, UNITED NATIONS, New York and Geneva, 2007
17. International Monetary Fund,Global Financial Stability Report,October 2007,P78

مواقع إلكترونية

1. Stalg Fisher, THE financil crisis in emerging markets some lessons ,28April 1999,http //www.imf .arg/external /np /speeches /1999/htm .visite le23 /04/2009
  2. Bernardo S. de M. Carvalho, Márcio G. P. Garcia , Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties, <http://www.nber.org/chapters/c4774> .
  3. [http://en.wikipedia.org/wiki/BM%26F\\_Bovespa](http://en.wikipedia.org/wiki/BM%26F_Bovespa) , 11-05-2015
  4. BM & Fbovespa, About Brazil , [www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx](http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx) ,11- 05-2015
  5. [http://www.wikinest.com/stock/Telemig\\_Celular\\_Participacoes\\_S.A.\\_%28TMB%29/Regulation\\_Brazilian\\_Securities\\_Markets](http://www.wikinest.com/stock/Telemig_Celular_Participacoes_S.A._%28TMB%29/Regulation_Brazilian_Securities_Markets) , Regulation of Brazilian Securities Markets ,P 72 , 13-05-2015
  6. QNB Economics,http //www.economics@qnb.com,6-09-2014
  7. Bursa Malaysia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia) , 18-05-2015
  8. MESDAQ, <http://en.wikipedia.org/wiki/MESDAQ>, 18-05-2015
  9. The world bank , <http://www.worldbank.org/> , 31-03-2014
  10. IFC , Emerging stock market foctbook ,1999,P 19
  11. <http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports,2/05/2015>
  12. <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014
13. نبيل حمادي ، أثر العولمة المالية على سيادة الدول النامية ، جامعة المدية ، ص 3 ، من الموقع [WWW.UINIV-MEDEA.DZ...NOUVEAU-SYSTEME2009](http://WWW.UINIV-MEDEA.DZ...NOUVEAU-SYSTEME2009): 2014-05-15:
14. بو عبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ،مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية ، من الموقع الإلكتروني: <http://www.giem.info/article/details/ID/560#> ، بتاريخ 18-05-2015

الملاحق

الملحق رقم 01: الرسيمة السوقية

الوحدة: مليار دولار

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	بلد Code	بلد Name
1229,85	1228,97	1545,57	1167,33	589,38	1370,38	711,10	474,65	330,35	234,56	123,81	186,24	226,15	227,96	160,89	255,48	216,99	147,64	BRA	البرازيل
3697,38	3389,10	4762,84	5007,65	2793,61	6226,31	2426,33	780,76	639,76	681,20	463,08	523,95	580,99	330,70	231,32	206,37	113,76	42,06	CHN	الصين
3019,47	2903,18	3107,04	2796,44	1851,95	3858,51	3794,31	3058,18	2815,93	2460,06	1864,26	2164,72	2576,99	2933,28	2374,27	1996,23	1740,25	1407,74	GBR	المملكة المتحدة
18668,33	15640,71	17138,98	15077,29	11737,65	19947,28	19425,85	16970,86	16323,73	14266,27	11098,10	13854,62	15104,04	16635,11	13451,35	11308,78	8484,43	6857,62	USA	الولايات المتحدة
3680,98	3540,68	4099,59	3377,89	3220,49	4453,47	4726,27	4736,51	3678,26	3040,66	2126,08	2251,81	3157,22	4546,94	2495,76	2216,70	3088,85	3667,29	JPN	اليابان
308,77	201,82	306,66	225,74	117,93	286,57	162,40	161,54	98,30	68,38	33,96	47,15	69,66	112,72	33,65	61,09	30,02	20,77	TUR	تركيا
58,01	48,68	82,49	89,95	85,89	139,29	93,48	79,67	38,52	27,07	26,09	24,34	28,74	32,84	24,38	20,83	14,17	8,09	EGY	جمهورية مصر العربية
25,30	5,14	3,99	8,86	#VALUE!	#VALUE!	8,25	5,02	6,12	3,82	3,96	6,22	8,13	7,47	7,59	14,58	10,06	3,66	VEN	فنزويلا
1823,34	1568,73	1926,49	1972,04	1492,33	2771,22	2428,57	1758,72	1559,11	1355,93	966,96	1174,43	1446,63	1475,46	991,48	674,37	591,12	522,05	FRA	فرنسا
2016,12	1906,59	2160,23	1680,96	1002,22	2186,55	1700,71	1480,89	1177,52	893,95	575,32	700,75	841,39	800,91	543,39	567,64	486,27	366,34	CAN	كندا
476,34	395,08	410,53	255,95	187,07	325,66	235,36	181,24	190,01	168,38	123,87	120,01	116,93	145,44	98,56	93,61	307,18	222,73	MYS	ماليزيا
1486,31	1184,46	1429,71	1297,57	1107,96	2105,51	1637,83	1221,25	1194,52	1079,03	691,12	1071,75	1270,24	1432,19	1093,96	825,23	671,00	577,37	DEU	ألمانيا
414,13	308,32	370,09	310,77	180,02	353,49	276,33	316,66	277,00	229,33	101,90	117,34	152,83	198,41	94,47	106,32	150,22	148,00	SGP	سنغافورة

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014



الوحدة: نسبة مئوية

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	بلد Code	Name بلد
55%	50%	72%	72%	36%	100%	65%	54%	50%	42%	25%	34%	35%	39%	19%	29%	26%	19%	BRA	البرازيل
45%	46%	80%	100%	62%	178%	89%	35%	33%	42%	32%	40%	48%	31%	23%	22%	13%	6%	CHN	الصين
115%	112%	129%	121%	66%	130%	147%	127%	123%	127%	111%	142%	166%	188%	155%	139%	133%	114%	GBR	المملكة المتحدة
115%	101%	115%	105%	80%	138%	140%	130%	133%	124%	101%	130%	147%	172%	148%	131%	105%	89%	USA	الولايات المتحدة
62%	60%	75%	67%	66%	102%	108%	104%	79%	71%	53%	54%	67%	103%	64%	51%	66%	69%	JPN	اليابان
39%	26%	42%	37%	16%	44%	31%	33%	25%	23%	15%	24%	26%	45%	12%	32%	17%	12%	TUR	تركيا
22%	21%	38%	48%	53%	107%	87%	89%	49%	33%	30%	25%	29%	36%	29%	27%	21%	13%	EGY	جمهورية مصر العربية
7%	2%	1%	3%	0%	0%	4%	3%	5%	5%	4%	5%	7%	8%	8%	17%	15%	5%	VEN	فنزويلا
68%	55%	73%	73%	51%	104%	104%	80%	73%	73%	64%	85%	106%	98%	66%	46%	37%	32%	FRA	فرنسا
111%	107%	134%	123%	65%	150%	130%	127%	116%	101%	76%	96%	114%	119%	86%	87%	78%	61%	CAN	كندا
156%	136%	166%	127%	81%	168%	145%	126%	152%	153%	123%	129%	125%	184%	137%	93%	305%	251%	MYS	ماليزيا
42%	32%	42%	38%	30%	61%	55%	43%	42%	43%	33%	55%	65%	65%	49%	37%	27%	22%	DEU	ألمانيا

من إعداد الطالبة باستخدام الموقع أدناه

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014

الملحق رقم 03: الشركات المدرجة

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	Code بلد	Name بلد
353	366	373	377	432	442	392	381	357	367	399	428	459	478	527	536	551	543	BRA	البرازيل
2494	2342	2063	1700	1604	1530	1440	1387	1384	1296	1235	1160	1086	950	853	764	540	323	CHN	الصين
2179	2001	2056	2179	2584	2588	2913	2759	2486	2311	2405	1923	1904	1945	2087	2157	2171	2078	GBR	المملكة المتحدة
4102	4171	4279	4401	5603	5130	5133	5143	5231	5295	5685	6355	7524	7651	8450	8851	8479	7671	USA	الولايات المتحدة
3470	3961	3553	3208	3299	3844	3362	3279	3220	3116	3058	2471	2561	2470	2416	2387	2334	2263	JPN	اليابان
405	362	337	315	317	319	314	302	296	284	288	310	315	285	277	258	228	205	TUR	تركيا
234	231	213	305	373	435	603	744	792	967	1148	1110	1076	1033	861	654	649	746	EGY	جمهورية مصر العربية
41	36	55	64	60	60	53	50	59	54	59	63	85	87	94	91	87	90	VEN	فنزويلا
862	893	901	941	966	707	717	885	898	934	772	791	808	968	711	683	686	450	FRA	فرنسا
3876	3932	3805	3761	3839	3881	3790	3721	3597	3578	3756	1299	1418	1455	1384	1362	1265	1196	CAN	كندا
921	941	957	960	977	1036	1027	1020	962	897	865	809	795	757	736	708	621	529	MYS	ماليزيا
665	670	571	601	638	658	656	648	660	684	715	749	1022	933	741	700	681	678	DEU	ألمانيا
472	462	461	459	455	472	461	685	625	551	434	386	418	355	321	303	223	212	SGP	سنغافورة

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014

الملحق رقم 04: معدل التداول للنتائج المحلي الإجمالي

الوحدة : نسبة مئوية

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	بلد Code	بلد Name
37,11	38,81	42,05	40,07	44,02	42,80	23,37	17,48	14,10	10,94	9,56	11,76	15,71	14,87	17,38	23,24	13,35	10,30	BRA	البرازيل
70,80	104,77	135,40	179,47	120,98	223,00	60,27	25,98	38,74	29,06	22,93	33,89	60,20	34,81	27,93	38,79	29,90	6,84	CHN	الصين
95,17	114,66	124,87	147,36	232,35	348,42	164,24	172,75	161,31	113,78	114,05	121,71	118,51	88,42	76,34	57,63	44,34	41,29	GBR	المملكة المتحدة
132,25	198,16	203,51	324,13	434,92	294,34	240,10	164,28	157,68	135,07	231,12	273,41	309,80	192,27	144,66	118,67	87,92	66,66	USA	الولايات المتحدة
60,55	70,45	77,89	83,27	121,25	149,14	143,51	109,31	73,68	52,82	39,52	43,90	56,94	41,72	24,23	28,95	26,60	23,09	JPN	اليابان
44,18	53,40	57,66	39,63	32,82	46,73	42,87	41,67	37,59	32,87	30,39	39,76	67,23	32,54	25,42	31,14	20,30	30,32	TUR	تركيا
7,67	9,32	16,95	27,95	42,77	40,68	44,16	28,31	7,11	3,95	2,91	3,99	11,14	9,96	5,93	7,47	3,64	1,13	EGY	جمهورية مصر العربية
0,01	0,01	0,01	0,02	..	..	0,36	0,17	0,40	0,18	0,11	0,32	0,59	0,79	1,68	4,49	1,87	0,68	VEN	فنزويلا
41,93	51,50	55,43	50,70	111,70	128,39	107,73	69,25	66,65	59,72	62,30	77,94	79,16	52,50	39,14	27,56	17,17	22,64	FRA	فرنسا
66,32	85,46	84,61	90,43	114,79	112,87	98,43	72,58	64,21	52,70	53,96	62,99	85,83	52,14	52,35	45,30	42,33	30,51	CAN	كندا
40,78	44,52	36,44	36,08	36,89	77,50	41,12	34,82	48,00	45,49	27,39	22,39	62,37	61,29	41,41	153,03	172,10	86,48	MYS	ماليزيا
34,69	46,86	41,18	37,77	82,87	97,89	82,93	61,70	49,94	45,85	59,39	72,88	54,91	37,09	34,01	24,18	30,73	22,14	DEU	ألمانيا
54,53	92,60	119,34	131,11	140,93	213,48	124,75	94,04	71,21	90,58	61,05	70,99	95,46	113,56	59,20	63,85	44,33	68,79	SGP	سنغافورة

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014

الملحق رقم 05: معدل التبادل مليار دولار

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	بلد Code	بلد Name
834,53	961,31	901,10	649,19	727,79	584,95	254,51	154,23	93,58	60,44	48,20	65,09	101,28	87,28	146,68	202,45	112,11	79,19	BRA	البرازيل
5826,51	7671,36	8029,97	8956,19	5470,53	7791,70	1635,12	586,30	748,27	476,81	333,37	448,93	721,54	377,10	284,77	369,57	256,01	49,77	CHN	الصين
2488,57	2971,84	3006,68	3402,50	6486,96	10324,48	4242,08	4167,02	3707,19	2211,53	1909,72	1861,13	1835,28	1377,86	1167,38	829,13	578,47	510,13	GBR	المملكة المتحدة
21375,28	30750,60	30454,80	46735,93	64014,24	42613,21	33267,64	21509,98	19354,90	15547,43	25371,27	29040,74	31862,49	18574,10	13148,48	10216,07	7121,49	5108,59	USA	الولايات المتحدة
3605,39	4160,54	4280,42	4192,62	5879,44	6497,19	6252,47	4997,41	3430,42	2272,99	1573,28	1826,23	2693,86	1849,23	948,52	1251,75	1252,00	1231,55	JPN	اليابان
348,51	413,70	421,59	243,53	239,71	302,40	227,62	201,26	147,43	99,61	70,67	77,94	179,21	81,28	68,46	59,11	36,83	51,39	TUR	تركيا
20,16	21,99	37,11	52,81	69,64	53,08	47,46	25,39	5,61	3,28	2,56	3,90	11,12	9,04	5,03	5,86	2,46	0,68	EGY	جمهورية مصر العربية
0,04	0,04	0,05	0,06	#VALUE!	#VALUE!	0,67	0,25	0,45	0,15	0,11	0,39	0,69	0,77	1,53	3,86	1,28	0,51	VEN	فنزويلا
1126,61	1474,24	1467,07	1365,81	3265,49	3418,89	2504,70	1526,06	1415,85	1103,66	934,77	1077,34	1083,27	787,57	591,25	402,55	277,10	364,55	FRA	فرنسا
1207,89	1519,98	1365,65	1239,63	1770,63	1645,47	1290,25	845,02	653,92	467,85	406,06	461,51	634,70	351,57	330,55	294,89	265,36	183,69	CAN	كندا
124,50	128,91	90,20	72,97	85,21	150,00	66,90	49,98	59,88	50,14	27,62	20,77	58,50	48,51	29,89	153,29	173,57	76,82	MYS	ماليزيا
1225,53	1758,19	1405,04	1288,87	3105,29	3363,09	2486,67	1763,15	1406,06	1147,21	1233,06	1419,58	1069,12	814,74	761,89	535,75	768,75	573,55	DEU	ألمانيا
156,45	253,77	282,14	252,27	270,90	384,23	184,38	119,82	81,31	87,86	56,13	63,39	91,49	97,99	50,74	63,95	42,74	60,46	SGP	سنگاورة

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014

الوحدة : نسبة مئوية

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	بلد Code	Name بلد
67,88	69,29	66,43	73,91	74,27	56,21	42,93	38,32	33,13	33,73	31,09	31,57	44,61	44,89	70,46	85,70	61,49	47,05	BRA	البرازيل
164,44	188,21	164,37	229,61	121,30	180,10	101,97	82,55	113,29	83,34	67,55	81,26	158,29	134,19	130,12	230,90	328,62	116,36	CHN	الصين
84,04	98,89	101,86	146,39	227,20	269,82	123,81	141,88	140,53	102,28	94,80	78,50	66,61	51,92	53,42	44,38	36,75	38,97	GBR	المملكة المتحدة
124,60	187,62	189,06	348,58	404,07	216,46	182,81	129,21	126,54	122,59	203,35	200,57	200,78	123,47	106,21	103,23	92,84	85,68	USA	الولايات المتحدة
99,85	108,91	114,49	127,08	153,23	141,55	132,15	118,78	102,11	87,99	71,87	67,53	69,93	52,51	40,26	47,19	37,06	33,34	JPN	اليابان
136,51	162,72	158,37	141,72	118,52	134,71	140,53	154,91	176,90	194,67	174,25	133,44	196,53	111,06	144,53	129,74	145,03	242,58	TUR	تركيا
37,79	33,53	43,04	60,07	61,85	45,61	54,82	42,97	17,10	12,33	10,14	14,69	36,12	31,59	22,24	33,48	22,13	10,97	EGY	جمهورية مصر العربية
0,24	0,86	0,81	..	..	..	10,05	4,48	9,09	3,79	2,09	5,50	8,79	10,23	13,82	31,32	18,60	13,14	VEN	فنزويلا
66,43	84,36	75,26	78,85	153,18	131,50	119,63	91,99	97,14	95,02	87,30	82,21	74,14	63,85	70,98	63,62	49,79	74,91	FRA	فرنسا
61,58	74,75	71,11	92,40	111,05	84,66	81,11	63,57	63,14	63,68	63,64	59,85	77,29	52,30	59,50	55,96	62,25	53,92	CAN	كندا
28,57	32,00	27,07	32,94	33,24	53,47	32,12	26,92	33,42	34,31	22,65	17,53	44,59	39,76	31,11	76,50	65,51	36,43	MYS	ماليزيا
91,77	134,51	103,04	107,16	193,27	179,68	173,95	145,97	123,69	129,62	139,89	121,23	79,12	64,50	79,40	71,61	123,16	109,47	DEU	ألمانيا
43,31	74,81	82,88	102,80	101,56	122,01	62,19	40,37	32,12	53,05	51,20	46,92	52,09	66,91	50,54	49,86	28,66	42,80	SGP	سنغافورة

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 15-05-2014