

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

أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

إشراف:
أ.د. صالح مفتاح

إعداد:
بو عبد الله علي

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	جمال خنشور
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	صالح مفتاح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذة محاضرة -أ-	حياة بن سماعيل
ممتحنا	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	حكيم ملياني
ممتحنا	جامعة المسيلة	أستاذ محاضر -أ-	علي سنوسي
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ محاضر -أ-	رشيد فراح

السنة الجامعية: 2013-2014

إهداء

إلى اللذين كانا سببا في وجودي وتربيتي وتعليمي

”والدي الكريمين”

اللذين تحملا معي عناء البحث فلهما مني أعظم المحبة والامتنان.

إلى إخواني وأخواتي وذويهم وجميع أهلي وأقاربي.

إلى زوجتي التي قاسمتني هموم البحث في كل لحظة من لحظاته.

إلى أولادي جميعهم ”وسيم”، و”إياد”، و”جنى”،

براعم حب وإشراقة أمل.

إلى كل محب للعلم صابر في تحصيله

محب للعسل ساع إليه.

شكر وتقدير

الحمد لله الذي وفقني ومكنني من إتمام هذه المنكرة

فالحمد لله أوله وآخره

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور:

المشرف مفتاح صالح

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من

ساهم في إنجاز هذا البحث المتواضع

المخلص:

تلعب اسواق راس المال اهمية بالغة في الحياة الاقتصادية خاصة في الدول الصناعية المتقدمة ،بل تعتبر احد اعمدة النظام الرأسمالي، وذلك من خلال الوظائف الكثيرة التي تؤديها البورصات مثل تعبئة الادخار ،تخصيص الاستثمار ...الى غير ذلك.

أما الدول النامية وخاصة الدول العربية عانت العديد من الازمات خاصة ازمة المديونية العالمية ،مما دفعها الى تغيير اساليب التمويل فيها ،من خلال التوجه الى الاستثمارات الاجنبية المباشرة وطرح السندات في الاسواق الدولية وفتح اسواقها المالية امام الاستثمار الاجنبي ،وبهذا التحول في التدفق نحو الدول النامية وفي ظل العولمة المالية ظهر بما يسمى الاسواق المالية الناشئة.

فتغير تكوين تدفقات رؤوس الأموال عبر الزمن ،حيث أصبح كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في المحفظة المالية هما السائدان في تكوين تدفقات رؤوس الأموال، وبهذا نجحت الدول الناشئة في دعم التنمية الاقتصادية ،خاصة من خلال زيادة الكفاءة وتخصيص رأس المال ،نقل التكنولوجيا ،ولكن كانت لها الكثير من السلبيات منها المساهمة في حدوث العديد من الازمات المالية المدمرة من خلال التدفقات العكسية والفجائية لهذه الأموال خاصة المتعلق بالأموال الساخنة ،والتي تصيب كلا من أسواق الأوراق المالية وأيضاً أسواق الصرف وخير مثال على ذلك أزمة المالية جنوب شرق آسيا 1997.

وحاولت هذه الدراسة معالجة الاشكالية المتعلقة بتأثير نشاط الاسواق المالية (الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية)على استقرار اسعار الصرف في الدول العربية مع الاشارة الى مصر بالتحليل والقياس ،فوجدنا ان هناك علاقة تأثير وتأثر بين سوق الاوراق المالية وسوق الصرف (اسعار الصرف) من خلال نشاط او سلوك الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية ،وهذا ما تبين في تحليل ازمة المالية في جنوب شرق اسيا سنة 1997.

اما عن واقع هذا الاستثمار في البورصات العربية فتبقى تدفقاته ضعيفة بالمقارنة مع البورصات الناشئة الاخرى والمتقدمة ،رغم الاصلاحات التي قامت بها معظم الدول العربية خاصة فيما يتعلق بالشق التنظيمي والرقابي لأسواق المال بالإضافة الى الاصلاحات الاقتصادية الاخرى.

وللتعمق اكثر في الدراسة قمنا بدراسة البورصة المصرية لأنها تعتبر من اقدم الاسواق المالية الناشئة العربية وأكثرها نشاطا ،ووجدنا من الناحية التحليلية ان هناك تأثير لتداولات وتدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية في البورصة المصرية على سعر صرف الجنيه ،وتعززت هذه النتيجة بقياس هذا الاثر من خلال استخدام الانحدار المتعدد بين كل من سعر صرف الجنيه مقابل الدولار في الفترة (1997-2011) ،واهم محدداته المتفق عليها ،كمعدل التضخم ،درجة الانفتاح على العالم

الخارجي، شروط التبادل التجاري، صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية ،النمو الاقتصادي، الاحتياطات الأجنبية وتوصلت الدراسة الى ان كل من المتغيرين شروط التبادل التجاري و صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية، لعبا دورا مهما في تفسير تقلبات سعر الصرف الجنيه المصري خلال الفترة المدروسة ،فيما لم يكن للمتغيرات الأخرى أي تأثير ملموس على سعر صرف الجنيه المصري .

الكلمات المفتاحية: الازمات المالية، الاسواق المالية الناشئة، العولمة المالية، استثمار اجنبي، سعر الصرف .

Abstract:

Capital markets play a great importance in the economic life, particularly in the developed industrial countries, it is considered one of the pillars of the capitalism system, and through the many functions performed by the stock exchanges, such as the mobilization of savings, investment allocation ... etc.

As for developing countries, especially the Arab suffered from many crises, especially debt crisis world, so it drives them to change the methods of financing there in, by going to foreign direct investment and bond offering in the international markets and the opening of its financial markets to foreign investment, and this shift in the flow towards the developing countries and in with financial globalization appeared the so-called emerging financial markets.

The composition and objectives of capital flows differed over time, where after what was borrowing from banks is a key component of inflows of foreign capital ,it has become both foreign direct investment and investment in the portfolio are the dominant in the composition of capital flows and , it has been successful especially developing and emerging countries in support economic development , especially through increasing efficiency and the allocation of capital , transfer of technology , but they have a lot of negatives which contribute to the occurrence of many of the financial crises destructive through flows reverse and sudden to this money , especially on hot money , which affect both the stock markets and also exchange markets and the best example of this financial crisis, Southeast Asia, in 1997.

This study has tried to treat the problem of the activity of financial market (foreign investment in the portfolio) and its effect on the stability of the exchange rate in Arab countries (the case of Egypt with analytic and measurement way).we found that there is a mutual effect between the stock markets and exchange market through the activity or behavior of foreign investment in portfolio, and this is what shown in the analysis of financial crisis which happened in south east Asia in 1997.

As for the reality of this investment in Arab stock exchanges flows remains weak compared with other emerging stock markets and developed countries, in despite of the reforms undertaken by most of the Arab countries especially with regard to the side legislative and regulatory oversight of financial markets, in addition to other economic reforms.

For more in depth study, we studied the Egyptian Stock Exchange because it is considered one of the oldest financial markets of emerging Arab and most active, and we found analytically that there is the effect of trading flows and foreign investment in the financial portfolio in the stock market on the exchange rate of the Egyptian pound, This result was enhanced by measuring this effect through the use of multiple regression between each of the exchange rate of the pound against the dollar in the period (1997-2011) , the most important determinants agreed with like , average inflation , the degree of openness to the outside world , the conditions of trade , net inflows of foreign investment in portfolio of financial , economic growth , foreign reserves and the study found that all of the variables terms of trade and net flows of foreign investment in the portfolio, have played an important role in explaining fluctuations in the exchange rate of the Egyptian pound during the period studied ,but the other variables haven't got any significant impact on the exchange rate of the Egyptian pound.

Key words: financial crises, emerging financial markets, financial globalization, foreign investment, the exchange rate.

Résumé:

Les marchés de capitaux jouent un rôle important dans la vie économique, en particulier dans les pays industriels avancés. En effet, ils constituent l'un des piliers du système capitaliste, par les nombreuses fonctions qu'exercent les bourses de valeurs, comme la mobilisation de l'épargne, l'allocation d'investissement ... etc.

Les pays en développement, en particulier les pays arabes ont souffert de nombreuses crises, notamment de la crise mondiale d'endettement, ce qui les a poussé à changer leurs modes de financement, en s'adressant à l'investissement direct étranger (IDE) et à l'émission d'obligations sur les marchés internationaux et l'ouverture de leurs marchés financiers à l'investissement étranger. Lors de ce changement dans les flux vers les pays en développement et dans le contexte de la mondialisation financière sont apparus ce qu'on appelle les marchés financiers émergents.

L'afflux des capitaux a changé au cours du temps. Ainsi, l'emprunt auprès des banques a été la composante principale des flux de capitaux étrangers, ce qui a fait que l'investissement direct étranger et l'investissement dans le portefeuille soient devenus les deux modes dominants dans la formation des flux de capitaux. Les pays en développement et émergents ont réussi à soutenir leur développement économique, notamment par l'accroissement de l'efficacité, la réallocation du capital, le transfert de technologie. Cependant, ces politiques par leurs multiples inconvénients ont conduit à l'apparition de nombreuses crises financières ravageuses au travers des flux inverses et inattendus de l'argent, en particulier l'argent chaud, qui affectent les marchés boursiers et également les marchés de change. Le meilleur exemple en est la crise financière qu'a connue la zone de l'Asie du Sud-Est en 1997.

La présente étude a tenté d'aborder la problématique de l'influence de l'activité des marchés de capitaux (les IE dans les portefeuilles) sur la stabilité des prix de change dans les pays arabes en prenant le cas de l'Egypte comme exemple.

L'analyse a révélé l'existence d'une influence réciproque entre le marché des titres financiers et le marché de change (taux de change) par le biais de l'activité ou du comportement de l'IE dans le portefeuille, ce qui est apparu de l'analyse de la crise financière de l'Asie du sud est en 1997.

Quant à la réalité de cet investissement dans les bourses arabes, les flux restent faibles comparés aux autres marchés boursiers émergents et développés, et ce malgré les réformes entreprises par la plupart des pays arabes, en particulier en ce qui concerne le contrôle et la réglementation des marchés financiers tout comme le reste des autres réformes économiques.

Pour approfondir d'avantage cette étude, nous avons étudié la Bourse égyptienne considérée comme l'un des plus anciens marchés financiers émergents arabes et le plus actif aussi. Cette analyse du cas égyptien nous renseigne qu'il y a une influence des échanges et flux de l'IE dans le portefeuille sur le taux de change de la Livre égyptienne. Ce résultat est renforcé par la mesure de cet effet grâce à l'analyse de régression multiple intégrant les variables taux de change de la Livre par rapport au Dollar durant la période (1997-2011) et de ses plus importants déterminants convenus comme le taux d'inflation, le degré d'ouverture sur le monde extérieur, les conditions de l'échange commercial, les flux nets des IE dans le portefeuille, la croissance économique, les réserves étrangères.

L'étude conclut que les deux variables : conditions de l'échange commercial et les flux nets de l'IE ont joué un rôle important dans l'interprétation des fluctuations des taux de change de La livre égyptienne pendant la période étudiée alors que les autres variables restent sans impact significatif.

Mots clés: crise financière, marchés financiers émergents, mondialisation financière, investissements étrangers, taux de change.

فهرس المحتويات

I	الاهداء
II	كلمة شكر وتقدير
III	ملخص باللغة العربية
V	ملخص باللغة الانجليزية
VII	ملخص باللغة الفرنسية
IX	فهرس المحتويات
XX	قائمة الجداول
XXIII	قائمة الاشكال
XXIV	قائمة الملاحق
	المقدمة العامة [أ-ح]
ج	تحديد الاشكالية
ج	فرضيات البحث
د	اهداف البحث
د	اهمية البحث
د	موقع البحث من الدراسات السابقة
و	المنهج والادوات المستخدمة في البحث
ز	تحديد اطار البحث
ح	خطة وهيكل البحث
	الفصل الاول: مدخل إلى اقتصاديات الأسواق المالية المعاصرة [1-54]
02	تمهيد
03	المبحث الاول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
03	الفرع الاول: هيكل الأسواق المالية
04	الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية وأقسامها
07	المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
07	الفرع الاول: خصائص سوق الأوراق المالية
08	الفرع الثاني: وظائف البورصة
09	المطلب الثالث: آلية عمل سوق الأوراق المالية

09	الفرع الاول: الأطراف المتدخلة في البورصة
11	الفرع الثاني: أوامر البورصة
13	الفرع الثالث: نظام التسعير في البورصة
14	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية
14	المطلب الأول: الأسهم والسندات
14	الفرع الاول: الأسهم
18	الفرع الثاني: السندات
21	المطلب الثاني: المشتقات المالية والأوراق الهجينة
21	الفرع الاول: المشتقات
27	الفرع الثاني-الأوراق الهجينة
28	المطلب الثالث: المحافظ المالية وصناديق الاستثمار
28	الفرع الاول: المحافظ الاستثمارية
32	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار:
34	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
34	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
34	الفرع الاول: مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
37	الفرع الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:
37	الفرع الثالث: المعلومات وأسواق الأوراق المالية
38	المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية
38	الفرع الاول-تعريفها واهم استخداماتها.
40	الفرع الثاني-مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية:
41	الفرع الثالث-المتغيرات الأساسية لبناء المؤشرات في سوق الأوراق المالية:
43	المطلب الثالث: أهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية
43	الفرع الاول: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الوم.أ
44	الفرع الثاني: مؤشرات في بريطانيا
45	الفرع الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان وفرنسا:
46	المبحث الرابع: المراكز المالية الدولية
46	المطلب الاول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
47	الفرع الأول: بورصة نيويورك للأسهم
48	الفرع الثاني: البورصة الأمريكية AMAX

48	المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية
49	الفرع الأول: البورصات الفرنسية
50	الفرع الثاني: البورصات الألمانية
51	الفرع الثالث: أسواق الأوراق المالية في بريطانيا
52	المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في اليابان
52	الفرع الأول: التعريف بسوق الأوراق المالية باليابان
53	الفرع الثاني: تدويل سوق الأوراق المالية في اليابان
54	ملخص الفصل الأول
الفصل الثاني: سوق الصرف الأجنبي وسياساته [55-113]	
56	تمهيد
57	المبحث الأول: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها
57	المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف وخصائصه
57	الفرع الأول-تعريف سوق الصرف الأجنبي
58	الفرع الثاني: خصائص سوق الصرف الأجنبي
60	المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي
60	الفرع الأول : البنوك المركزية
60	الفرع الثاني: البنوك والمؤسسات المالية
61	الفرع الثالث: سماسرة الصرف
61	الفرع الرابع: العملاء الخواص
61	الفرع الخامس: صناديق التحوط
62	المطلب الثالث: أنواع سوق الصرف ووظائفه
62	الفرع الأول: أنواع سوق الصرف الأجنبي
64	الفرع الثاني: وظائف سوق الصرف:
64	المطلب الرابع: معاملات سوق الصرف
64	الفرع الأول: عمليات الصرف الفورية
64	الفرع الثاني: عمليات الصرف الآجلة
65	الفرع الثالث: عمليات المبادلة
65	المبحث الثاني : اسعار الصرف وانظمتها ونظرياتها
65	المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف
65	الفرع الأول: تعريف سعر الصرف واهم صيغته

67	الفرع الثاني: الأهمية المتزايدة لأسعار الصرف
68	المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه
68	الفرع الأول: وظائف سعر الصرف
69	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الصرف
70	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف
71	الفرع الأول: نظرية تعادل القدرة الشرائية
72	الفرع الثاني- نظرية تعادل أسعار الفائدة
73	الفرع الثالث- نظرية الأرصدة
73	الفرع الرابع- النظرية مستوى الإنتاجية
74	المطلب الرابع: أنظمة أسعار الصرف
74	الفرع الأول: أنواع أنظمة سعر الصرف
78	الفرع الثاني: نظم سعر الصرف الرسمية والفعلية
83	الفرع الثالث: مميزات وعيوب أنظمة سعر الصرف الثابتة والمعمومة
90	الفرع الرابع: ظروف الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن
96	الفرع الخامس: نظم وسياسات أسعار الصرف في الدول العربية
101	المبحث الثالث: سياسات سعر الصرف
101	المطلب الأول: أهداف وأدوات سياسة سعر الصرف
101	الفرع الأول: مفهومها
101	الفرع الثاني: أهداف سياسة سعر الصرف
103	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار سياسة سعر الصرف
103	الفرع الأول: الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة
103	الفرع الثاني: السياسة العالمية والحروب والكوارث
103	الفرع الثالث: القدرة النسبية للدولة للتدخل في أسواق الصرف
104	الفرع الرابع: كون العملة صعبة أو سهلة
104	الفرع الخامس: حرية الدولة
104	الفرع السادس: الشركاء التجاريين للدولة
104	الفرع السابع: نظام النقد العالمي
105	المطلب الثالث: أدوات سياسات أسعار الصرف
105	الفرع الأول: سياسة تعديل سعر الصرف
108	الفرع الثاني: سياسة الرقابة على الصرف

112	ملخص الفصل الثاني
الفصل الثالث: العولمة المالية والاستثمار المحفظي [114-176]	
115	تمهيد
116	المبحث الأول: حركة رؤوس الأموال الدولية (رأس المال الأجنبي)
116	المطلب الأول : مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية
116	المطلب الثاني: أشكال رأس المال الأجنبي (حركة رؤوس الأموال الأجنبية)
116	الفرع الأول: القروض الأجنبية
118	الفرع الثاني: المعونات الأجنبية
120	المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي
122	الفرع الأول: التفرقة بين الاستثمار المحلي والأجنبي
122	الفرع الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي
126	الفرع الثالث: النظريات المحددة للاستثمار الأجنبي والمناخ الاستثماري
131	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المحفظي
131	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المحفظي وعلاقته بالاستثمار الأجنبي المباشر
131	الفرع الأول : مفهوم الاستثمار المحفظي وخصائصه
133	الفرع الثاني: تصنيفات الاستثمار المحفظي الأجنبي
134	الفرع الثالث: علاقة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بالاستثمار الأجنبي المباشر
136	المطلب الثاني: قنوات الاستثمار المحفظي
136	الفرع الأول: صناديق الاستثمار
136	الفرع الثاني: المحافظ المشتركة
137	الفرع الثالث- الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية
137	الفرع الرابع- الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية
138	المطلب الثالث: محددات الاستثمار المحفظي والمشاكل المرتبطة به
138	الفرع الأول: العوامل الداخلية
141	الفرع الثاني: العوامل الخارجية
142	الفرع الثالث: المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية
144	المبحث الثالث: العولمة المالية وأثارها على الدول النامية
144	المطلب الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية
144	الفرع الأول: تعريف العولمة الاقتصادية
146	الفرع الثاني: عوامل بروز وانتشار العولمة الاقتصادية

152	الفرع الثالث: أدوات العولمة الاقتصادية
155	المطلب الثاني: العولمة المالية
155	الفرع الاول: المقصود بالعولمة المالية المعاصرة
160	الفرع الثاني: أسباب العولمة المالية
164	الفرع الثالث: التحرر المالي وعلاقته بالعولمة المالية
170	المطلب الثالث: المشاكل والتحديات نتيجة العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال
171	الفرع الاول: المشاكل الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال
172	الفرع الثاني: مشاكل تعرض المصارف للأزمات
172	الفرع الثالث: مشاكل التعرض لموجات المضاربة
173	الفرع الرابع: مشاكل هروب الأموال الوطنية للخارج
173	الفرع الخامس: مشاكل ظاهرة غسيل الأموال
174	الفرع السادس: مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية
175	ملخص الفصل الثالث
الفصل الرابع: أسواق الأوراق المالية الناشئة والأزمات المالية المرتبطة بها [177-242]	
178	تمهيد
179	المبحث الأول: أسواق الأوراق الناشئة وأهمية الاستثمارات الأجنبية
179	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة
179	الفرع الاول: المقصود بالأسواق المالية الناشئة
181	الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة
190	المطلب الثاني: العوامل المساعدة على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال الناشئة
190	الفرع الاول: العوامل الخارجية (عوامل الدفع)
192	الفرع الثاني: العوامل الداخلية (عوامل الجذب)
195	المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي على الأسواق الناشئة
195	الفرع الاول - انخفاض قيمة العملة
195	الفرع الثاني- ارتفاع أسعار الفائدة العالمية
196	الفرع الثالث : عدوى انتقال أزمة من دولة إلى الدولة المستثمر فيها الأموال
197	المبحث الثاني: ماهية الأزمات المالية
197	المطلب الأول: مفهوم الازمة المالية
198	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية

198	الفرع الأول: عدم استقرار الاقتصاد الكلي
198	الفرع الثاني: اضطرابات القطاع المالي
199	الفرع الثالث: تشوه نظام الحوافز
200	الفرع الرابع: سياسات سعر الصرف
200	المطلب الثالث- أنواع الأزمات المالية
200	الفرع الاول-أزمة بنوك (أزمة مصرفية)
201	الفرع الثاني-أزمة العملة (أسعار الصرف)
201	الفرع الثالث- أزمات أسواق المال " حالة الفقاعات
202	الفرع الرابع- أزمة الدين الخارجي
204	المبحث الثالث: الأزمات المالية في دول جنوب شرق آسيا
204	المطلب الأول: دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة
204	الفرع الاول: عوامل نجاح دول جنوب شرق آسيا
212	الفرع الثاني: مؤشرات نمو اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا
216	المطلب الثاني: طبيعة الازمة الاسيوية سنة 1997
217	الفرع الاول: انفجار الأزمة وأثر العدوى
221	الفرع الثاني: أسباب حدوث الأزمة والإجراءات التي اتخذت لمواجهة تلك الأزمة وعلاجها
233	المطلب الثالث: دور تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا
234	الفرع الاول: اثر الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية على استقرار أسعار الصرف في بعض دول الأزمة
236	الفرع الثاني: أثر الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية على استقرار أسواق رأس المال في دول الأزمة
241	ملخص الفصل الرابع
الفصل الخامس: واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها [243-320]	
244	تمهيد
245	المبحث الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وتطورها
245	المطلب الأول: نشأة البورصات الخليجية
245	الفرع الاول: سوق الأسهم السعودية

247	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الكويتي
249	الفرع الثالث: سوق البحرين للأوراق المالية
250	الفرع الرابع: سوق الإمارات العربية المتحدة
252	الفرع الخامس: سوق مسقط للأوراق المالية
252	الفرع السادس: سوق الدوحة للأوراق المالية
253	المطلب الثاني: نشأة وتنظيم أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي
253	الفرع الأول: سوق الأوراق المالية بتونس
254	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية بالجزائر
255	الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية بالمغرب
256	المطلب الثالث: نشأة سوق الأوراق المالية في دول الشام
256	الفرع الأول: سوق الأوراق المالية بالأردن
258	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية ببيروت
259	الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية بفلسطين
259	المبحث الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة: 2000-2010
259	المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة: 2000-2003
259	الفرع الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000
261	الفرع الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001
263	الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2002
265	المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2003-2005)
265	الفرع الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2003
266	الفرع الثاني: تطورات الأسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2004.
267	الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2005
268	المطلب الثالث: تطورات الأسواق الأوراق المالية للفترة (2006-2010)
268	الفرع الأول: تطورات الأسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2006
270	الفرع الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2007
272	الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2008
274	الفرع الرابع: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2009
276	الفرع الخامس: تطوير أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2010
279	المبحث الثالث: الأزمة المالية 2008 وانعكاساتها على أسواق رأس المال العربية
279	المطلب الأول: الأزمة المالية مفهوم ومظاهر وانعكاسات

279	الفرع الاول: حقيقة الأزمة المالية 2008
283	الفرع الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية
284	الفرع الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية
286	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية
286	الفرع الاول: أسواق الأوراق المالية العربية قبل أزمة المالية العالمية
289	الفرع الثاني: تأثير الأزمة على أداء أسواق الأوراق المالية العربية
291	الفرع الثالث: أداء أسواق رأس المال العربية بعد أزمة المالية العالمية 2008
293	المطلب الثالث: دروس وعبر لأسواق الأوراق المالية العربية من الأزمة المالية
295	المبحث الرابع: الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية
295	المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية
297	الفرع الاول: استثمارات الأجانب في محفظة الأوراق المالية في الداخل
298	الفرع الثاني: استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل
298	الفرع الثالث: استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل
298	المطلب الثاني : محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية
299	الفرع الاول: تنظيم السوق، الإفصاح وتوافر المعلومات
300	الفرع الثاني: الأوراق المالية المتداولة و الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصات العربية
302	الفرع الثالث: الحوافز الضريبية ومساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية
302	الفرع الرابع: بعض المعايير المستخدمة لقياس درجة نمو سوق الأوراق المالية العربية ونضجها ومعوقات الاستثمار فيها:
306	المطلب الثالث: واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية
306	الفرع الاول: اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والدول العربية
308	الفرع الثاني: تعاملات الأجانب في البورصات العربية
318	خلاصة الفصل الخامس
الفصل السادس: اثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على استقرار اسعار الصرف في مصر	
[371-320]	
321	تمهيد
322	المبحث الأول: تطور اداء الاقتصاد المصري في الفترة 1990 الى 2010
322	المطلب الاول: لمحة عن اداء الاقتصاد المصري في فترة التسعينات
322	الفرع الاول: الإصلاح النقدي

322	الفرع الثاني: الإصلاح المالي
323	الفرع الثالث: التوجه نحو الخصوصية
323	الفرع الرابع: تحرير سعر الصرف
324	الفرع الخامس: تحرير التجارة الخارجية
325	المطلب الثاني: ملامح أداء الاقتصاد المصري وتهيئة مناخ الاستثمار بعد الإصلاحات [2010-2001]
325	الفرع الاول: عجز الموازنة العامة للدولة:
326	الفرع الثاني: تطور حجم الدين الخارجي
327	الفرع الثالث: تطور الاحتياطات بالعملة الصعبة
327	الفرع الرابع: تطور إجمالي الادخار المحلي
328	الفرع الخامس: تطور معدلات التضخم
329	الفرع السادس: تطور الاستثمار المحلي
329	الفرع السابع: تطور النمو الاقتصادي
330	المبحث الثاني: واقع الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية
330	المطلب الاول: نشأة وتطور أداء البورصة المصرية في الفترة [2011-2000]
330	الفرع الاول: نشأة البورصة المصرية وتطورها
332	الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في مصر
335	المطلب الثاني: تحليل أداء سوق الأوراق المالية المصرية في الفترة (2011-2000)
336	الفرع الاول: حجم وقيمة التداول بالبورصة المصرية
336	الفرع الثاني: معدل الدوران
336	الفرع الثالث: عدد الشركات المقيدة والمتداولة أوقاها
337	الفرع الرابع: رأس المال السوقي
337	الفرع الخامس: تطور مؤشر EGx30 الرئيسي للبورصة المصرية
338	المطلب الثالث : الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية
339	الفرع الاول: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر
340	الفرع الثاني: قيمة الاستثمارات الأجنبية بالنسبة لرأس المال السوقي
340	الفرع الثالث: تطور عدد المستثمرين الأجانب الجدد في البورصة المصرية
341	الفرع الرابع: ادوات الاستثمار الاجنبي في سوق الاوراق المالية المصرية
346	المبحث الثالث: تطور سياسات سعر الصرف في مصر
347	المطلب الاول: مرحلة تثبيت سعر الصرف

347	الفرع الاول:تطور سعر الصرف خلال الفترة 1973-1986(مرحلة تعدد اسعار الصرف)
349	الفرع الثاني : مرحلة تثبيت سعر الصرف
352	المطلب الثاني: مرحلة سعر الصرف المدار
356	المطلب الثالث : مرحلة تحرير سعر الصرف
357	الفرع الاول: إيجابيات تحرير سعر الصرف
357	الفرع الثاني :سلبيات تحرير سعر الصرف
359	الفرع الثالث : إدارة سوق الصرف الأجنبي بعد صدور القرار
363	المطلب الرابع: قياس اثر سوق الاوراق المالية المصرية على استقرار سعر صرف الجنه المصري من خلال الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية (1997-2011).
363	الفرع الاول: بناء النموذج
365	الفرع الثاني: طريقة القياس ونتائج التقدير
366	الفرع الثالث: تقييم واختبار النموذج
369	ملخص الفصل السادس
الخاتمة العامة [371-380]	
372	الخلاصة العامة
374	نتائج البحث
376	نتائج اختبار الفرضيات
378	المقترحات والتوصيات
380	افاق البحث
قائمة المراجع [381-397]	
الملاحق [398-405]	

فهرس الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
1	الفرق بين أنواع الأوراق المالية	20
2	مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	23
3	مثال توضيحي	42
4	التصنيفات المختلفة لأنظمة سعر الصرف	74
5	تصنيف بياتي و ستيورزنجر لانظمة سعر الصرف الفعلية	80
6	تدفقات القروض الخارجية لمجموع الدول العربية	118
7	نسبة المساعدات الإنمائية إلى الناتج القومي الإجمالي في المجموعات الدولية المانحة	120
8	التوزيع النوعي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية لسنوات مختارة	121
9	تدفقات الاستثمار الاجنبي الخاص الى الدول الناشئة والنامية	131
10	تحديد عتبة الملكية التي تعطي حق الرقابة الاشراف في دول مختارة	136
11	نمو الصادرات والواردات في الدول المتقدمة والنامية	147
12	الانتشار الجغرافي لأكبر الشركات العالمية	148
13	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بحسب المنطقة 2010-2008	150
14	تطور حجم التجارة الإلكترونية خلال الفترة 2002-1995	151
15	تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات 2002-1970	157
16	متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي للفترة 1995-1986	157
17	تطور معدل الوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 2007-1994.	159
18	بداية التحرر المالي لبعض الدول	162
19	تطور حركة السندات الداخلة لاهم الاسواق العالمية (1990-2006)	164
20	اهم الدول الناشئة حتى 2008	180
21	راس المال السوقي في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة 1998-1989	182
22	عدد الشركات المسجلة بأسواق أوراق المالية خلال الفترة من 1998-1989	183
23	قيمة التداول في أسواق رأس المال الناشئة والمتقدمة	184
24	بيان أعلى عشرة أسواق ناشئة من حيث معدل الدوران لعام 1998	186
25	تطور سعر الخصم في كلا من الولايات المتحدة الامريكية والمملكة المتحدة خلال الفترة 1989 حتى 2011.	191

192	معدلات النمو في الدول المتقدمة والناشئة	26
193	معدلات التضخم في الدول الناشئة	27
206	مقارنة متوسط بين أجر عامل الصناعي في سنغافورة والدول الرأسمالية عام 1985.	28
213	متوسط نمو الناتج المحلي الاجمالي لبعض لدول ازمة 1997	29
213	نسبة الاستثمارات الى الناتج المحلي لبعض لدول ازمة 1997	30
213	الدين الخارجي لبعض لدول ازمة 1997	31
214	نسبة عجز الموازنة العامة /ناتج المحلي الاجمالي لدول ازمة 1997	32
214	معدل التضخم السنوي لدول ازمة 1997	33
214	نسبة متوسط المدخرات الخاصة في بعض دول شرق اسيا والولايات المتحدة الامريكية	34
219	تدهور العملات الآسيوية في السداسي الثاني من 1997	35
220	معدل النمو السنوي للإقراض للقطاع الخاص	36
227	صافي تدفقات رأس المال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس	37
233	تدفقات الاستثمار الاجنبي في الحافظة المالية الى دول الازمة الخمس	38
309	الاستثمار الاجنبي في بورصة مسقط (عمان)	39
310	الاستثمار الاجنبي في سوق الاسهم السعودي	40
311	الاستثمار الاجنبي في بورصة تونس	41
312	الاستثمار الاجنبي في بورصة الكويت	42
313	الاستثمار الاجنبي في بورصة البحرين	43
314	الاستثمار الاجنبي في بورصة الدار البيضاء	44
315	نسب تداولات الأجانب في سوق الاوراق المالية الدوحة	45
316	الاستثمار الاجنبي في سوق الإمارات للأوراق المالية	46
317	مساهمة الاجانب في البورصة الاردنية	47
324	تطور اداء الاقتصاد المصري في الفترة 1993-1999	48
326	تطور عجز الموازنة في مصر في الفترة 2001 الى 2011	49
326	تطور حجم الدين الخارجي من 2000 الى 2011	50
327	الاحتياطيات الاجنبية وسعر الصرف في مصر	51
328	تطور اجمالي الادخار المحلي في مصر	52
328	تطور معدل التضخم السنوي في مصر	53
329	تطور الاستثمار المحلي في مصر	54

329	تطور النمو الاقتصادي في مصر	55
335	أداء السوق المصرية في الفترة 2000-2011	56
337	تطور المؤشر الرئيسي EGx30 لبورصة مصر بالعملة المحلية	57
339	تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي في مصر	58
340	قيمة تدفق الاستثمارات الأجنبية في الأسهم بالنسبة لرأس المال السوقي	59
340	تطور عدد المستثمرين الأجانب الجدد في البورصة المصرية	60
341	تعاملات الأجانب في البورصة المصرية للفترة (1996-2011)	61
343	تطور المؤشر العام ونصيب الأجانب من قيمة الأسهم المتداولة	62
345	صناديق الاستثمار المملوكة لمصر	63
349	تطور سعر الصرف الاسمي في مصر خلال الفترة 1973 الى 1986	64
361	تطور سعر صرف الجنيه امام الدولار في الفترة 2002-2011	65
362	تغيرات اسعار الصرف والاستثمارات الأجنبية في ظل الازمة السياسية في مصر.	66

فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
29	مكونات المحفظة الاستثمارية	1
78	تصنيف بوفينجر وويلمزهورز لانظمة سعر الصرف	2
83	تصنيف انظمة سعر الصرف الفعلية لبوبولا واوتكر	3
102	الحلقة الفاضلة للعملة القوية	4
202	قنوات انتشار الازمات المالية	5
235	تطور سعر صرف الريجنت الماليزي امام الدولار اثناء الازمة	6
236	تطور سعر صرف الوون الكوري امام الدولار اثناء الازمة	7
237	تطور الرقم القياسي لأسعار الاسهم في بورصة ماليزيا اثناء الازمة	8
238	تطور الرقم القياسي لأسعار الاسهم في بورصة كوريا	9
286	تطور حجم أسواق الأوراق المالية العربية	10
287	تطور قيمة الاسهم المتداولة في مجموع البورصات العربية في الفترة 1994-2007	11
288	تطور معدل الدوران في البورصات العربية خلال الفترة 1994-2007	12
289	تطور مؤشر المركب لصندوق النقد العربي الخاص بالبورصات العربية في الفترة 1994-2007	13
290	إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008	14
290	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008	15
291	تهاوي الأسواق المالية جراء أزمة 2008	16
292	تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعامي 2009 و 2010	17
296	الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية	18
334	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية المصرية	19
344	مقارنة بين تغيرات المؤشر العام للبورصة المصرية وتداول المستثمرين الاجانب فيها	20

فهرس الملاحق:

الصفحة	العنوان	الرقم
399	الرسملة السوقية لبعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011	1
400	الشركات المدرجة في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011	2
401	قيمة ومعدل التداول في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011	3
402	معدل الدوران في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011	4
403	البيانات المستخدمة في التحليل القياسي	5
404	نتائج تقدير اثر كل المتغيرات المستقلة على سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (1997-2011)	6
405	نتائج تقدير اثر شروط التبادل التجاري والاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (1997-2011)	7

المقدمة العامة:

تؤدي أسواق رأس المال دوراً بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية في الدول الصناعية المتقدمة، بل وتعتبر أحد أعمدة النظام الرأسمالي، وقد تعاضم هذا الدور في البلدان النامية ودول المنظومة الاشتراكية سابقاً، بعد انهيار نظم التخطيط المركزي، وانخراط الدولة في اقتصاد السوق، حتى شهدنا قيام العديد من البورصات وأسواق الأسهم في الكثير من هذه الدول، وتبدو الأهمية التي توليها دول الرأسمالية الحديثة في هذا المناخ الدولي الجديد، فيما تؤديه هذه الأسواق من وظائف وأهداف تتمثل في تنفيذ برامج الخصخصة، و في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار، وترشيد استخدام الموارد المالية، ولعل الوظيفة الأساسية لسوق رأس المال تتمثل في خلق السيولة للأدوات المالية، وإمكانية توفير وسائل تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة، فهي بهذا تهيئ عنصر الثقة لعمليات الادخار والاستثمار، وتؤدي من خلال هذه الحركة إلى تحديد أفضل مجالات الاستثمار ونوعية المشروعات المستثمرة، وأما في الدول النامية ومن بينها الدول العربية فإن طبيعة أسواقها المالية الناشئة والدور التي تلعبه في الاقتصاد متباين ومختلف، إلا أنه بصفة عامة يمكن القول أنه يتصف بالتخلف النسبي لأسواقها بالمقارنة مع الأسواق العالمية.

ولهذا عانت الدول النامية وخاصة العربية من اختلالات هيكلية أثرت على معدلات نموها الاقتصادي خاصة بعد أزمة المديونية التي عرفتتها هذه الدول، مما دفع الدول النامية للتفكير في تغيير بنية مصادرها التمويلية، خاصة وأن الدول المتطورة أعادت النظر في شروط اقراض هذه الدول نتيجة انخفاض جدارتها الائتمانية، وبهذا أصبحت الدول النامية تفكر في جلب موارد مالية بعيداً عن الديون الخارجية، وبالتالي كان التوجه نحو الاعتماد على الاستثمارات الأجنبية المباشرة وطرح السندات في الأسواق الدولية وفتح أسواقها المالية أمام الاستثمار الأجنبي، وبهذا التحول في طبيعة تدفقات الأموال نحو الدول النامية ظهر بما يسمى بالأسواق الناشئة .

حيث أصبحت الأسواق المالية الناشئة كأحد أهم المصادر التي توفر رؤوس الأموال الموجهة للطلب المحلي إضافة إلى أنها تمثل فرصاً هامة للمستثمرين الأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نمواً، ما جعل هذه الدول تسارع وتتنافس في القيام بالإصلاحات اللازمة لجلب هذه الاستثمارات الأجنبية من خلال أسواقها المالية، وبالتالي حدوث طفرة في التدفقات المالية إلى مجموعة كبيرة منها، هذه التدفقات المالية أصبحت أحد العوامل التي أدت إلى نمو وتطور الأسواق المالية الناشئة .

وساعد في جذب هذه التدفقات من خلال ما شهده الاقتصاد العالمي في الوقت الحاضر في ظل ظاهرة العولمة، ونشأة اقتصاد عالمي جديد يتسم بالتحريك وإزالة القيود والاندماج بين أسواق السلع والخدمات وأسواق رؤوس الأموال، حيث أدى التطور في صناعة تكنولوجيا المعلومات وسهولة الاتصالات إلى جعل العالم بمثابة سوق واحدة، كما أدت إزالة القيود على حركة السلع ورؤوس

الاموال الى زيادة ضخمة في حجم التجارة الدولية، يضاف الى ذلك ان انخفاض تكاليف الاتصال والانتقال والتمويل ادى الى التوسع الهائل في حركة تدفقات رؤوس الاموال بين الدول المختلفة. وأيضاً من خلال مجموعة الاجراءات والتدابير التي اتخذتها الدول الناشئة وخاصة دول جنوب شرق اسيا ودول امريكا اللاتينية، وجعلت منها مناطق جذب للمستثمرين في الخارج، متمثلة في برامج الاصلاح الاقتصادي للعديد من هذه الدول، وإتباع نظم صرف اكثر استقراراً، وخفض معدلات التضخم وتقديم امتيازات جبائية وإزالة الكثير من العقبات امام دخول المستثمرين للأسواق المحلية، هذا بالإضافة الى توافر مجموعة من العوامل الخارجية الدافعة للتدفقات الرأسمالية الى هذه الدول، منها انخفاض اسعار الفائدة العالمية، تباطؤ النمو في الدول الصناعية، مع تواجد الرغبة لدى المستثمرين لتنويع استثماراتهم وتقليل المخاطرة فأصبحت تلقب هذه الدول النامية بالدول الناشئة وارتباطها بالتدفقات الهائلة من رؤوس الاموال الاجنبية خاصة الاستثمارات المباشرة وفي المحفظة.

واختلف تكوين وأهداف تدفقات رؤوس الاموال عبر العقود الماضية، حيث في السبعينات كان اقراض البنوك هو المكون الاكبر لتدفقات رؤوس الاموال، وعلى العكس من ذلك في التسعينات والى عقدنا هذا، اصبح العنصر السائد هو الاستثمار الاجنبي المباشر والاستثمار في محفظة الاوراق المالية وهذه الاخيرة ارتبطت بظهور الاسواق المالية الناشئة، وأشارت دراسات التنمية الاقتصادية الى اهمية هذه التدفقات الى الدول النامية والناشئة، وهو ما تحقق بالفعل وخاصة في دول جنوب شرق اسيا، من تمويل التنمية الاقتصادية، تزايد الكفاءة، تخصيص راس المال بصورة افضل وأيضاً نقل التكنولوجيا، ولكنها في المقابل قد تؤدي هذه التدفقات الى ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية وبالتالي انخفاض تنافسية صادرات هذه الدول، ومن جانب اخر قد تؤدي التدفقات العكسية لرؤوس الاموال الاجنبية خاصة الاموال الساخنة في ظل تحرير حساب راس المال الى نشوب ازمات مالية كبيرة تصيب اسواق الاوراق المالية وأيضاً اسعار الصرف كما حدث في ازمة جنوب شرق اسيا 1997.

اما الدول العربية فاهم التحولات العالمية التي تفرض عليها اعباء كبيرة هي عولمة الاسواق المالية وزيادة درجة انفتاحها على بعضها البعض في اطار اتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية علاوة على ان العديد من الدول العربية قامت بتحرير قطاعاتها المالية والحسابين الجاري والرأسمالي في موازين مدفوعاتها مثل مصر والمغرب والأردن ودول الخليج.

فندفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة الاوراق المالية في الدول العربية والتي تتمثل في تعاملات الاجانب في البورصات العربية واحدى مكونات الحساب الرأسمالي، حيث اختلفت كميات وقيم هذه التدفقات بسبب ارتباطها بنسب تحرير البورصات العربية، فمنها من قام بالتحرير الكلي لهذه الاسواق مثل مصر والمغرب، اما باقي الدول العربية فاختلقت في نسب تحريرها لأسواقها وأيضاً شروط هذا التحرير، وذلك خوفاً من احتمال حدوث ازمات مالية في هذه البورصات، ذلك ان اخطر ما

تواجهه البورصات المنفتحة على الاستثمار الاجنبي هو ان تصبح مسرحا لحركة رؤوس الاموال الساخنة والمضاربين كما حدث في العديد من الأزمات في الدول الناشئة.

1- اشكالية البحث:

امام خطورة الازمات المالية المتعاقبة خاصة في الدول الناشئة ،والتي لعبت فيها الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية دورا سلبيًا خاصة في ازمة جنوب شرق اسيا ومن قبلها ازمات في دول امريكا اللاتينية خاصة في التأثير على استقرار اسعار الصرف والبورصات المحلية. وفي هذا المجال تتبلور اشكالية هذا البحث ولكن بإسقاطها على الدول العربية والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما هو اثر نشاط الاسواق المالية الناشئة (تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية) على استقرار اسعار الصرف في الدول العربية؟
ويتفرع عن هذه الاشكالية التساؤلات الجزئية التالية:

- ما المقصود بالأسواق المالية الناشئة وما هي اهم خصائصها؟
- ما هو واقع أنظمة اسعار الصرف في الدول العربية؟
- ما هو واقع البورصات العربية والاستثمار الاجنبي فيها ؟
- ما هي دور الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الازمات المالية؟
- ما هو اثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على استقرار البورصة وسعر الصرف في مصر؟
- ما هي الآليات التي تحد من مخاطر استثمارات الاجنبية في المحفظة في الدول الناشئة في ظل تحرير حساب راس المال؟

2- فرضيات الدراسة:

قصد الاجابة على هذه الاسئلة نقدم في هذا الاطار الفرضيات الاتية:

- تؤثر تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية على استقرار اسواق الاوراق المالية وأسعار الصرف في ان واحد؟
- يمكن الحد من مخاطر تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الأوراق المالية؟
- تعتبر تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل هي السبب الرئيسي في وقوع الأزمات المالية بالدول الناشئة
- نظام سعر الصرف المرن يحمي الدولة من ازمات العملة على عكس نظام سعر صرف الثابت في ظل تحرير حساب راس المال؟
- تؤثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على استقرار اسعار الصرف في مصر

3- اهداف البحث:

وتتمثل اهداف البحث في النقاط التالية:

- محاولة التعرف على العلاقة بين سوقين مهمين في النظام المالي وهما سوق الاوراق المالية وسوق الصرف
- بيان اثر الاستثمارات الاجنبية في البورصات وأثرها على اسعار الصرف خاصة في الدول العربية.
- محاولة تسليط الضوء على العولمة ودورها في الازمات المالية المعصرة خاصة في الاسواق الناشئة .
- التعريف بأحد اكثر الاستثمارات الاجنبية تقلبا وخطرا على الاسواق المحلية (سوق الأوراق المالية وسوق الصرف) ،ألا وهو الاستثمار الاجنبي غير المباشر.
- محاولة تسليط الضوء على واقع البورصات العربية المختلفة ،والاستثمار الاجنبي فيها واهم محدداته في النقص الشديد في المعلومات عنه.
- محاولة معرفة كيفية الحد من خطورة التدفقات الاجنبية لرؤوس الاموال خاصة القصيرة منها.
- محاولة التعرف على ايجابيات وسلبيات كل من انظمة اسعار الصرف المرنة الثابتة والتعرف على الاصلح للدول العربية.

4- اهمية البحث:

في ظل تزايد اهمية الاسواق المالية الناشئة كأهم مصادر التمويل للدول النامية ،واهم اماكن الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الاجانب ،واستفادة الدولة المتلقية من التمويل الاجنبي لسد الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين ،اما المستثمر الاجنبي فيستفيد من العوائد وأيضا تنوع محفظته المالية دوليا وبالتالي تخفيض مخاطر الاستثمار ،ولكن في ظل العولمة وتحرير حساب راس المال ورغم ايجابيات هذه الاستثمارات إلا انه وقعت العديد من الازمات زادت هذه الاستثمارات من حدتها ،حتى ان تأثيرها تعدى الى الاسواق الاخرى ومن اهمها اسواق الصرف ،وجاءت دراساتنا لتسلط الضوء على اثر هذه الاسواق المالية الناشئة على استقرار اسعار الصرف من خلال الازمة المالية في جنوب شرق اسيا 1997 ،اذن تبرز اهمية بحثنا في محاولة ابراز اهمية هذه الاستثمارات في البورصات العربية وأثرها اسعار الصرف باختلاف انظمة اسعار الصرف لهذه الدول.

5- الدراسات السابقة : فيما يلي اهم الدراسات السابقة في موضوع هذا البحث او القرية منه :

- امانى عبد العزيز فاخر: "اثر تدفقات رؤوس الاموال على معدل سعر الصرف في الدول النامية (دراسة مقارنة) ، اطروحة دكتوراه مقدمة بكلية التجارة وإدارة الاعمال ،جامعة حلوان ،2002

واهتم هذا البحث بدراسة مقارنة بين اثر تدفقات رؤوس الاموال على معدل الصرف في مصر بالمقارنة مع دول اسبوية وأخرى في امريكا اللاتينية خلال الفترة (1980-1998) وجاءت نتائج الدراسة كما يلي:

- تؤثر تدفقات راس المال تأثيرا طرديا ومعنويا احصائيا على معدل الصرف الحقيقي في مصر خلال فترة الدراسة تماما كما في الدراسات التي اجريت على الدول النامية الاخرى.
- يؤثر ارتفاع معدل الصرف الحقيقي على انخفاض معدلات النمو الاقتصادي ،وانخفاض درجة المنافسة الخارجية ،وارتفاع معدل البطالة وانتقال الموارد الانتاجية الى أنشطة اقل كفاءة اقتصادية في الاجل الطويل.
- لا يمكن الجزم بأفضلية نظام للصرف دون الاخر ،فالمسألة ليست التثبيت الدائم او المرونة الكاملة ،لكن درجة المرونة المطلوبة في ظروف معينة تعتمد على تقدير العوامل المساعدة ازيادة التدفقات الرأسمالية للدولة ،وظروف وخصائص كل دولة.
- محمد عبد النبي محمد سلام:"اثر الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة على استقرار اسواق راس المال-دراسة مقارنة لبيان اثار صناديق الاستثمار الاجنبية على استقرار سوق رأس المال المصري-" ،دكتوراه بكلية التجارة بجامعة عين شمس ،2003 ،وركز هذا الباحث على قياس اثر تعاملات الاجانب في البورصة المالية من شركات وأفراد في استقرار البورصة المصرية ،وهذا الاستقرار يقاس بالمؤشر العام للبورصة ،وتوصل في الاخير الى النتائج التالية:
- هناك تأثير لتعاملات الاجانب على اداء البورصة المصرية بعكس المستثمرين المصريين رغم سيطرتهم على اغلبية تعاملات البورصة.
- ان حدوث ازمة عملة يؤدي حتما الى حدوث ازمة مالية وخاصة في الدول التي تستقبل تدفقات رؤوس اموال اجنبية بكميات كبيرة بدرجة تجعلها تؤثر على سعر الصرف للعملة المحلية.
- سامية زيطاري -"دينامكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة :حالة اسواق الاوراق المالية العربية ،اطروحة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،بجامعة الجزائر ،2004 ،وحاولت الباحثة دراسة مقارنة بين الاسواق الاوراق المالية المتطورة والناشئة من جهة وأسواق الاوراق المالية العربية من جهة ثانية ، من خلال مقارنة تطور احجام هذه الاسواق وأيضا خصائص توزيع العائد في مختلف هذه الاسواق ايضا ركزت على مقارنة بين تذبذب الاسعار في السواق العربية والأسعار في الاسواق المتطورة والناشئة الاخرى.وقد توصلت الباحثة الى انه قد تكون الاسواق العربية في بداية مشوارها نحو الاندماج الاقليمي والعالمي ،وطالما ليس هناك اندماج كامل فهي بإمكانها ان توفر فرص استثمارية مغرية للمستثمر الاجنبي والعربي ،لكن هذه الوضعية ليست كافية لجذب المستثمر الاجنبي ما لم يتوفر المحيط المثالي للاستثمار مثل الاستقرار السياسي

والاقتصادي وكذا ما لم تكن سوق الاوراق المالية تتبع المعايير المعمول بها دوليا من محاسبة وتسوية وإفصاح ومراقبة وقوانين لحماية المستثمر وغيرها من الشروط الضرورية للأداء الفعال للسوق.

- محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية الى اسواق راس المال الناشئة وأثارها على المتغيرات الاقتصادية-دراسة مقارنة-رسالة دكتوراه بكلية التجارة جامعة عين شمس، 2003، حاول الباحث ابراز اهم العوامل الجاذبة للاستثمار الاجنبي وتأثير هذه الاخيرة على مختلف المتغيرات الاقتصادية من بينها اسعار الصرف، وكانت المقارنة بين مصر وتركيا.

وتوصل الباحث الى اهم النتائج التالية:

- اوضحت الدراسة ان تطور نمو اسواق راس المال في كثير من الدول النامية التي تبنت برامج للإصلاح الاقتصادي والتحرير المالي والخصخصة، وسعت لاستيعاب المستجندات من الأدوات والمؤسسات المالية، وهو ما ادى الى زيادة جاذبية اسواقها للاستثمارات المحلية والأجنبية الامر الذي ترتب عليه الاهتمام بما لا يسمى بأسواق المال الناشئة.
- اثبتت الدراسة عدم جوهرية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية مثل (سعر الفائدة، معدل التضخم، سعر الصرف، معدل الدوران) والمتغير التابع وهو صافي قيمة تعاملات الاجانب في السوق في مصر وأيضا تركيا وهذا لأسباب كثيرة تختلف باختلاف الظروف المحيطة بالسوق منها ان تعاملات الاجانب كانت لأغراض المضاربة وهو ما ادى الى تقلبات كبيرة في اسعار الاوراق المالية، او الأزمات التي مرت بها بعض الأسواق الناشئة مثل تركيا .
- ونلاحظ ان الدراسات السابقة ركزت على العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية بمختلف أنواعها وسوق الأوراق المالية أو بين هذه الاستثمارات وأسعار الصرف، أما هذه الدراسة فركزت على كلا من سوق الاوراق المالية وسوق الصرف في ان واحد، من خلال محاولة تحديد العلاقة بين هذين السوقين المتناقضين من خلال الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية .

6- منهج البحث والأدوات المستخدمة:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول الى اهداف الدراسة تم استخدام كل من المناهج التالية: الوصفي، التحليلي، قياسي من خلال النموذج القياسي.

فقد تم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الاول والثاني والثالث عندما تم التطرق الى المفاهيم الاساسية لسوقي الاوراق المالية والصرف وأيضا للعولمة المالية وبالتركيز على المفاهيم الاساسية لتدفقات رؤوس الاموال الدولية.

أما في باقي الفصول فقد تم المزج بين الوصفي والتحليلي وأيضا دراسة حالة وفي الأخير تم الاستعانة بالمنهج القياسي، فقد تم اختيار ازمة جنوب شرق اسيا كحالة لتبيان اثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على كل من سوق الصرف وأسواق الاوراق المالية، ايضا اختيار البورصة المصرية كدراسة حالة معبرة عن الدول العربية لقياس اثر الاستثمارات الاجنبية على سعر الصرف وسوق الاوراق المالية، اما المنهج الوصفي التحليلي فاستخدمناه في الفصل الرابع عند دراسة الازمة المالية في جنوب شرق اسيا، ايضا في الفصل الخامس والسادس وهذا عند دراسة واقع البورصات العربية الاستثمار الاجنبي فيها وأيضا نفس الشيء عند دراسة البورصة المصرية وأيضا سياسات اسعار الصرف فيها، اما المنهج القياسي فاستخدمناه لقياس اثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على لسعر صرف الجنيه المصري معتمدين الادوات الاحصائية المتمثلة في تحليل الانحدار المتعدد وكذلك استخدام برنامج الاحصائي Eviews.

7- تحديد اطار البحث:

تركزت هذه الدراسة في الجانب النظري على تقديم اسيا سياسيات حول اسواق الاوراق المالية، اسواق الصرف وأيضا العولمة المالية واهم تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وأسواق الأوراق المالية الناشئة، بينما تمثل الجانب التطبيقي في دراسة حالة ازمة جنوب شرق اسيا وواقع البورصات العربية والاستثمار الاجنبي فيها، وأيضا تم اختيار البورصة المصرية كحالة من بين الدول العربية الاخرى في الفترة (2000-2010) ،وهذا بسبب أنها تعتبر من اقدم البورصات العربية بل العالمية، ايضا تصنيفها من قبل المؤسسة تمويل الدولية بأنها من الأسواق المالية الناشئة، وقيامها بالتحريك المالي الكامل وخاصة تحرير حساب راس المال، وأيضا تحرير اسعار الصرف على عكس اغلب الدول العربية الاخرى التي في معظمها مربوطة بالدولار خاصة مجلس التعاون الخليجي اي ان اسعار الصرف تتأثر بتغيرات الدولار، او بسلة من العملات وخاصة ان الدراسة خاصة بالأثر على سعر الصرف الاسمي وتقييد حساب راس المال فيما يخص الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية تخوفا من حدوث الازمات المالية، وأيضا لنقص المعلومات في اغلب الدول العربية الاخرى خاصة في ما يتعلق تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية الى البورصات، وأيضا لتأثرها بمختلف الازمات المتعاقبة خاصة في سنة 2008 وأيضا الاحداث السياسية الاخيرة التي زادت من اثر التدفقات العكسية للاستثمارات الاجنبية .

وتجدر الإشارة فقط أن الباحث ركز على تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية وأثرها على اسعار الصرف على الرغم من ان العنوان هو اثر الاسواق المالية الناشئة على اسعار الصرف بسبب ان من اهم معايير تصنف الاسواق المالية الناشئة هو تطور التدفقات الاستثمار الاجنبي فيه

، وأيضاً هذا الأخير يعتبر العنصر المشترك والذي لديه تأثير مباشر على السوقين خاصة في ظل تحرير حساب راس المال.

8- خطة وهيكل البحث:

جاءت الدراسة في ستة فصول، في الفصل الأول خصصناه كمدخل للاقتصاديات الأسواق المالية المعاصرة ، وقسمناه الى اربعة مباحث تضمنت اساسيات الاسواق المالية ، ففي المبحث الأول تناول ماهية الاسواق المالية اما المبحث الثاني فركزنا فيه على توضيح ادوات الاستثمار في سوق الاوراق المالية بمختلف انواعها، اما الثالث فتناول كفاءة اسواق الاوراق المالية من متطلبات وأهمية المعلومات فيها وأيضاً سلطنا الضوء على مؤشرات سوق الاوراق المالية بالتركيز على كيفية بناءها واهم المؤشرات المستخدمة عالمياً ، اما في المبحث الرابع فتناول اهم المراكز المالية العالمية باستثناء الاسواق المالية الناشئة والتي سيأتي ذكرها فيما بعد.

وجاء الفصل الثاني ليتناول سوق الصرف واهم سياسته فبدأنا في المبحث الأول لأسواق الصرف الاجنبية وعملياتها ثم تعرضنا في المبحث الثاني بعرض ماهية اسعار الصرف وبيان اهم انظمة اسعار الموجودة حالياً وأيضاً تطورها في الدول العربية ، وفي الأخير اي في المبحث الثالث فتعرضنا لأهم سياسات اسعار الصرف بصفة عامة.

أما في الفصل الثالث وضحنا في المبحث الأول مفاهيم اساسية حول حركة رؤوس الاموال الدولية اما الثاني فركزنا فيه بالتفصيل على عنصر واحد من تدفقات رؤوس الاموال والذي يهمننا في هذا البحث وهو الاستثمار الأجنبي في المحفظة الاوراق المالية ، وفي المبحث الرابع فتناول العولمة المالية وعلاقتها بالتحرير المالي وأيضاً تحرير حساب راس المال .

أما الفصل الرابع بعنوان اسواق الأوراق المالية الناشئة والأزمات المالية المرتبطة بها وقسمناه الى ثلاثة مباحث ففي الأول وضحنا فيه ماهية الأوراق المالية الناشئة وأهمية الاستثمارات الاجنبية فيها ومخاطرها ، اما الثاني فجاء ليوضح ماهية الأزمات المالية بصفة عامة من أسباب وكيفية التحوط منها ، أما المبحث الثالث فخصصناه للآزمة المالية في دول جنوب شرق اسيا ودور الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية فيها .

وجاء الفصل الخامس ليوضح واقع البورصات العربية والاستثمار الاجنبي فيها ، فكان ذلك من خلال اربعة مباحث ، ففي الأول وضحنا فيه نشأة البورصات العربية وتطورها، واهتم المبحث الثاني بالتطورات التنظيمية في البورصات العربية من 2003 الى 2010 ، اما المبحث الثالث فخصصناه للاستثمار الاجنبي في البورصات العربية من ماهية في الدول العربية وأيضاً محدثاته وواقعه في كل بورصة على حدى، اما المبحث الأخير فجاء ليوضح الأزمة المالية 2008 وآثارها على البورصات العربية مجتمعة وفي الأخير توضيح الدروس المستفادة منها.

أما الفصل السادس فخصصناه لدراسة حالة البورصة المصرية واثـر الاستثمار الأجنبي فيها على سعر صرف الجنيه، حيث خصصنا المبحث الأول الى تطور اداء الاقتصاد المصري في الفترة 2000 الى 2010، اما المبحث الثاني فاهتم بواقع هذه البورصة واثـر الاستثمار الأجنبي عليه وعلى سعر الصرف في ل الأزمات المتعاقبة على الاقتصاد المصري، اما المبحث الثالث والأخير فخصصناه لتطور سياسات سعر الصرف في مصر، وتأثر هذه الاخيرة بتدفق استثمارات الاجنبية وفي الاخير قدمنا نموذج يوضح اثر تدفقات الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية على استقرار سعر الصرف في مصر.

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دور بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز.

مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها.

إن سوق رأس المال بتنظيماته وتصنيفاته يمثل ركنا أساسيا من أركان الهيكل التمويلي في الاقتصاديات ذات الحرية الاقتصادية، ولقد برز هذا أكثر في العقد الأخير من القرن العشرين نتيجة لتطور الفن المالي وتكنولوجيا المعلومات، وظهور الأدوات المالية المستحدثة وزيادة التعاملات على المشتقات المالية بكل أنواعها.

وقسمنا هذا الفصل الى اربعة مباحث، حيث في المبحث الأول ستناول فيه ماهية الأسواق المالية من مفهوم لاسواق رأس المال وخصائصه وأيضا لآلية عمل هذه الأسواق، أما المبحث الثاني فيسלט الضوء على أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، من أصول مالية تقليدية ومستحدثة وأيضا المحفظة المالية والاستثمار غير المباشر (صناديق الاستثمار) ،وفي المبحث الثالث خصصناه لكفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية، أما المبحث الأخير وضحنا فيه أهم المراكز المالية والدولية باستثناء الأسواق المالية الناشئة التي سنستعرضها في الفصل الرابع.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

نحاول في هذا المبحث تقديم طبيعة الأسواق المالية من خلال تحديد مفهوم ومكونات هذا السوق وأيضا خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية وأخيرا كيفية سير عملها.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

ويتضمن هذا المطلب هيكل الاسواق المالية ومحاولة اعطاء مفهوم للأوراق المالية واهم اقسامها.

الفرع الاول: هيكل الأسواق المالية

يقصد بالأسواق المالية جميع الأجهزة والمؤسسات التي تعمل على تعبئة المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة استثمارها بشكل مباشر وغير مباشر.

و الأسواق المالية بهذا المفهوم هي عبارة عن قناة بين أولئك الذين يمتلكون فوائض مالية (المدخرون)، وأولئك الذين لديهم عجز مالي (المقترضون)، حيث تعمل السوق المالية على انسياب الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي (أفراد-شركات ... الخ) إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي¹.

وتأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات، وفقا لأجال المعاملات التي تتم فيها أو حسب الوسيلة المستخدمة في التعامل حسب المرحلة التي يتم من خلالها التعامل، كما قد تكون السوق المالية محلية أو إقليمية أو عالمية.

ونقسم السوق المالية بصفة عامة إلى قسمين رئيسيين:

أولاً-سوق النقد: وهي الشق الأول من السوق المالية وهي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، وآلية تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين، وأهم الأوراق المتداولة في هذه السوق هي الأوراق التجارية.

وتتميز هذه السوق بالخصائص التالية:

- تتميز بأنها سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل

- توفير السيولة بقدر كبير ومرونتها العالية

- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الاستثمارات قصيرة الأجل

ثانياً-أسواق رأس المال: وتشتمل أسواق رأس المال على البورصات والبنوك التجارية، والتي تقوم بعمليات الاقتراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل، وهناك عدة تعاريف للأسواق رأس المال وهي كما يلي:

¹ - كمال سرور، أثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية في مصر، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول: الخصخصة والأوراق المالية، كلية التجارية، جامعة عين الشمس، 16، 17 مارس 1996، ص.ص 4، 5.

التعريف الأول: يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كأوراق المالية، القروض بأنواعها ... الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة إلى الأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفوقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين¹.

التعريف الثاني: تعرف على أنها سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال. وبعد التعرف على هيكل السوق المالية الذي يشكل من السوق النقدية وسوق رأس المال، نستنتج أن المدى الزمني للأصول هو الذي يفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال (أسواق الأوراق المالية). وينقسم هذا السوق بدوره إلى قسمين هما:

* **سوق آجلة:** وهي سوق تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات تبرم بين المتعاملين يتم من خلالها تحديد سعر الأوراق المالية محل العقد وتاريخ مستقبلي لتنفيذه، والهدف من هذه الأسواق هو محاولة تجنب أو تخفيض المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية. * **الأسواق الحاضرة:** وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، والتي تم تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة، وحيانا يطلق على الأسواق الحاضرة بأسواق الأوراق المالية².

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية وأقسامها

بعد تطرقنا إلى هيكل الأسواق المالية، سنركز دراستنا على سوق الأوراق المالية (البورصة) والتي تعتبر من أهم أقسامها، من خلال دراسة أهم تعاريفها وأيضاً مكوناتها: أولاً- **تعريف سوق الأوراق المالية:** هناك العديد من التعاريف نذكر أهمها:

التعريف الأول: سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية، وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية، أي أن هذه السوق هي حلقة وصل بين المدخرين والمقترضين³. **التعريف الثاني:** هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، تتكون من السوق الأولية (سوق الاصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول)⁴.

التعريف الثالث: وتعرف على أنها تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز المالي⁵.

¹ -F. Leroux. Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2 ème édition 1995, p 03.

² -حسن بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدواته المشتقة)"، دار الكندي، ط1، 2004، ص 24.

³ -فيصل محمود الشوارة، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص 45.

⁴ -Luc bernet- Rollande- principes de techniques bancaire 21 ème édit dunod, paris 2001, P 320.

⁵ -عاطف وليد اندرواس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 6.

التعريف الرابع: بأنها تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع بوجود المستثمرين الأجانب، وتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية¹.

التعريف الخامس: هي شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما تسمح بتحريك الادخار القومي².

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج تعريف شامل لسوق الأوراق المالية وهو كما يلي:

بأنها سوق تتعامل بالأوراق المالية المختلفة متوسطة وطويلة، أهمها الأسهم السندات، وتتكون من أسواق أولية (إصدار) وثانوية (سوق التداول)، وقد تكون هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة، فالأولى يتم تداول الأوراق المالية في مكان محدد تسمى البورصة، أما الثانية فيتم تداول مختلف الأصول عن طريق السماسرة والتجارة عبر وسائل الاتصال الممكنة.

ثانياً- مكونات سوق الأوراق المالية:

من أجل أن تؤدي سوق الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تتكون عن:

1- الأسواق الأولية: (سوق الإصدار)

ويتم فيه التعامل بالإصدارات الجديدة، حيث يقوم أصحاب الاحتياجات من التمويل، بطرح عدد من الأوراق المالية وعرضها للاكتتاب، وهذا يتيح لذوي القدرات التمويلية فرصة توظيف أموالهم وادخارها لأجل طويل من أجل الحصول على فائدة سنوية ثانية من خلال السندات، أو أرباح من خلال الأسهم³.

إذن سوق الإصدار يهدف إلى السماح للوحدات الاقتصادية (مؤسسات، حكومات) بتغطية حاجاتهم من رؤوس الأموال المتحصل عليها من خلال الإصدار الجديد للأوراق المالية.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب نذكرها فيما يلي:⁴
* - أسلوب البيع المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين في الأسواق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد وعدم الإلزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف مالية وشروط قاسية نظراً لعدم توفر الخبرة.

¹ -ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وادواتها. الأسهم والسندات، منشورات، 1998، ص ص 6، 7.

² -P.conso. Le gestion financier de l'entreprise, edition dunod. Deuxième,edition. 1989, P 387.

³ -B. Jawellot and B. Solnik. Marches financiers; gestion de portefeuille et de risque, (3ème Ed paris dunod 1997), P 08.

⁴ -فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص 55، 65.

*-أسلوب المزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدار.

*-أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلال طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة لعملية الاكتتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، وذلك من أجل تخفيض التكاليف وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، في مقابل ذلك تتحمل الشركة المصدرة التكاليف والعمولات الإضافية المدفوعة للوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا.

2-الأسواق الثانوية: (سوق التداول):

وهي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتوزيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو الاكتتاب فيها من طرف المستثمر في السوق الأولى، وفي هذا السوق يتم بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو من أجل إعادة الاستثمار في أوراق مالية أخرى، كما أن المستثمرون في هذا السوق يحصلون على نفس الحقوق التي كان يتمتع بها بائع الورقة الأصلي¹. وتنقسم الأسواق الثانوية إلى:

أ-السوق المنظمة: "بورصة الأوراق المالية"

وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا من هذا النوع من النشاط، وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو البورصة وفي أوقات محددة، وتحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ،ويقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات .

ب-السوق غير المنظمة (الموازية):

ويطلق هذا السوق على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، التي يتولاها بيوت السمسرة، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية* ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، لكن تتم من خلال شبكة اتصالات تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرون، ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.

ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق هما:

السوق الثالث: وهي جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذي يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز المعاملات في هذا السوق بصغر تكاليفها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

¹ -صلاح الدين السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب القاهرة، ط 2003، ص 16.

² حسين عبد المطلب حسن محمد الاسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مارس 2002، ص 24.

السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة.

ومن خلال دراسة مكونات أسواق الأوراق المالية تبين هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل، والاقتصاد النفقات، وسرعة تحويل الأوراق إلى سيولة، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات، وما يتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية سمات ووظائف غيرها عن الأسواق الأخرى في الاقتصاد وفي هذا المطلب سنبين أهمها:

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص نميزها في الأسواق الأخرى نذكر منها:¹

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيه تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، أعطي للأسواق المالية خاصية، بأنها أسواق واسعة عن غيرها من أسواق السلع تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية وهي:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل تحتمل مخاطر سوقية، سعرية،

¹ - جمال جويدان الحمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56.

وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أنها مخاطرها كبيرة أيضاً.

-الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة.

الفرع الثاني: وظائف البورصة

نشأت الحاجة إلى بورصة الأوراق المالية نتيجة لعدم التوازن بين المدخرات والاستثمارات على مستوى القطاعات النوعية للاقتصاد، سواء على مستوى القطاع العائلي أو القطاع الحكومي أو قطاع الأعمال، حيث يتطلب ذلك تحويل الأموال الفائضة عن بعض القطاعات إلى القطاعات التي تواجه عجز في الأموال اللازمة لتمويل الإنفاق الاستثماري.

و ذلك من خلال تأدية الوظائف التالية:

1- حلقة تمويل الاقتصاد الوطني: وذلك من خلال تحويل جزء من الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، ويتم ذلك عن طريق جمع لرؤوس الأموال من الأعوان الاقتصاديين ذوي الفوائض المالية، وتقديمها في شكل موارد ومالية طويلة الأجل لصالح المؤسسات والإدارات العمومية لسد حاجتهم، وتغطي عجزهم المالي، وإن لم تكن بورصة الأوراق المالية هي المحتكر الوحيد لهذه الوظيفة، إلا أن مساهمتها تتميز في النقاط التالية:

-من خلال رأس مال طويل الأجل الذي تجمعه، والذي يعتبر ذو أهمية بالغة في زيادة التمويل الذاتي. إنشاء حلقة مباشرة بين المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم والمستثمرين الذي هم بحاجة لهذه الأموال.

-الدعم المستمر الذي تقدمه لمحيط الاقتصاد الكلي الذي يتميز بمراحل مضطربة.

2- تنظيم السيولة المدخرة واستثمارها لأجل طويل: وهي وظيفة مكملة للأولى وتكمن في حماية الادخار من خطر التجميد، فالمدخر يخشى من عدم القدرة على تحويل مدخراته بسهولة إلى السيولة، وهو ما توفره سوق الأوراق المالية، حيث أن الحائز على الورقة المالية يستطيع من تلقاء نفسه بيعها إلى مستثمر آخر بدون قيود.

3-البورصة أداة لتقويم الشركات والمشروعات: تساهم البورصة في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم لواقع الشركات والمشروعات، ويتم التحكم فيها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها.

4-تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة: ويتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضات أو المزايمة (المزاد العلني)، والتي تعكس بصورة أقرب إلى رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى

ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية¹.

5- وظيفة تداول الأخطار: إن الابتكار الحاصل في الأسواق المالية، خاصة ما يسمى بالمشتقات المالية جعلت من هذه الأسواق مكان لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين، كذلك التنوع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر (الأخطار المنتظمة)*

6- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

ومما سبق يمكن القول الوظيفتين الرئيسيتين للبورصة هي الوظيفة التمويلية ووظيفة تعبوية أي تعبئة الادخار.

المطلب الثالث: آلية عمل سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم القواعد والإجراءات التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الأطراف المتدخلة في البورصة

ويحتوي على أهم المتدخلون في البورصة من هيئات التنظيم والمتعاملون في السوق وإيضا الوسطاء أولا-هيئات تنظيم ومراقبة البورصة²

تعتبر بورصة القيم المنقولة الوجه الحضاري لأي اقتصاد، وهي تجسيد لمفهوم السوق الحرة التي تحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، وللحفاظ على هذه المكانة المتميزة وجب الحرص على حماية السوق لحماية المتعاملين فيها، وذلك بسن القوانين وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك الإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة في البورصة.

وتختلف هذه الهيئات من بلد لآخر فيما يخص الصلاحيات المخولة لها، كما تتغير هذه الهيئات بتغيير قوانين البلد.

*في بريطانيا تسمى لجنة الأوراق المالية والاستثمارات: فوفقا لقانون (الصادر سنة 1986) أوكلت الحكومة لهذه اللجنة مهمة مراقبة وتنظيم كافة الاستثمارات في البورصات البريطانية، بذلك فإن اية عملية استثمارية يجب أن تمر وترخص من قبل هذه اللجنة، وإذا ما خالف مستثمر هذه القاعدة يمنع من الاستثمار في البورصات البريطانية، وأيضا تساعد في عملية التنظيم والمراقبة ... أخرى وهي السلطة المؤهلة للبورصات ويشمل مهمتها في تنظيم المتعاملين وضمان إتمام الصفقات بكفاءة وانتظام.

¹ -الهندي إبراهيم، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالي، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 59.

* -الأخطار المنتظمة وهي الأخطار المتعلقة بالمؤسسة ذاتها، ويمكن التقليل منها بواسطة التنوع.

² -جبار محفوظ سلسلة التعريف بالبورصة "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء الثالث، مطبعة هومة، الجزائر، 2002، طبعة 1، ص 133 ص

48 بتصرف قليل من الباحث.

* في فرنسا هناك ثلاثة هيئات منظمة للبورصات والأسواق الفرنسية وهي:

- لجنة عمليات البورصة: ولقد أسست بأمر صادر في 28 ديسمبر 1967 وتهتم هذه اللجنة بمراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل (فيما تتعلق بالإصدار أو التداول... الخ).

- مجلس بورصات القيم: يقوم هذا المجلس بوضع قانون التنظيم العام للبورصة الذي يوافق عليه وزير الاقتصاد والمالية ولجنة عمليات البورصة وكذا بنك فرنسا ويتركز نشاطه فيما يلي:

- تسجيل وشطب القيم من القاعة الرسمية ومن السوق الثانية

- تحديد قواعد سير أسواق الأوراق المالية

- مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايته إذا لم يحترموا القواعد العامة للتعامل.

- تحديد شروط انشاء وتسيير صناديق الضمان الخاصة بشركات البورصة.

- شركات البورصات الفرنسية: تم إنشائها في 1988/01/22 وأهم ما يقوم به:

- تحديد الوسائل التقنية لتطبيق القوانين والقواعد المعمول بها في البورصة الفرنسية، الصادر عن مجلس القيم.

- تسهر على تنظيم العمليات المالية والقدرة على الدفع

- لها الحق في طلب معلومات دورية من شركات البورصة لاسيما المعلومات المحاسبية .

ثانيا- المتعاملون في البورصة:

يدور مجمل نشاط سوق الأوراق المالية حول شراء وبيع الأوراق المالية لهذا فإن المتعاملين فيها إما طالبون أو عارضون لتلك الأوراق ومن هؤلاء ما يلي:

1- الأفراد (الجمهور): ويمثلون السواد الأعظم من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فهم المدخرون التقليديون، وبالرغم من أنهم يشكلون نسبة كبيرة إلا أن تشتت مساهماتهم تجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة، ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة بدأت بوضع آليات وإجراءات لحماية الأفراد ويقومون بالاستثمار في البورصة إما بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة أي استعمال صناديق الاستثمار .

2- المستثمرون التأسيسيون: وهم عبارة عن هيئات عمومية أو خاصة تسهر على عملية جمع الإدخارات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل أوراق مالية، فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنويعا واسعا¹.

¹ -حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2000، ص 385.

وتتكون هذه الفئة من:

- البنوك وفرعها- شركات التأمين- صناديق التقاعد- صناديق الإيداع، وشركات الاستثمار - صناديق الضمان الاجتماعي ... إلى غير ذلك.

3- المؤسسات الصناعية والتجارية والدولة: تعتبر هذه المؤسسات أيضا من المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، فهي تلجأ إلى هذه الأسواق للحصول رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها، خاصة بإصدار الأسهم، وتداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وبذلك تحصل المؤسسة على أموال دائمة لتمويل استثماراتها.¹

ومما سبق يمكن القول أن المتعاملين في البورصة تختلفون سواء من حيث الطبيعة أو الإمكانيات، من الفرد المدخر البسيط إلى المستثمرين التأسيسيين وتنتهي بالحكومات فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفرها.

ثالثا-الوسطاء الماليون:

إن أهم وظيفة تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من المدخرين أو المقترضين إلى تدفقات نقدية إلى المستثمرين أو المقترضين من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض أهمها ما يسمى بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية.²

يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه مؤسسة تتوسط بين المقترضين والمقترضين حيث يتولى الوسيط إرشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي تناسب رغباتهم وطموحاتهم، أخذاً بعين الاعتبار إمكانياتهم المالية، كما أن الوسطاء هم أعوان متخصصون ينفردون بتداول الأوراق المالية لحساب الغير، وتخضع مهنتهم إلى تنظيم ومراقبة دقيقة لحماية العملاء وضمان سلامة معاملاتهم، ولا يمكن لأي كان أن يكون وسيطاً إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة المهنية والتأمين ضد المخاطر، ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعاً نجد: -البنوك التجارية-بنوك الادخار-شركات الاستثمار-شركات التأمين-شركات التأجير ... إلى غير ذلك.

وعلى العموم يساعد الوسطاء على تنشيط السوق من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة أخرى.

الفرع الثاني: أوامر البورصة

"نقصد بالأوامر طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلاءهم السماسرة والتي تجري تنفيذها فيما بعد والأوامر يجب أن تتضمن ما يلي:³

¹ -جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص ص 28، 29.

² -عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيش، التقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع -عمان الأردن، ط1، 2004، ص 73.

³ -محمود محمد الداعر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 248.

- حجم الطلب: ويتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع في الأوراق المالية التي يريدها المستثمر.
 - المدى الزمني: والذي يسمح للسماسة بتنفيذ الأمر، و يحدد المستثمرون الزمن المناسب للتنفيذ وبما يتفق على رؤيتهم الاستثمارية.
- وهناك عدة أنواع وتنقسم إلى مجموعتين:
- أولاً-أوامر محددة لسعر التنفيذ:**

ويقصد الأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وهي نوعين من الأوامر في هذا المجال:

1-أمر السوق: ويعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السماسرة تنفيذ العملية على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن أن يجري عليه التعامل، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هو السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم عيوبه أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به.

وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة.

2-الأمر المحدد: في هذا الأمر يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السماسرة إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعاد ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ولا ينتظر السماسرة حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد في الأمر بل يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في السهم محل الصفقة، حيث يتم تنفيذه آلياً عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.¹

ثانياً-الأوامر الخاصة: ومن أبرز هذه الأوامر ما يلي:

1-أمر الإيقاف: ويستعمل هذا الأمر لتفادي الخسارة، وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا انخفض السعر إلى حد معين أو دونه، وهو أمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو فوقه، ويصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمراً قابلاً للتنفيذ بأفضل سعر عند بلوغ السعر المحدد أو أعلى منه، وعادة ما يكون أمر الشراء بالصيغة التالية، "اشترى إذا وصل السعر إلى مستوى كذا وزاد عنه"، ويصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع قابلاً للتنفيذ إذا بلغ السعر المستوى المحدد أو أقل منه ويصاغ بالعبارة التالية "بع إذا وصل السعر إلى مستوى كذا أو انخفض عنه".

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 61.

2- أمر الإيقاف المحدد: وهي أوامر إيقاف تقلل من تأثير ظرف عدم التأكد في سعر التنفيذ عند تجاوز سعر الإيقاف ، إذ أن هذا الأمر يتضمن سعرين في الأمر، سعر إيقاف يجري التنفيذ عند الوصول إليه وسعر محدد لا يجري التنفيذ عند الوصول إليه بعد تجاوز سعر الإيقاف.

الفرع الثالث: نظام التسعير في البورصة

تعتبر آليات التسعير ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلون في البورصة لحسن معرفتها ومتابعتها قصد استخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.

ويعرف سعر البورصة على أنه "القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي سيسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويتحدد سعر الورقة المالية إما دوريا وهي الطريقة التقليدية، وإما بالطريقة الحديثة باستعمال التسعير المستمر.¹

أولا-التسعير الدوري (التقليدي):

وبهذه التقنية يتحدد السعر بعد انتهاء المبادلة حيث يتم مفاوضة الأوراق المالية بإحدى الطرق التالية:

1-التسعير بالناداء: ويتم باجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات حول مقصورة البورصة وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة، ويبدأ الوسطاء الماليون برفع أصواتهم لشراء أو بيع الأوراق التي يرغبون فيها ويصحب ذلك بإشارات متفق عليها نظرا للضجيج الكبير وبعد المزايدات والمناقصات من قبل الوسطاء يتم تحديد سعر التوازن.

2-التسعيرة بالصندوق: وهذه الطريقة تجمع كل الأوامر من العروض والعمليات كتابيا وتوضع في صندوق خاص لكل ورقة مالية، وفي نهاية الجلسة، تقوم لجنة البورصة بمقابلة العروض مع الطلبات ويتجدد بناء على ذلك سعر التوازن.

3-التسعيرة بالمعارضة أو المقابلة: وتتميز هذه الطريقة بكونها تجمع بين الطريقتين السابقتين حيث يتم تسجيل كل الطلبات والعروض في سجل خاص لكل ورقة مالية، إضافة إلى أنه يمكن معارضة التسعيرة الناتجة عن ذلك شفويا إذا كان السعر لا يلبي طلبات الوسطاء الماليين.

ثانيا-التسعير المستمر: وهي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، وأغلب الأسواق المالية الحديثة تستعمل هذه التقنية في تحديد أسعار الأوراق المالية، ومما يلاحظ على هذه الطريقة أنها تستعمل الوسائل الحديثة من تقنيات الاتصال والمعلوماتية، فيمكن لأجهزة الإعلام الآلي المتطورة أن تقوم بتحديد الأسعار إلكترونيا بعد مقابلة كل الأوامر والطلبات بواسطة برامج متخصصة بذلك.

¹ -بن ثابت علا، الأسواق المالية في ظل العولمة، رسالة ماجستير، المديرية العليا للتجارة الجزائر، 2003، ص 18.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

هناك العديد من أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يمكن تقسيمها إلى أصول مالية تقليدية -مشتقات مالية -المحافظ الاستثمار وصناديق الاستثمار

المطلب الأول: الأسهم والسندات

وتتمثل الأوراق التقليدية لسوق الأوراق المالية في الأسهم والسندات، والتي تعتبر هي جوهر هذا السوق وأيضاً المستحدثات المالية التي نخصص لها مطلبين فيما بعد.

الفرع الأول: الأسهم

إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين، حيث هناك العديد من أنواع الأسهم، تختلف حسب خصائص ومزايا كل نوع

أولاً-تعريف الأسهم ومختلف قيمه:

ويعرف السهم على أنه جزء من رأس مال شركة مساهمة تقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً، والأصل أن يطرح على الجمهور للاكتتاب، وتحدد مسؤولية حامله بمقدار ما يملكه أو ما يحوزه من أسهم¹.

ويمكن تعريفه أيضاً: بأنها تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس مال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون². كذلك يعرف على أنه حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري³.

ومما سبق من تعريفات يمكن إعطاء مفهوم شامل للسهم: حيث تعبر الأسهم عن صكوك متساوية القيمة تشكل رأس المال شركات الأموال، تعبر عن حق ملكيته وقابلة المتداول حسب قانون التجاري، بحيث تحدد الحصة التي يملكها المكتتب في الشركة مسؤوليته وحقوقه اتجاهها. وللشهم ثلاثة قيم وهي كما يلي:

القيمة الإسمية: وهي القيمة التي يتم تحديدها عند الإصدار، وتتدخل القوانين والتشريعات غالباً في تحديدها، وهي في مجملها تمثل رأس المال الشركة التي تظهر في الميزانية العامة.
القيمة الدفترية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال القانون التالي⁴.

$$\frac{\text{الرأسمال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الفائض} - \text{الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

¹ -J. stone. Gestion privée des fonds. Traduction michel renerd luice presse. Paris 2001, p 76.

² -هوشيار معرف: الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 92.

³ -شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

⁴ -هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 95.

القيمة السوقية: وهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية .

ثانيا-أنواع الأسهم: ويمكن التفرقة بين الأنواع التالية من الأسهم حسب تصنيفاتها

1- تصنيف الأسهم حسب الشكل التي تظهر به:

أ- أسهم اسمية: يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبت في الشهادة التي يستلمها ويسجل أيضا باسمه في سجل الشركة، كما يتم تدوين معلومات أخرى، في هذا السجل مثل الاسم واللقب، ويتم انتقال ملكية هذا النوع من البائع إلى المشتري عن طريق تنازل الأول للثاني، وإثبات ذلك في دفاتر الشركة، وبذلك يكون مالك السهم اسمه معروف طول الوقت¹.

ب-أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر شهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى يد أخرى ولا تلزم الشركة إلا بمالك واحد فقط للحصول على حقوقه وهو الحائر له.

ج-السهم الاذني (لأمر): يجوز للشركة إصدار هذا النوع من الأسهم مع شرط أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع معرفة المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة غير المدفوعة من قيمة السهم، ويتم انتقال هذا النوع من الأسهم عن طريق عملية التطهير وبدون أخذ موافقة الشركة².

2-تصنيف الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

وتقسم الأسهم حسب هذا التصنيف إلى:

أ-أسهم نقدية: وهي التي تصدر مقابل حصص نقدية يقوم بتقديمها المساهمون، وأجاز القانون الاكتفاء بدفع ربع القيمة الاسمية لهذا النوع من الأسهم عند التأسيس على أن يسدد المتبقي من قيمة الأسهم خلال عشر سنوات من تاريخ صدور قرار تأسيس الشركة³.

ب-أسهم عينية: وتصدر مقابل حصص عينية سواء كانت مادية كالأراضي والمباني أو معنوية كبراءات الاختراع مثلا، هذا وطبقا للقانون يجب الوفاء بكامل قيمة هذه الأسهم عند الاكتتاب فيها، وأن تكون تلك الحصص العينية ثابتة الملكية وغير متنازع عليها ومتنازل عنها بالكامل للشركة.

ج-أسهم مختلطة: وهي الأسهم تجمع بين النوعين الأول والثاني⁴.

¹ -عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين الشمس، القاهرة، سنة 2004، ص 45.

² -عبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2002، ص 24.

³ -عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مرجع سابق، ص 44.

⁴ -حمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، سنة

3- تصنيف الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسّم إلى:

أ- **أسهم عادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية، تتضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغييرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

في **المرحلة الأولى:** يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

أما **المرحلة الثانية:** يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، بأسعار تخضع لقوة العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس المال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر.

وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

- **حق الملكية:** حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وإن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها.

- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

وقد ظهرت مستحدثات في الاسهم العادية نذكر من أهمها:¹

- **أسهم عادية بوفورات ضريبية:** بحيث تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة.

- **الأسهم العادية المضمونة:** ورغبة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية، فقد ظهرت أسهما عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين، وخلال مدة محدودة بعد الإصدار.

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** ورغبة في ترويج نشاط أحد الأقسام الإنتاجية، لمنشأة معينة، فقد ظهرت أسهم عادية لأقسام إنتاجية على خلاف المتعارف عليه في كون الأسهم العادية المصدرة تمثل

¹ -محمود محمد الداعر: الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 100.

المنشأة بأكملها، أما السهم العادي الإنتاجي فيرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم، ومعدلات الأرباح التي يحققها تعد أساساً لتوزيعات هذا السهم.

ب- **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة دفترية وسوقية، وشأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق، في توزيعات سنوية تتحدد نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا تحقق للمؤسسة أرباح من سنة معينة، فإنه لا يحق لها إجراء توزيعات محملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم تحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات الخاصة بهم.

- وتتمتع الأسهم الممتازة عند التمويل بها المزايا التالية:

- المؤسسة ليست ملزمة بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباحاً

- التوزيعات محددة بمقدار معين

- لا يحق محملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة

- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

ولا يخلو التمويل بالأسهم الممتازة من عيوب والمتمثلة في ما يلي:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم تفوق التمويل بالإقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة

(على عكس الفوائد) لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.

- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقترضون .

وايضاً للأسهم الممتازة اتجاهات جديدة إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية (المذكورة سابقاً) وهي كما يلي:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :** الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتحدد

نسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982¹ لأول مرة

نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية

المتمثلة في سندات الخزينة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء

على التغيرات التي تطرأ على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم

عادة ما ينص العقد على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للأسهم.

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** وهو حق يستفيد منه المستثمر، يتيح له المشاركة في اتخاذ

القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته خاصة التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قراقص، أسواق المال، لدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2000، ص 254.

الفرع الثاني: السندات

وسنتناول فيه مفهوم وانواع السندات

أولاً-تعريف السند:

للسند عدة تعاريف من أهمها:

التعريف الأول: السند هو عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومات، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقرض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق ومعدل فائدة محدد¹.

التعريف الثاني: السند هو وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة².

التعريف الثالث: يطلق اسم السند على الأوراق المالية التي تعطي لحاملها صفة الدائن³، حيث يعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، يتم بموجبه إقراض مبلغ معين من الطرف الثاني إلى الطرف الأول، والذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها في تواريخ محددة.

ومن خلال ما سبق يمكن اعتبار السندات أدوات دين أو إقراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة، وتعتبر عن مديونية بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد وتاريخ استحقاق أيضاً محدد . وللسند عدة خصائص وهي كالتالي:

- يمنح السند لحامله الحق في الحصول على فوائد سنوية ثابتة.
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة.
- يكون السند طويل الأجل بخلاف الأوراق التجارية التي تعتبر قصيرة الأجل
- تنتهي علاقة حائز السند بالمقرض حال تسديد قيمتها.
- تحقق للمقرض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.
- للسند قيمة اسمية وقيمة سوقية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق، أما الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في سوق الأوراق المالية.

¹ -عبد النافع عبد الله الزوري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 161.

² -وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997، ص 57.

³-B.Haquellot et B. Solink, Marchés financiers: gestion de portefeuille et de risque, (3^{ème} ed, paris dunod p14.

ثانياً-أنواع السند: توجد عدة أنواع من السندات بحيث يمكن تصنيفها حسب عدة معايير وهي كما يلي:

1-من حيث قيمة الإصدار: يمكن أن نميز نوعان:

أ-سندات خاصة (غير حكومية): تصدر عن الشركات المساهمة كالسندات العادية والعقارية وغيرها لتلبية احتياجاتها التمويلية.

ب-سندات حكومية (عامة): وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، شركات القطاع العام والخاص، وهذا بهدف تمويل العجز في الميزانية العامة¹.

2-بحسب تاريخ الاستحقاق: ويصنف هذا المعيار إلى:²

أ-سندات محددة المدة: في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ واحد.

ب-سندات تسدد على أقساط: وهي تلك السندات التي تم إصدارها في إصدار واحد، وتستحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بان تسدد التزاماتها لحاملي السندات على دفعات.

3-من حيث الضمان: وتقسم إلى:

أ-سندات مضمونة: وهي سندات مضمونة بأصول معينة كالسندات المضمونة بالأسهم أو بالعقارات ... الخ.

ب-سندات غير مضمونة: وتصدر عادة هذه السندات من طرف الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها، والضمان هنا هو المركز المالي للشركات.

4-من حيث تسجيل حامل السند: وتصنف إلى:³

أ-سندات اسمية: وهي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، حيث يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجه السند، ويستلم المالك الفوائد المستحقة في تواريخها تلقائياً.

ب-سندات لحاملها: لا يسجل على هذه السندات اسم المالك عند الإصدار، وبالتالي فكل من يحملها يعتبر مالكةا، وتدفع القيمة الاسمية والفوائد المستحقة للشخص الذي يحمل شهادة السند ويثبت ملكيتها.

5-من حيث العائد:

أ-سندات ذات عائد ثابت: وهي تقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية تاريخ الاستحقاق.

ب-سندات ذات عائد متغير: وهي سندات يتغير معدل فائدتها حسب معدل الفائدة السائد في السوق .

¹ -M.Donis, Valeurs mobilières et gestion du portefeuille québec, SMG, 1993, P 61.

² -ضياء مجيد الموسوي، البورصات وأسواق رأس المال مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 2003، ص 58.

³ -أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998، ص 161.

6-أنواع السندات حسب الامتيازات المقدمة لمالكها:

أ-سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك.

ب-سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها¹.

7-أنواع السندات حسب الجنسية:

أ-محلية: وتصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

ب-أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم تداولها في الداخل.²

8-أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:

أ-سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج نشاطها.

ب-سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج، وبالتالي

فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً³.

ومن خلال دراسة مختلف الأوراق السابقة يمكن التفريق بينها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم "01": الفرق بين أنواع الأوراق المالية

السندات	أسهم ممتازة	أسهم عادية	الورقة المالية عامل المقارنة
الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة متغير وغير محددة	أولاً: الحق في الحصول على دخل: 1- من حيث الأسبقية 2- من حيث مبلغ الدخل والإيراد
المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة غير محدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية: 1- درجة الأسبقية 2- المبلغ
اجباري محدد مسبقاً وله تاريخ استحقاق	غير ملزم له تاريخ استحقاق	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة: 1- استرداد القيمة 2- درجة الاستحقاق

المصدر: محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر القاهرة 2004، ص 42.

¹ -صبح محمود، الابتكارات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 94.

² -فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 78.

³ -محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع مصر، دون سنة طبع، ص 15.

المطلب الثاني: المشتقات المالية والأوراق الهجينة

بعد التطرق إلى الأصول التقليدية (أسهم وسندات)، يوجد بعض الأوراق الأخرى المتداولة في البورصة الأوراق المالية، وهي أدوات جاءت تحمل صفات الأسهم والسندات أيضاً، ... ويتم التعامل بها أيضاً إما عاجلاً أو آجلاً، وهذه الأخيرة أدت إلى ظهور بعض العقود المشتقة يطلق عليها المشتقات المالية، وسنتطرق لها في هذا المطلب.

الفرع الأول: المشتقات

أولاً-تعريف المشتقات:

تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة ، وهذه الأصول قد تكون أسهم، سندات، سلع، العملات الأجنبية ... الخ، بحيث تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماد على أداء الأصول موضوع العقد¹.

أي أن المشتقات هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تتطلب استثمار الأصل المالي في حد ذاته.

ثانياً-أنواع المشتقات:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

1-العقود المستقبلية: ويتم التطرق في هذا العنصر إلى أهم التعاريف وأنواع العقود المستقبلية: أ-تعريفها:

التعريف الأول: يمكن تعريف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر (أو يتسلم منه) بواسطة طرف ثالث الوسيط كمية محددة من الأصول أو سلع معينة في مكان وزمان محدد وبموجب سعر محدد².

التعريف الثاني: وهي عقود آجلة قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق³. ويجب أن تتوفر في العقود المستقبلية العناصر التالية:

فبالإضافة إلى طرفي العقد (المشتري والبائع) يجب أن تحدد في العقد خمسة عناصر أهمها:

- تاريخ العقد ،نوع الأصل محل التعاقد ،الكمية ،سعر التنفيذ أو سعر التسوية ،تاريخ التسليم ،مكان ،وطريقة التسليم

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:⁴

- وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 05.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 270.

³ عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 23.

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، سنة 1999، ص 684

- شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد والفترة الزمنية موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.
- حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث يفرض حداً أدنى وحداً أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعين، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام محدود وهي العقود على مؤشرات السوق.
- نظام الهوامش: نظراً لما يترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذين يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة اذن الخزينة أو سندات حكومية... الخ.
- التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية الذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة. وتستخدم العقود المستقبلية عادة فيما يلي:
- تستخدم العقود المستقبلية للتجارة وذلك بالمضاربة على تغيرات الأسعار في المستقبل، وتستخدم أيضاً من أجل التغطية، وذلك كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطرة الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المعاكسة في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد في سوق العقود المستقبلية ومساو تماماً للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.
- ب- أنواع العقود المستقبلية: وأهم أنواع العقود المستقبلية ما يلي:
- عقود مستقبلية مؤشرات السوق: وهي عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقاً.
- عقود مستقبلية السلع والعملات: يمكن تعريف عقد مستقبلية العملات بأنه إلزام بتسليم مقدار معين من عملة معينة في تاريخ لاحق (تحده إدارة البورصة) وذلك طبقاً لسعر صرف يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد.¹
- عقود المستقبلية على أسعار الفائدة: هذه العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عليها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول محل العقد.²

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 99.

² - عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، سنة 1996، ص 40.

2- العقود الآجلة:

أ-تعريفها: العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، وبهذا التعريف لا تختلف عن العقود المستقبلية في جوهرها باستثناء الفروقات التالية¹.

الجدول رقم "02": مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

البيان	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
أسلوب التعامل	جلسة مفتوحة بالمزاد العلني	الهاتف والفاكس بين العميل والبنك
مكان التعامل	في سوق مركزي منظم، ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسة.	عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين العميل والبنك الذي يتعامل معه.
طبيعة العقود	هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية والشهور محددة، العملة محددة، لها سوق ثانوية، وهناك مجال للمضاربة.	عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد، والعمولة تكون محلاً للتفاوض بين العميل والبنك، ولا يتم إعلانها، ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة.
الطرف المتعاقد	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إخلال أحدهما بالتزاماته.	العلاقة بين البنك وعميله علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمانية يتحملها أطراف التعاقد.
الضمان	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.
السيولة	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع .	تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله.
السنوية	تتم من خلال غرفة المقاصة ويجرى دفع الأرباح للعميل يومياً وتحصيل الخسائر منه يومياً	تتوقف السنوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعميله، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام السنوية النهائية للعقد
تسليم الأصل محل التعاقد	لا تتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاءها بالتسليم.	يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.

¹ -عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 24.

3- عقود الخيارات:

أ- مفهوم عقود الخيار:

- عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل¹، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.

- ويعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري، تخول لحامله شراء، وبيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد².

ب- أنواع عقود الاختيار: وقبل التطرق إلى أنواع الاختيار يجب أولا توضيح المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار:

- **سعر الممارسة (سعر التنفيذ):** وهو السعر المحدد مسبقا في عقد خيار الشراء أو البيع والذي يسمح لمشتري هذا العقد بشراء أو بيع أصل معين³.
- **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل.
- **المكافأة أو العلاوة:** وهو السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وسمي أيضا سعر الخيار.
- **سعر السوق:** وهو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

ب-1- الأنواع الرئيسية: حيث تنقسم إلى خيارات الشراء وخيارات البيع:

- **خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطي فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.
- **خيار البيع:** هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وبتاريخ مستقبلي مقابل علاوة تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ب-2- حسب تاريخ التنفيذ: وينقسم إلى:

- **خيارات أمريكية:** وهي عقود يسمح فيها لصاحب العقد فإنه يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شراء العقد وبتاريخ انتهاء صلاحية.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 53.

² موسى مطر شقيري -خوري موسى- ياسر الموحيني، المالية الدولية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ص 111.

³ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 50.

- خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي يوم واحد).

4-التوريق المصرفي:

أ- مفهوم التوريق:

يعد التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي تستطيع من خلالها إحدى المؤسسات المالية أو غير المالية من تحويل حقوقها غير قابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى مؤسسة متخصصة تسمى بشركة التوريق، هذه الشركة تقوم بإصدار أوراق مالية جديدة بقيمة هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية¹.

لذا فإن فكرة نشاط التوريق تعتمد على خلق أداة من أدوات سوق الأوراق المالية في صورة ورقة مالية يسهل تسويقها، وتعتبر الأوراق المالية المضمونة بأصول، أداة اقتراض ونوع من المشتقات في آن واحد، فهي أداة اقتراض لأنها توزع عائد بصفة دورية وتعتبر أيضا نوع من المشتقات لأنها مشتقة من أداة مالية مباشرة ألا وهي مجموعة الأصول التي تضمن الإصدار.

ب- المشاركون في عمليات التوريق:

يشارك في عملية التوريق عدة أطراف يتم استعراضها فيما يلي:

*-**الممول-المنشئ:** يتم إقراض العملاء من طرف المؤسسات المالية ، مما ينتج عنه حقوق مالية تظهر ضمن أصولها في الميزانية على شكل ديون وأوراق تجارية ويستطيع الممول لهذه الديون تحويلها في مجموعة متجانسة (وهي مضمونة بأصول ملموسة)، لإحدى المنشآت ذات الأغراض الخاصة التي تقوم بتوريقها.

*-الشركات ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية:

تقوم هذه الشركات بتحويل لحسابها الحقوق المالية المضمونة بأصول، ثم تصدر أوراقا مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها، ومن ثم يمكن اعتبارها شركة تقوم بعملية تورق الديون، ويمكن أن تنشأ الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية كفرع من فروع الشركة الممولة.

ويمكن أن تقوم شركة التوريق في بعض الحالات بتجميع مجموعة من الحقوق المالية المكفولة بحصيلة تلك الحقوق المالية والمضمونة بأصول مرهونة من ممولين مختلفين وتوريقها مع بعضها البعض عندما لا يكون لدى الممول الواحد منهم كمية كافية من الأصول لإصدار مجموعة من الأوراق المالية، وتقوم شركة التوريق بإصدار وبيع الأوراق المالية إما في صورة طرح خاص أو عام، حيث تكون هذه الأوراق المالية مكفولة بالتبعية لحصيلة الأوراق المالية ومضمونة بالأصول، وتقوم الشركة

¹ -نظير رياض محمد الشحات. إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2007، ص 274.

المصدرة بسداد الأموال الممثلة لقيمة الأوراق المالية المصدرة إلى الممول بعد الانتهاء من عملية التوريق وبيع الأوراق المالية إلى المستثمرين الذين عادة ما يكونوا بنوك وشركات تأمين.

* - شركة خدمة الدين: إن عملية التوريق تستلزم تولي جهة معينة عملية خدمة الدين حيث تقوم باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الديون والأوراق التجارية في تواريخ استحقاقها وتسليمه إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وفي كثير من الحالات يكون الممول هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

* - شركة التصنيف الائتماني: تقوم شركات التصنيف الائتماني بحماية المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من قبل شركة التوريق، عن طريق جمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة، وتحديد التصنيف الائتماني المناسب لهذا الإصدار.

* - شركات الترويج وتغطية الاكتتاب:

تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام والخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول بهدف توفير الإفصاح الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار.

ج-أنواع التوريق: يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة من التوريق وفقا لنوع الأوراق المالية التي تصدرها شركات التوريق، ومن أهم هذه الأنواع:

- التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار سندات مضمونة بعقار
 - التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء
 - التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات لمحفظه القروض
 - التوريق من خلال إصدار سندات قصيرة الأجل.
- ويلعب التوريق دور مهم في سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:
- يؤدي نشاط التوريق إلى خفض تكلفة العمليات في سوق الأوراق المالية ويساهم في زيادة السيولة لدى الشركات.
 - يقوم بتوفير تكلفة الوساطة المالية من خلال تقديم وساطة متخصصة لكل خدمة على حدى، مما يؤدي إلى خفض التكلفة الإجمالية للخدمات المالية.
 - يؤدي نشاط التوريق إلى تنويع المخاطر لأنه يقوم بتجميع عدد أصول مالية تحمل خصائص مختلفة في وعاء واحد وطرحها كأوراق مالية للمستثمرين.
 - زيادة حجم الأوراق المالية المشاركة في سوق الأوراق المالية.
 - خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول.

وبسبب كل هذه الميزات السابقة لنشاط التوريق، فقد زاد حجم وكمية التعامل على الأوراق المالية المضمونة بأصول في أسواق المال العالمية (المتقدمة والنامية)، ففي عام 1995 بلغ حجم الأوراق المالية المضمونة بأصول 316.3 مليار دولار بالمقارنة بحجم هذه الأوراق في الربع الثالث من 2002 الذي بلغ 1489.9 مليار دولار¹.

ولكن لا يخلو نشاط التوريق من مخاطر تتجم من هذه العملية والتي يمكن حصرها فيما يلي:²

- المخاطر الناجمة عن الإهمال عند اختيار الأصول التي يجب تمويلها من طرف منشئ القرض
- مخاطر السيولة التي يمكن أن يتعرض لها منشئ القرض عند استحقاق سداد الدين وبصفة خاصة الودائع التي يصعب بيعها، حيث يمكن إيجاد عدد قليل من العملاء زيادة عن العدد المتوقع يقررون إيداع أموال جديدة لدى المقرض.
- المخاطر المرتبطة بسعر الفائدة الناتجة عن سوء الموازنة بين تكاليف التمويل لدى المقرض ومعدل الفائدة المستحق على الأصول.
- مخاطر الأعمال والتشغيل والتي يمكن أن تظهر بأشكال متعددة كالمخاطر القانونية ومخاطر المنافسة.

ومما سبق نستنتج أن عملية التوريق تضمن تحويل الديون إلى أوراق مالية، والتي يمكن أن تأخذ شكلا من الأشكال السابق الإشارة إليها، إلا أن الواقع العملي يكون معظمها على شكل سندات، وهذا يؤدي إلى وصف عملية توريق الديون بأنها عملية تسنيد الديون .

الفرع الثاني-الأوراق الهجينة:

تعرف الأوراق الهجينة بأنها أوراق مالية جديدة، مزجت بين خصائص وسمات كل من الاسهم ، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

1-أنواع الأوراق الهجينة:

أ-الأسهم الممتازة: اتضح من خلال الدراسة السابقة للأسهم الممتازة أنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث أنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها ووصولها على توزيعات الأرباح، وخصائص السندات من حيث ثبات العائد وزيادة درجة المخاطرة المالية للشركة مصدرة الأسهم، لهذا فإن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية ولكنه أكبر من العائد على السندات³.

¹ -مطبوعات بورصتي القاهرة، الإسكندرية، نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول ص 11.

² - نظير رياض محمد الشحات -إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل عولمة الشركات، مرجع سابق، ص 278.

³ -مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993،

وبهذه الصفة فإنها تقع تقريبا وفقا لتصنيف معظم علماء التمويل من حيث الحقوق والالتزامات والامتيازات ما بين الأسهم العادية والسندات، ولأنها تجمع بين صفات هذا وذاك فقد أطلق عليها اسم الأوراق الهجينة.

ب-شهادات الاستثمار:¹ وتعرف على أنها شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة، إذن فهي سهم عادي ليس له حق التصويت.

ج-سندات المساهمة: وعبرة أوراق هجينة بين السندات والأسهم، وذلك لأنها عبارة عن جزء من رأس المال، ولها عائد ثابت يمثل صفة من السندات، وأيضا لديها عائد متغير يمثل صفة من الأسهم.

د-الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تمثل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس مال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المطلب الثالث: المحافظ المالية وصناديق الاستثمار

إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق العائد وعلى ضوء هذا الهدف تم تصميم خطط مالية مستقبلية لاختيار الاستثمار المناسب، وفي المقابل لا يخلو هذا الاستثمار من المخاطرة، ولنفادي المخاطرة يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، أي تكوين محفظة استثمارية والمشاركة في صناديق الاستثمار.

الفرع الأول: المحافظ الاستثمارية:

أولا-مفهومها: هناك عدة تعاريف أهمها:

التعريف الأول: هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتشكل من أصلين أو أكثر².

التعريف الثاني: هي عبارة عن سلة الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن³.

وعلى الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية فنجدها تتضمن إلى جانب الأصول الحقيقية (كالذهب) أصولا مالية (أسهم وسندات) فتكون بذلك خليطا من الأصول المالية والحقيقية كما هو موضح في الشكل رقم "01".

¹ -Y.Simon. Encyclopédie de marches financiers, Economica, Paris, 1997, P 03.

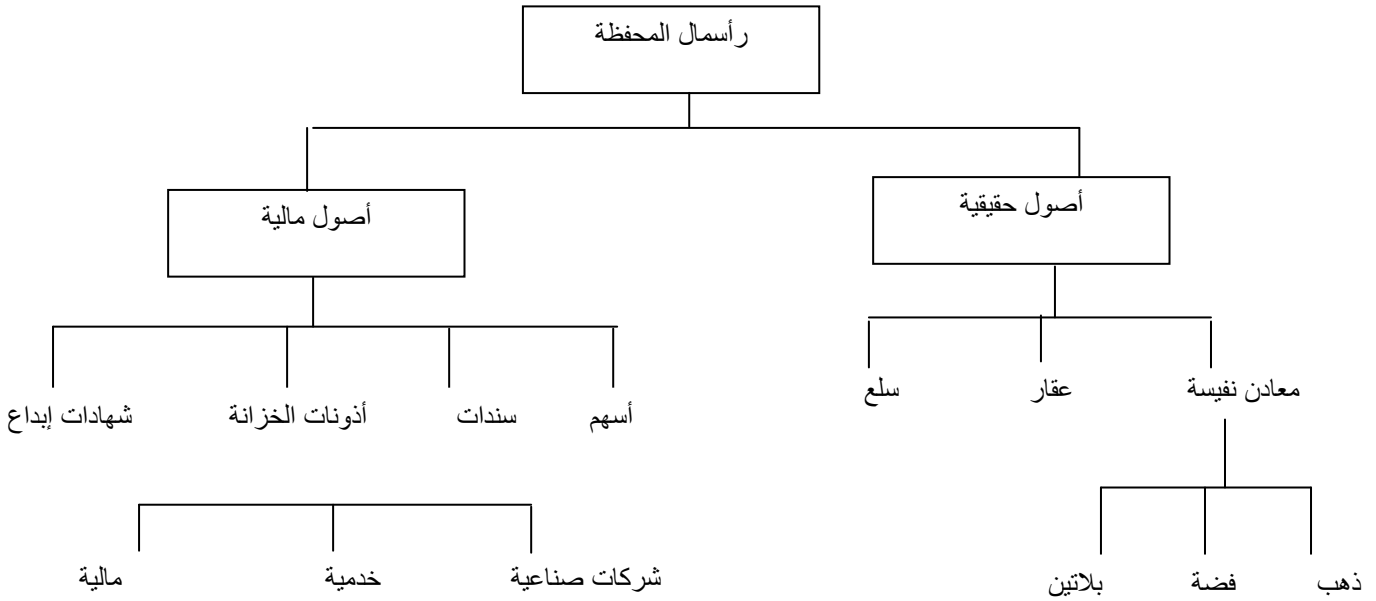
² -طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المنهل للنشر والتوزيع، 1997، ص 75.

³ -عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر، 2004، ص 70.

إلا أن المفهوم الضيق للمحفظة الاستثمارية والذي يهتما في هذا البحث يعبر عن "أن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن تلك التشكيلة من أوراق مالية (أسهم وسندات) مختلفة النوع، وتواريخ الاستحقاق يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها للحصول على هدفين أساسيين:

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية
- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة حاجة المستثمر لذلك.

الشكل رقم "01": مكونات المحفظة الاستثمارية.



المصدر: ناظم محمد فوزي الشمري، طاهر فاضل البياني، أحمد زكرياء صابر، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، الأردن، ط1، 1999، ص 267.

ثانياً-أنواع المحافظ الاستثمارية: تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين:

1-المحافظ الخاصة-محافظ العملاء: هي المحافظ التي تم تشكيلها بناء على طلب العملاء وحسب رغباتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة، الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وكيفية ادارتها، بحيث يكون دور المدير دوراً تنفيذياً، يعمل بتوجيهات العميل، وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضاً لمدير محفظته حرية التصرف، وفق ما تقتضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمستجدات فيه، والذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية¹.

2- محافظ عامة (محافظ المؤسسات): هي محافظ لمؤسسات استثمارية عامة مكونة من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة أو شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب

¹ -منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 211.

العام، ويكون المستثمر مساهم في رأس مال الشركة، وليس له دور في إدارة المحفظة إلا بقدر ما نسبة ملكيته من الاسهم¹.

وتنقسم المحافظ بناء الأدوات المستخدمة فيها إلى:

أ-محافظ الأدوات النقدية: مثل الأسهم، السندات، شهادات الإبداع وإسناد القروض والاوراق المستحدثة والمعادن النفيسة.

ب-محافظ العملات الأجنبية:

-المحفظة النقدية: تتكون عادة من مزيج من ودائع أو شهادات إيداع بالعملات الأجنبية المختلفة تقدر قيمتها بمائة ألف دولار فما فوق.

-المحفظة المركبة: تتكون من مزيج من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية وأوراق مالية مختلفة محررة بالعملات الأجنبية وتقدر قيمتها بمليون دولار فأكثر، والمحافظ بالعملات الأجنبية ذات محاور رئيسية مختلفة منها:

*محفظة المحور الأمريكي: وتتضمن الاستثمار بالدولار الأمريكي بشكل خاص، والأورو دولار أي الدولار الأمريكي الموجود في أوروبا.

*محفظة المحور الأوروبي: وتتضمن الاستثمار بالعملات الأوروبية، الآن أصبحت هناك عملة واحدة وهي الأورو.

*محفظة المحور المختلط المتوازنة: وتتضمن الاستثمار بمزيج من عملات الاتجاهين الأمريكي والأوروبي ويقع الاستثمار في حقوق السحب الخاصة ضمن هذا الاتجاه.

كما تنقسم المحافظ بناء على الهدف إلى:

أ- محفظة النمو: هو تلك المحافظ التي تشتمل على الأوراق المالية لشركات تحقق معدلات نمو مرتفعة تنعكس على نمو توزيعات أرباحها.

ب- محفظة الدخل: هو تلك المحافظ التي تشتمل على الأوراق المالية التي تحقق دخل مرتفع للمستثمر.

ج- المحفظة المختلطة: وهي تلك المحفظة التي تجمع بين تحقيق دخل مستقر نسبياً وتحقيق نمو في العائد على الاستثمار بالمحفظة.

د-محفظة الدوران:² يهدف هذا النوع من المحافظ إلى استغلال اتجاهات السوق خلال فترات الانتعاش والابتعاد عنه في حالة ركود.

كما تنقسم المحفظة على أساس جنسية الأدوات التي تدخل في تكوينها إلى:

أ-محافظ محلية: وتشمل على أدوات استثمارية التي تم إصدارها عن طريق الشركات الوطنية والحكومية والتي تتداول في الأسواق المحلية فقط.

¹ -M.charles de la boune, gestion de portefeuille, paris, 1994, P 97.

² -محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005، ص 281.

ب- **محافظة دولية:** وتشمل على أدوات استثمارية لشركات وحكومات أجنبية.

بالإضافة إلى هذه الأنواع هناك محافظ تختلف باختلاف تواريخ الاستحقاق الأوراق المالية المتكونة منها أوراق مالية طويلة أو قصيرة، كما أن هناك محافظ تختلف حسب المخاطر، منها محافظ أوراق مالية ذات مخاطر وأخرى خالية من المخاطر، ويمكن إنشاء محافظ مختلفة بين النوعين. إذن من خلال ما سبق نستنتج أن المحافظ الاستثمارية (المالية) تبنى على أساس مبدأ التنوع، لتحقيق هدف التوازن بين العائد والمخاطرة.

فالخطر الكلي للمحفظة يتمثل في:¹

- الخطر غير المنتظم: وهو الخاص بالمحفظة بعينها
- الخطر المنتظم: وهو الخاص بخطر السوق

بحيث يمكن تخفيض الخطر الأول عن طريق التنوع القطاعي للمحفظة، أما الخطر الثاني فيمكن تخفيضه عن طريق التنوع الدولي (أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة).

ثالثاً-سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية:

يمكن التمييز بين ثلاثة سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية وهي:

1-السياسة الهجومية (أو السياسة غير المتحفظة): يتبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي تحقيق الأرباح من خلال تقلبات أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها لتنمية رأس ماله أكثر من الاستثمار، وكذا يطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال) ومن أفضل الأدوات لهذا النوع هي الأسهم العادية التي تمثل 80 % إلى 90 % من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي.

2-السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة): وهي عكس الأولى، بحيث يكون متحفظا جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح 60 % - 80 %.

3-السياسة المتوازنة (الدفاعية والهجومية): وهي أكثر شيوعا بين المستثمرين مع مراعاة تحقيق توازن نسبي في المحفظة يؤمن عوائد معقولة بمستويات مخاطرة معقولة أيضا، وذلك بتوزيع رأس المال على أدوات استثمار متنوعة يعطي فرصة للمستثمر لتحقيق عوائد ثابتة دون حرمانه من تحقيق أرباح رأسمالية، إذن تشكل هنا المحافظ من أدوات استثمارية قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضاف إليها استثمارات طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة.

¹ -محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992، ص 382.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار:

بدأت صناديق الاستثمار بشكل فعلي في عام 1940، ويتم تنظيم التعامل في هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية، وقد أثبتت التجربة الأوروبية والأمريكية أن إنشاء صناديق الاستثمار كان له أثر فعال في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، وقد استفادت أيضا الدول النامية من التجربة السابقة إذ اتجهت بعض الدول مثل الهند وماليزيا وهونج كونج إلى تطوير أسواق الأوراق المالية عن طريق إنشاء صناديق الاستثمار.

أولا-تعريف صناديق الاستثمار:

ويعرف صندوق الاستثمار على أنه وعاء استثماري ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة في مجال إدارة الاستثمار (بنك أو شركة استثمار مثلا)، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار لتحقيق لهم عائدا مجزيا ضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع.¹

إذ تنحصر وظيفة صناديق الاستثمار في :

- تجميع المدخرات من صغار وكبار المدخرين.
- توجيه ما يجمع لدى الصندوق نحو الاستثمار في الأوراق المالية وهو ما يحقق عوائد مناسبة لحملة الوثائق من جهة وكذا تنشيط سوق الأوراق المالية من جهة أخرى.

ثانيا-مزايا صناديق الاستثمار: تتلخص أهم المزايا فيما يلي:

- تعزيز فرص التنوع وما ينجم عنه من تحسين فرص الاستثمار.
- الاستفادة من خبرات الإدارة الكفؤة للصندوق .
- السيولة التامة لحصة المشترك المتمثلة في الاستعداد الدائم لتلبية طلبات الاسترداد التي يتقدم بها المشتركون.
- قدرة الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الدولية، إذ من الصعوبة قيام المستثمر بتوظيف ومتابعة استثماراته في أسواق الأوراق المالية الدولية بمفرده.

ثالثا-تصنيفات صناديق الاستثمار: هناك عدة تصنيفات لصناديق الاستثمار نذكر منها:

1- تصنيف صناديق الاستثمار حسب رأس المال: وتصنف وفق هذا المعيار إلى:

أ-الصندوق المغلق:

ويكون رأسماله محدودا وثابتا بمبلغ معين يطرح للاكتتاب ويمتاز بما يلي:

- تكون في الغالب لأجل محدد.
- لا يمكن استرداد قيمة الحصص إلا في نهاية الأجل.

¹ -سامي حطاء، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، دعوة من سوق الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007،

- يمكن تداول وحداته الاستثمارية في بورصة الأوراق المالية.

ب- **الصندوق المفتوح:** من خلال التسمية يوضح بأن حجم رأسماله مفتوح والأموال المستثمرة لا تكون ثابتة، إذ يجوز للصندوق المفتوح إصدار حصص جديدة كلما اقتضى الأمر ذلك، وذلك بالإضافة إلى التزام إدارة الصندوق بتلبية استرداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الوحدات الاستثمارية (وثائق الاستثمار) في أي وقت، والصناديق المفتوحة لا يجري تداولها في البورصة.

2- تصنيف صناديق الاستثمار من حيث الأدوات الاستثمارية:

وتقسم من خلال هذا المعيار إلى:

أ- **صناديق النقد:** يقصد بها الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق قصيرة الأجل التي تتداول عادة في سوق النقد مثل أدونات الخزينة وشهادات الإيداع.

ب- **صناديق السندات:** وهي الصناديق التي توجه استثماراتها إلى أسواق السندات وتتنوع من حيث الأجل والنوع والجهة المصدرة.

ج- **صناديق الأسهم:** وهي الصناديق التي توجه استثماراتها إلى أسواق الأسهم وهناك مجموعة كبيرة من هذه الصناديق تحت هذا النوع وهي:

- **صناديق النمو:** وهي الصناديق التي يركز استثماراتها في الشركات الحديثة التي يحمل

الاستثمار فيها فرص نمو كبيرة في القيمة على حساب الأرباح، ويناسب هذا النوع المستثمرين الذين يتطلعون إلى نمو في قيمة استثماراتهم في الأجل الطويل وليس العوائد الدورية الآتية.¹

- **صناديق الدخل:** وهي الصناديق التي تركز على الشركات المستقر أدائها، وتمتاز بتوزيعات أرباح دورية مستقرة للمستثمرين.

- **صناديق الدخل والنمو:** وهو خليط بين النوعين السابقين أي الموازنة بينهما.

3- تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لعنصر الأمان: ويصنف إلى:

أ- **صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:**

يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من المستثمرين، وهم عادة المحافظون تجاه عنصر المخاطرة، أي المحافظة على عنصر رأس المال والتي لا توفرها الأنواع الأخرى أي أن مدير الصندوق يتحمل مخاطرة الخسارة التي قد تصيب رأسمال الصندوق، وذلك مقابل عمولة هي نسبة معينة إذا ما تجاوز العائد المحقق من الصندوق رقما معينا ويطلق عليه مصطلح نقطة القطع.

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم في مؤتمر العلمي الأول "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات

المعاصرة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، 8 و9 ماي 2005، ص 9.

ب- صناديق الاستثمار ذات رأس المال غير المضمون:

ويقصد بها أن يكون هناك مستوى من المخاطرة بالنسبة للمساهم فيها، أي أن المساهم ليس معرضاً لخسارة العائد فقط، بل يكون الاحتمال قائماً لأن يخسر جزء من رأسماله من خلال تراجع في قيمة الوحدة الاستثمارية.

ومما تجدر الإشارة إليه أنه مهما اختلفت وتعددت الأنواع الصناديق فإنها لا تخرج من كونها تندرج تحت نوع الصناديق المفتوحة أو الصناديق المغلقة.

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

نتناول في المبحث باختصار نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية وبالأخص علاقة المعلومات لكفاءة سوق الأوراق المالية، وإلى كل ما يتعلق بالمؤشرات البورصة وأهم البورصات العالمية.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

في هذا المطلب سنتناول مفهوم ومستويات كفاءة أسواق رأس المال وعلاقتها بالمعلومات

الفرع الأول: مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً- مفهوم:

1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفوءة:

سوق الأوراق المالية الكفوءة هو السوق الذي تعكس أسعار سوق الأوراق المالية به كافة المعلومات المتاحة والمرتبطة بالكامل وفي الحال¹، أي أن كفاءة سوق الأوراق المالية يدور حول مدى إمكانية السوق في استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وفهمها ثم إعادة إفرازها في صورة تحركات سعرية، لذا يمكن القول أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفوء تعتبر دالة المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، وهذه الأخيرة تكون بطبيعتها غير معروفة مسبقاً، وبالتالي فتأثيرها على الأسعار بالزيادة أو النقصان لا يمكن توقعه مسبقاً، فكما تصل المعلومات إلى السوق بصورة عشوائية فإن انعكاسها على الأسعار يكون عشوائياً، هذه العشوائية ليست ناجمة عن قوى الطبيعة ولكنها تنتج من محاولة كافة المشاركين في السوق تحقيق الأرباح من خلال استخدام ما لديهم من معلومات، حيث يقوم أعداد كبيرة منهم بمحاولة اقتناص أي فرصة تتاح من أقل معلومة تتوافر لديهم، مما يؤدي إلى انعكاس هذه المعلومات بسرعة على السعر السوقي للبورصة على نحو تتعدم معه فرصة أياً منهم في تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

ويمكن التطرق إلى فكرة السوق الكفاء من خلال ما كتبه سامويلسون سنة 1965 في مقال بعنوان "إثبات أن التقديرات السليمة للأسعار تتقلب بصورة عشوائية في السوق الكفوء" بحيث تم التوصل من خلال هذا البحث إلى أنه في السوق الكفوء معلوماتياً لا يمكن التنبؤ بالتغيرات في الأسعار، إذا كان قد تم تقديرها بصورة صحيحة.

¹ - عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مرجع سابق، ص 31.

وقد أضاف المفكر أن كفاءة البورصة تتحقق عندما تتوفر المعلومات لكافة المتعاملين على حد سواء، بصورة آنية وبدون تكلفة، وكذلك عندما تتماثل توقعاتهم بالنسبة للأسعار، أما في بحث آخر لنفس المفكر، افاد بأن السوق التام الكفاءة يكون في حالة توازن مستمر، بحيث تتذبذب القيمة الذاتية للأوراق المالية ليتساوى السعر السوقي للورقة مع قيمتها الذاتية (الحقيقية) في أي وقت من الأوقات¹ وبالتالي يمكن اعتباره أن السوق الكفؤ هو بمدى استجابة الأسعار بصفة تامة لكافة المعلومات عن السهم.

وعلى العموم مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية على الأقل له ثلاثة أبعاد وهي:²

- ***الكفاءة الإعلامية:** وتعتبر امتداد لمفهوم الكفاءة الكاملة في القرن التاسع عشرة، وحسب هذا المفهوم تكون السوق كفوة إذا انعكست المعلومات المناسبة لتقييم الأصول المالية في أسعارها.
- ***السلوك الرشيد للمتعاملين في السوق:** وهو البعد الثاني، حيث يتوقف على عقلانية ورشادة المتعاملين في السوق، فيكون السوق فعالاً، إذا عكست أسعار الأوراق المالية، توقعات المستثمرين الرشيدة لمداخلهم الموظفة.
- ***الكفاءة الوظيفية:** وتتمثل في قيام السوق بوظائفه بصورة جيدة.

2-أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

أ-**الكفاءة الكاملة:** يمكن القول بأن السوق الكفؤ هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، ما يضمن حدوث تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا بالطبع يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية:³

- عدم وجود قيود على التعامل (بيع وشراء).
- توفر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وما يسمح بأن تكون توقعات المتعاملين متماثلة.
- وجود عدد كبير من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق.
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تغطية منفعته الخاصة.

¹ -جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، 2008، ص 36.

² -B. jacquellot et B. solinl, op, cit, P 43-45.

³ -صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، القاهرة، 2003، ص 26.

ب- **الكفاءة الاقتصادية:** تعتمد الكفاءة الاقتصادية للبورصة على البحث المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، حيث تشتد المنافسة بينه وبين المتعاملين الآخرين للوصول إلى المعلومات والبيانات اللازمة لتحقيق هذه المنفعة، غير أنه يتوقع وجود فترة من التباطؤ الزمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يؤدي إلى توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية (القيمة الحقيقية) للأوراق المالية لفترة معينة، إلا أنه و بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة يحقق من خلالها المستثمر أرباحاً غير عادية خاصة في الأجل الطويل.

ثانياً-متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفؤ هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفؤ دورين أحدهما مباشر أو الآخر غير مباشر.

فالدور المباشر يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرين بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض تكلفة التمويل.

أما الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية.

ولكي يتحقق التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر صفتان أساسيتان:

* **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير للكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير) مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بأقل التكاليف، أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات.

* **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكاليف عالية للسمسرة ودون أن تتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح فعال أو أرباح غير عادية.

ومما سبق يمكن أن نقول أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية والمعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة.

الفرع الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية تدرج في الواقع العملي وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للبورصة وهي كالتالي:¹
أولا-السوق الكفو بدرجة ضعيفة:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات التي تعود إليها الأوراق، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وتمائل وجودها معه، ويمكن تحديد هذه الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية، ومدى عشوائية نسبة التغير في الأسعار، وذلك باستخدام بعض الاختبارات الإحصائية.

ثانيا-السوق الكفو بدرجة متوسط:

وهي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لعدم معرفتهم وتمائل وجودها معهم، ويمكن تحديد الأسواق من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية أو مدى استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك مثلا باستخدام تحليل السلاسل الزمنية.

ثالثا-السوق الكفو بدرجة قوية:

هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن بمعناه الاقتصادي، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد يستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى، لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي، ومما سبق يتضح بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو متوسط أو قوي فهي جميعها أسواق كفوّة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملاحظة التي تعكسها.

الفرع الثالث: المعلومات وأسواق الأوراق المالية

مما سبق نستنتج أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية تحتاج إلى معلومات تبنى على أساس العناصر الآتية:

¹ -فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص 50.

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي، وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة¹.
 - توفر المعلومات التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها. وهناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات.
 - الطرف الأول: معدي ومنتجي المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها وهي:
 - مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.
 - بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.
 - النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى.
 - التضليل والخداع في المعلومات.
 - الطرف الثاني: مستخدمو المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:
 - الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث.
 - شراء المعلومات من السوق مباشرة .
 - الحصول على المعلومات مجانا.
 - تقييم المعلومات المتاحة.
- مما سبق ذكره يتضح أن أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين، أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال، وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون.
- المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية**
- الفرع الأول-تعريفها وأهم استخداماتها.**
- أولا-تعريفها:** تعددت التعاريف المقدمة للمؤشرات الأوراق المالية، يمكن أن نذكر منها:
- التعريف الأول:** بأنها تقنية تسمح بإعطاء نتيجة رقمية باستعمال علاقة تبرز تطور مقدارين عبر الزمن (كميات أو أسعار) وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية بصورة خاصة، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو سوق مالية أخرى²

¹ - بوكساني رشيد، معلومات أسواق الأوراق المالية المصرفية وسبيل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 109.

² -P.Topscalian. les indices bourières sur action, (paris economica, 1996), p09.

التعريف الثاني: هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها¹.

التعريف الثالث: يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة، أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات بين المؤسسات والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين و الحاصلة في سوق الأوراق المالية².

ومما سبق يمكن تقديم مفهوم للمؤشر بأنه عبارة عن تقنية لتتبع أو قياس أسعار أو كميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية منظمة أو غير منظمة لمعرفة أداء السوق بصفة عامة أو قطاع معين أو مقارنة بين الأسواق على المستوى الإقليمي أو الدولي في فترة زمنية معينة.

ثانياً-استخدامات مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تلعب المؤشرات في سوق الأوراق المالية دور كبير في إعطاء نظرة شاملة على نشاط السوق بصفة خاصة وعلى الاقتصاد بصفة عامة، ولقطاعات الاقتصادية بصفة اخص ،وفيما يلي أهم الاستخدامات

1-التنبؤ بالحالة الاقتصادية ولوضعية السوق مستقبلاً:

في الدول المتقدمة تعتبر نسبة التمويل بالأسواق المالية جد مرتفعة، وهذا يشير إلى أن أغلب المؤسسات التي يتداول أوراقها فيها هي وجه الاقتصاد ككل، وبطبيعة الحال، إذا كانت سوق الأوراق المالية تتصف بالكفاءة المطلوبة، فإن المؤشر المطلوب في ذلك السوق إنما يعكس الحالة الاقتصادية العامة للبلاد.

ومن زاوية أخرى تظهر الأهمية من استعمال هذه المؤشرات عند كل من أصحاب التحليل الأساسي* وأصحاب التحليل الفني** فيما يخض وضعية السوق المستقبلية.

بحيث يرى الفريق الأول أنه إذا أمكن الوقوف على بعض المتغيرات الاقتصادية السائدة وتحليلها يمكن التنبؤ بحالة السوق مستقبلاً، في حين يرى الفريق الثاني أن تتبع تلك التغيرات تاريخياً هو الذي من شأنه أن يساعد في وضع نموذجاً لحالة السوق المستقبلية.

¹ -محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة، مصر، 2002، ص 252.

² -محمود محمد الداعر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 298.

* -التحليل الأساسي: يقصد به تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية المالية السائدة بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركات، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية.

** -التحليل الفني: يركز الاهتمام على دراسة التغيرات التي تطرأ على سعر السهم خلال فترة ماضية وذلك على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل.

2- الحكم على أداء المديرين:

رأينا سابقا أن عدد كبير من المستثمرين والمتعاملين، يقومون بتوظيف أموالهم على شكل محافظ مالية في سوق الأوراق المالية، ويستخدم أغلب المديرين المشرفين على تلك المحافظ أساليب حديثة في تسييرها من بينها، معدل العائد على المحفظة- نظرية الخطر إلى غير ذلك، وتعتمد هذه النظريات في مجملها على مؤشرات سوق الأوراق المالية حيث المدير المحترف لزاما عليه أن يحقق عائد جيد الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، وعلى هذا الأساس يمكن تصنيف المديرين المحترفين المتحكمين في محافظهم عن غيرهم.

3- متابعة أداء المحافظ المالية:

يعتبر المؤشر انعكاس لحركة كل من الأوراق المتداولة في البورصة الممثلة لعينة معينة، وهذا يسهل للمستثمرين متابعة أداء عوائد محافظهم المالية بتتبع تطور المؤشر فقط، دون الانكباب على تتبع كل الأوراق المالية.

الفرع الثاني- مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من المؤشرات لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية، حيث تستعمل هذه المؤشرات في تحليل البيانات لتجعل منها معلومات يمكن الاستفادة منها، ومن بين هذه المؤشرات:

أولا- حجم سوق الأوراق المالية:

ويتحدد من خلال مؤشرين هما:

- **رسملة السوق:** وتقاس بالنسبة بين مجموع قيم الأسهم المسجلة في السوق المحلية والنتائج المحلي الإجمالي، حيث تدرس هذا المؤشر قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال.
- **عدد الشركات المسجلة:** وهو أحد المعايير التي تقيس حجم السوق، حيث تدل الزيادة في عدد الشركات المدرجة في السوق على توجه عدد أكبر من الشركات للاعتماد على تمويلها من سوق الأوراق المالية، ومن ثم تزايد حجم العمليات على شراء وتداول أوراقها المالية، وكل هذا يحفز الشركات الأخرى على التسجيل، وبالتالي تؤدي إلى اتساع حجم السوق.
- ثانيا- سيولة سوق الأوراق المالية:** اتفق معظم المحللين على مدلول واحد لمفهوم السيولة وهو أن السيولة تدل على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ودون تكاليف كبيرة ويعتمد هذا المؤشر على مقياسين هما:
- **دوران رأس المال:** وهو عبارة عن نسبة بين قيمة مجموع الأسهم المتداولة ورسملة السوق،¹ ويكمل هذا المؤشر معدل رسملة السوق، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على ارتفاع رسملة البورصة إلا أن معدل الدوران منخفض.

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 40.

- **معدل التداول:** وهو عبارة عن نسبة بين قيمة مجموع الأوراق المتداولة والنتاج المحلي الإجمالي، أي يقيس حجم التداول مقارنة بحجم السوق¹.

ثالثاً-درجة تركيز السوق:

يقصد بتركيز التداول ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول².

رابعاً-درجة التقلب في البورصة:

يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية، أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات أسعار الأوراق المالية. الفرع الثالث-المتغيرات الأساسية لبناء المؤشرات في سوق الأوراق المالية: أولاً-ملائمة العينة:

تعد طريقة اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق، إذ يصعب إدراج أسهم جميع الشركات لمؤشر واحد.

والعينة تعرف على أنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، ويجب أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب:

*-**الاتساع:** وهو مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، أي يجب أن يعكس الأسهم داخل العينة حالة السوق.

*-**الحجم:** ومن الطبيعي أنه كلما ازدادت عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة.

*-**المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي هو الأفضل لإدراج معلومات السهم داخل العينة.

ثانياً-الترجيح (الوزن):

بعد اختيار العينة الممثلة للمؤشر، لا بد من الانتقال إلى الإجراءات الفنية لتكوين المؤشر، وهناك عدة طرق لحساب المؤشر سنذكر أهمها³:

1-الترجيح على أساس السعر:

ويقصد بالترجيح وفقاً للسعر السوقي، ان المتوسط المحسوب يعكس أهمية كل سهم من الأسهم المكونة للعينة من خلال سعره السائد في السوق⁴.

¹ -سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة سوق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص 71.

² - عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 180.

³ - محمود محمد الداعر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 300.

⁴ -عبد المنعم احمد التهامي، مرجع سابق، ص 213.

ويوضح الجدول التالي كيفية حساب المؤشر على أساس السعر بالمتوسط الحسابي، فلنفرض أن المؤشر يتكون من ورقتين ماليتين أ و ب كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): مثال توضيحي

الأوراق	سعر بداية الفترة	سعر نهاية الفترة	عدد الأوراق	قيمة الأوراق المتداولة بداية الفترة	قيمة الأوراق المتداولة نهاية الفترة
(أ)	35	40	20	700	800
(ب)	110	100	1	1110	100
القيمة المطلقة	145	140	21	810	900

المصدر: من اعداد الباحث.

في حالة المؤشر المرجح بالسعر يعتبر ان العينة تحتوي على ورقة مالية واحدة من كل صنف، وتكون قيمة المؤشر في بداية الفترة في حالة المؤشر :

$$72.5 = 2 / (110 + 35)$$

أي انخفض بـ: 2.5 نقطة أي ما يعادل 3.5 % (2.5 / 70)، اذن ما يلاحظ على هذا المؤشر وهو تأثيره بالأسهم المرتفعة السعر، فمع أن ارتفاع السعر في الورقة (أ) يقدر بـ: 20 % وانخفاض في الورقة (ب) بميل 10 % إلا أن المؤشر والعائد انخفضا متجهين باتجاه الورقة الأعلى سعرا.

2-الترجيح بدلالة القيمة: يقوم هذا الأسلوب في ترجيح سهم الشركة من خلال القيمة السوقية، وبذلك تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر، لذلك فالمستويات التي تتساوي قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منهما.

من خلال المثال السابق يمكن توضيح كيفية حساب مؤشر على أساس القيمة، حيث تحسب نسبة الزيادة في قيمة السوق من بداية الفترة ونهايتها (أو بين يومين متتاليين)، فإذا افترضنا أن قيمة هذا المؤشر في بداية الفترة كانت تساوي 100 فإن حسب المثال السابق يكون هذا المؤشر يساوي $(810/900) * 100 = 111$ في الفترة التي يليها، يعكس الزيادة في المؤشر بـ 11 % العائد المتحصل عليه من المحفظة.

إن الاختلاف بين المؤشرين هو أن في حالة تجزئة الأسهم فإنه يتم تصحيح المؤشر المرجح بالأسعار حتى لا يتأثر مستوى الأسعار ويظهر أنه يميل للانخفاض بينما لا يتأثر المؤشر المرجح بالقيمة في حالة تجزئة الأسهم.

وتجدر الإشارة ان هناك أسلوبين آخرين للترجيح ، ولكن لم نذكرهما لان اهم المؤشرات العالمية الشهيرة مبنية على اساس السعر او القيمة، ويتم حساب المؤشرات يكون إما بالمتوسط الحسابي أو الهندسي أو بالأرقام القياسية .

المطلب الثالث: أهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى ،ويرجع سبب ذلك إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة، وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر من جهة أخرى، وأيضا لأساليب بناءها، وسنحاول في هذا المطلب تقديم أهم المؤشرات في الأسواق المالية الدولية.

الفرع الاول : مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ:

أولا-مؤشر دار جونز الصناعي:¹

يعد مؤشر دار جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية سنة 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو،وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ارتفع الى 12 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر .

وتتميز الأسهم الثلاثون المكونة لهذا المؤشر بـ:

- ارتفاع قيمتها السوقية

- عراقتها وانتشارها

- ضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين.

وتجدر الإشارة أنه يتم بناء هذا المؤشر على أساس السعر ، ويحسب بالمتوسط الحسابي، وقد

وجهت عدة انتقادات لهذا المؤشر وهي:

- على العينة ومدى تمثيلها حيث تتكون العينة في هذا المؤشر من 30 سهما، في حين وصل حجم العينة في بعض المؤشرات الأخرى، بضع مئات مثل مؤشرستاندراندبور500، وأخرى بالآلاف.

- طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقا للسعر الذي يباع له، ومعنى هذا أن السهم ذا السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك بالرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشرا لأهمية المنشأة.

¹ -منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006، ص ص

• تأثره بتجربة الأسهم ولا تقوم الطريقة التي يجري بها تعديل المؤشر لاستيعاب التجزئة على أي منطق أو إستراتيجية.

ولكن رغم هذه الانتقادات الا يبقى يمثل المرتبة الأولى في العالم في الاستخدام لبساطته وإعطاءه صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.

ثانيا-مؤشر ستاندر أندبورز 500: ويعد الأكثر شيوعا وأحد أهم المؤشرات المتداولة لحالة السوق وتتكون القيمة التي يقوم عليها هذا المؤشر من 500 سهم منها 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء والغاز) و20 منشأة للنقل، 40 منشأة مالية، وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات قطاعية وهي:¹

-مؤشر الصناعة، مؤشر الخدمات العامة، مؤشر النقل، مؤشر المالية وهو من المؤشرات التي يكون أسهمها موزونة على أساس القيمة ويحسب كل ما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية في الفترة الحالية للمنشآت المدرجة في المؤشر}}{\text{القيمة السوقية في قيمة الأساس (يوم إنشاء المؤشر)}} \times 10$$

ويعتبر هذا المؤشر رقما قياسيا، على عكس المؤشر السابق الذي يعتبر متوسطا حسابيا، وفترة أساس هذا المؤشر هي الفترة (1941-1943) وأعطى للمؤشر في سنة الأساس رقم جزافي وهو 10.

الفرع الثاني: مؤشرات في بريطانيا

ويوجد مؤشران الأكثر استخداما في البورصات البريطانية وهما :

أولا-مؤشر فايننشال تايمز 100:

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا، ويتكون من 100 سهم من الأسهم المتداولة ببورصة لندن، حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكثر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70 % من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم 1983/10/30 وتم اعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجح ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر، ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام الكتروني خاص يطلق عليه EPIS اختصار لمصطلح (electronic price information computer) **ثانيا-مؤشر فاينانشل تايمز الـ 30:** يعتبر من أقدم المؤشرات لسوق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حسابا منذ عام 1935 ويضم المؤشر 30 سهما لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا.

¹ -محمود محمد الداعر، مرجع سابق، ص 310.

ويتم حساب هذا المؤشر من خلال المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة للأسهم المكونة للمؤشر.

الفرع الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان وفرنسا:

أولاً- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

في اليابان هناك مؤشرات يكثر استخدامها في البورصات اليابانية وذات شهرة عالمية ومنها:

1- مؤشر نيكاي: تم إنشائه عام 1950 يحتوي 225 ورقة مالية أي 225 مؤسسة يابانية كبيرة تمثل حوالي 70 % من رسملة بورصة طوكيو¹ وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 سهم المدرج في العينة والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار المرتفعة نسبياً والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2- مؤشر توبيكس: لقد تم إنشائه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزوناً على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر واقعية من مؤشر نيكاي.

ثانياً- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا:

أيضاً هناك مؤشرات ذات أهمية في البورصات الفرنسية ومنها:

1- مؤشر كاك 40: ويتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك لقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمة السوقية في سنة الأساسي بتاريخ 1987/01/31 بقيمة معطاة له نفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك 40 وفق الصيغة التالية:

$$= \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية في سنة الأساس}} \times 1000$$

2- مؤشر كاك لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ: 1981/12/31.

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة" دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، سنة 2008، ص 50.

المبحث الرابع: المراكز المالية الدولية

لقد صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على إثر الثورة الصناعية تطور أسواق الأوراق كنتيجة زيادة الحاجة للتمويل، ومع التطور التكنولوجي وتطور وسائل الاتصال عرفت بورصات الدول الرأسمالية تطورا وانتشارا كبيرين ساعد على رفع أداءها حيث أصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما، وإلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق المالية الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، أين نجد سوق لندن للأوراق المالية يحتل الصدارة على الصعيد الأوربي، وأيضا السوق المالي الياباني في آسيا الذي يحتل المركز الثاني عالميا.

وإلى جانب هذه الأسواق الكبيرة توجد أسواق مالية حديثة العهد سجلت اسمها ضمن الأوراق المالية، وزادت أهميتها بعد إلغاء القيود مع التدفقات المالية وهي الأسواق المالية الناشئة، وفي هذا المبحث سنقوم بدراسة هذه الأسواق والمراكز المالية الدولية بالتفصيل.

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من بين أهم الدول وأكبرها التي يعتمد اقتصادها على الأسواق المالية، والمركز الأول من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية¹، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، كما تميزت هذه الأسواق بالتعاملات الآجلة وهي بورصة شيكاغو، وأيضا بوسطن وفيلاديلفيا وبورصة سان فرانسيسكو المشهورة بالتعامل بالخيارات، وفي نيويورك تكتسب كذلك الأسواق المعروفة أهمية كبيرة خارج المقصورة والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في تمويل مشروعاتها الصغيرة، وقد كان دورها مشهور خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر— وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة آبل وأيضا سنداك والتي تتعامل إلكترونيا مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة. وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية:

- الكفاءة المرتفعة
 - نظام معلومات مالية متقدمة (تقارير البورصات والصحف والربط الإلكتروني)
 - القدرة على الاتصال وتجميع البورصات العالمية
 - تأمين المعاملات بالبورصة .
 - يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب أما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
 - يتم تجديد وتطوير البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.
- وفيما يلي أهم البورصات الأمريكية:

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 58.

الفرع الاول-بورصة نيويورك للأسهم:

ويعود تاريخ هذه السوق الى عام 1972 عندما اجتمع 24 شخصا من تجار الاسهم والسندات في وول ستريت في مدينة نيويورك للاتفاق على قواعد تحكم عمليات شراء وبيع الأسهم، فكانت تلك بداية تنظيم اكبر بورصة في العالم، والتي شهدت بعد ذلك اهتماما وتركيزا سياسيا واقتصاديا كبيرا حتى وصلت قيمة التداول في هذه البورصة ليمثل 50 % من إجمالي قيم الأسهم بالعالم، حيث تتضمن هذه السوق حوالي 2767 شركة مختلفة، ويبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضوا وتحكم أنشطة أعضائها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضوا لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلي 12 عضو فقط بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة، وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12 فيطلق عليهم مديري عموم، ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن معظم بيوت السمسرة لها عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة، والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة المبدئية على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن¹

وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في ما يلي:

- أن لا تقل قيمة الاصول المادية عن 18 مليون دولار
 - أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار
 - أن لا تقل القيمة الاسمية للأسهم عن 18 مليون دولار
 - أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة في العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار، وأن لا تقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين من ذلك العام
 - أن يوجد 2000 مساهم على الأقل، يملك كل منهم 1000 سهم أو أكثر
- بالإضافة إلى الشروط العامة هناك بعض الشروط الخاصة وهي كما يلي:²
- أن يكون للمؤسسة مكانتها على المستوى القومي
 - أن يكون لها مكانتها المحددة والمستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها
 - أن يكون للمؤسسة فرص للتوسع والنمو.

¹ A.Douhane.Vade-mecurn de la bourse des marches .SEFI Canada.paris.2000.p21

² -محمد صالح الخياري، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 2005، ص ص

وإذا حدث بعد التسجيل أن انخفض التداول في السهم بصورة كبيرة للصناعة، فإنه يتم إلغاء التسجيل بواسطة البورصة، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى، أو يتم شراؤها بواسطة شركة ثانية، وفي الحالات الأخرى يمكن أن يكون هناك تجميد للتداول، بمعنى توقف مؤقت عن التعامل بالسهم، ويحدث هذا التجميد عادة إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية بسبب انتشار شائعات لا تستند إلى أساس، بأن هناك محاولة للسيطرة على الشركة من جانب شركة أخرى، أو أن تعلن الشركة قريبا أن أرباح ربع سنوية منخفضة للغاية.

الفرع الثاني-البورصة الأمريكية (AMEX):¹

لا تقوم بلعب نفس دور بورصة نيويورك فهي تحتل المرتبة الثانية بعد بورصة نيويورك، فلتسعير ورقة مالية تفرض شروطا أقل تعقيدا، فالمشروع الذي يمر في مرحلة نمو، مترافقة مع آفاق جيدة للربح له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وتشجيعا لهذه المشروعات، فإن كلفة التسجيل من أجل التسعير بقيت متدنية مع ما هو سائد في بورصة نيويورك بذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في بورصة الأمريكية (AMEX)، وهذا يعتبر بالنسبة إلى تلك الشركات نوع من التدرج، قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك، بالإضافة إلى ما تقدم، فإن بعض القيم، غير المسعرة يمكن أن تتداول في هذا السوق على عكس بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية في الدول الأوروبية

تؤكد اتفاقية إنشاء الاتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر البورصات انجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا التي كانت حكومية القرار، وتؤكد اتفاقية أسواق المال الأوروبية على تخفيض القيود في التعامل في البورصات وتطبيق نظام الاختصاص المالي، وتوجد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى اتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط من خلال:

- القضاء على عقبة نقص المعلومات عن كل بورصة
- إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية
- تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية عبر البورصات المختلفة (العملاء الدوليون)
- زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات
- إلغاء القيود التنظيمية والإدارية في التداول الدولي للأوراق المالية
- تشجيع الخصخصة لزيادة تدفقات الأوراق المالية (أدوات جديدة) في البورصات الأوروبية

¹ -وسام ملاك، البورصات والأسواق العالمية، الجزء الثاني، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى،

ويتم تنويع أدوات الاستثمار سواء في الأسهم أو السندات الحكومية والدولية وسندات الشركات والصكوك الأخرى لامتناع السيولة في الأسواق وربط الإبداعات بالتوظيف وزيادة معدل دوران الأوراق المالية.

الفرع الأول-البورصات الفرنسية:

إن التحولات التي عرفها الاقتصاد الفرنسي والذي أدى إلى زيادة الاعتماد على الأسواق المالية كنمط تمويلي، وأصبحت البورصات المحلية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانتي، ونانسي مرتبطة كلها ببورصة باريس حيث تتم المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام الكتروني مركزي يعرف باسم (CAC) cotation assisté en continu، حيث تخضع هذه البورصات لنفس السلطات ونفس القواعد لنشر البيانات¹ ويشير إلى أن هناك أربع تنظيمات تمثل إطارا عاما للسوق

- مجلس بورصات الأوراق المالية وتمثل السلطة المشرفة على السوق
- شركة البورصات الفرنسية وهي مسؤولة عن تنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة
- شركات البورصات أي السماسرة والمتعاملين
- هيئة عمليات البورصة ومهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات

ولا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة بالأسهم المحلية المسجلة في البورصة، وتتعامل بورصة باريس في السندات، وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، يقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطولة التي تضعف من جذب الاستثمارات الدولية إلى أسواق المال الفرنسية، ولهذا اتخذت الحكومة الفرنسية بعض الإجراءات لاصلاح أسواقها المالية وهي كالتالي:

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة
- جذب الاستثمارات الدولية
- زيادة ساعات التداول في البورصة
- زيادة توفير حجم المعلومات للمستثمرين
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية

¹ -بن دعاس زهير، تحديات ربط الأسواق العربية. لرأس المال في ظل العولمة مع دراسة تجربة الربط الثلاثي مصر. الكويت لبنان، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 39.

- إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك

الفرع الثاني-البورصات الألمانية:

تحتوي على ثمانية بورصات وهي: ميونيخ، ديسلدورف، هامبورغ، برلين، شتوتغارتبريمن، هانوفر وبورصة فرانكفورت وتتميز سوق الأوراق المالية في ألمانيا بما يلي:

- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على أربعة بورصات فقط
- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا وأهمها، حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات

- يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.

- تعتبر سوق الأوراق المالية الخاصة بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا

- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينات

- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ماي 1987 لتشجيع تداول الأسهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم

- تتم المعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات التليفونية وفق قوانين التجارية و المالية خارج البورصة.

- تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودا نسبيا مع حجم الاقتصاد الألماني

- توجد ثلاثة أشكال من البورصات في ألمانيا وهي الرسمية، الخاصة وشبه الخاصة

- يتم التعامل في الأسواق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها مكاتب متخصصة

- تعتبر الرسوم على الأسهم الألمانية مرتفعة عن بقية البورصات الأوربية ولكنه في مقابل ذلك تحقق الكفاءة العالية عائدا مناسباً للمتعاملين

- يستفيد المستثمرون ورجال الأعمال في ألمانيا من البورصات في التمويل وزيادة رؤوس الأموال

ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية استقرار العملة الألمانية سابقا وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوربية والعالمية وأيضا توحيد الألمانية، وعلى العموم لا زالت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة على بورصات لندن ونيويورك وطوكيو.

- تعتبر سوق الأوراق المالية الألماني صغير الحجم مقارنة باقتصاده، وضخامة حجم الشركات واحتياجاتها المالية، حيث يكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكرا على المصارف، حيث أن تعامل الشركات بشكل كبير مع المصارف يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية، ولكنه من المحتمل أن تتطور السوق المالية نتيجة اختيار فرانكفورت كمركز مالي أوربي.

الفرع الثالث-سوق الأوراق المالية في بريطانيا:¹

نشأت بورصة لندن رسمياً في عام 1802 وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم لكنها خسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق يأتي حالياً في المرتبة الثالثة عالمياً بعد كل من نيويورك وطوكيو.

وبورصة لندن مستقلة تماماً عن السلطات الرسمية، إذ أنه سوق خاص وعلى رأس البورصة يوجد منذ 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنوياً ثلث الأعضاء لهذا المجلس من قبل أعضاءه السابقين ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية:

- دور إداري يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبيث في القبول والفصل أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.
 - دور تقني يتمثل في عملية تسجيل القيم بغية تسعيرها، وتحديد آلية العمليات
 - دور قضائي المتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية
- وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس هم الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن ويقومون بعمليات على مختلف القيم وهم (Brokers)، أما (Jobbers) فهم أولئك الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص، ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية.
- وتعتبر بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وبدأت بورصة لندن تسترجع مكانتها تدريجياً، من خلال الإصلاحات التي قامت بها الدولة في هذا الصدد، وقدمت مختلف التسهيلات للمتعاملين الماليين الدوليين، كما أن الخبرة الواسعة للوسطاء ساهمت بشكل كبير في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية، وتطورت مكانتها في سوق اليورودولار، فبورصة لندن نظراً لمكانتها الكبيرة بين مختلف المراكز المالية الدولية قد تمكنت من الحصول على عوائد كبيرة ومزايا من خلال تقديمها للتسهيلات المالية بواسطة قروض سندات دولية.

ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50 % من إجمالي الأوراق المالية في بورصات أوربا منها 2000 سهم لشركات دولية وأوروبية، بحيث تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية، ويرجع إلى الأسباب التالية:

- خبرة طويلة في المعاملات
- أهمية كبيرة للبورصات
- سوق مستمرة للعملة الأجنبية
- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص ص 148 149.

- تخفيض الضرائب على الأرباح في الأوراق المالية
- أدى تطبيق المعدلات النمطية للتداول في البورصة إلى زيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا
- وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية من بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.
- المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في اليابان**
- الفرع الأول-التعريف بسوق الأوراق المالية في اليابان**
- تم إنشاء أول بورصة في طوكيو عام 1878 وكانت السندات الحكومية الأوراق الوحيدة المتداولة في البورصة آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة (1868-1912) إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة بدا من عام 1920، وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي وكانت بورصات طوكيو وأوزاكا ونايبويا من أول البورصات تطويرا وتحديثا، وأصبحت بورصة طوكيو أكبر منافسا لبورصة نيويورك عام 1987 وإلى حد الآن، وتجدر الإشارة إلى أن مجموع البورصات في اليابان هو ثمانية فبالإضافة إلى المذكورة سابقا هناك هيروشيما، نياباتا، فوكوكا، كيوتو، سايبورو.
- وأهم خصائص البورصات اليابانية هي كما يلي:¹
- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية
- استقرار التداول في البورصات اليابانية
- زيادة عدد الشركات المسجلة
- انتشار الوعي الاستثماري واتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين
- تدويل البورصات
- ومن بين الشروط الأساسية للقبول في تسعير بورصة طوكيو:²
- يجب أن يبلغ رأس المال 500 مليون ين على الأقل (خارج طوكيو 1000 مليون ين)
- عدد المساهمين يجب أن يبلغ على الأقل 2000.
- الأصول الصافية الملموسة يجب أن تكون متساوية لـ 100 ين على الأقل مقابل كل سهم، والأرباح العائدة للسهم يجب أن تساوي على الأقل 15 ين عن السنوات الثلاث الأخيرة.

¹- F.Leroux.marchés internationaux des capitaux.Québec.2000.p61

²-وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص 89، 90.

- يجب أن تكون الشركة منشأة منذ ما لا يقل عن خمس سنوات وأن يجب على العديد من الشروط التفصيلية الأخرى.

الفرع الثاني-تدويل سوق الأوراق المالية في اليابان:

وحصل ذلك لاتجاهين مختلفين

أولاً-التوجه نحو الخارج: وقد حدث بواسطة (Americain depositary receipt) على إثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع اعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وذلك في عام 1961 في الصيغة التي أفرزتها وزارة المالية اليابانية، وفي السنوات اللاحقة توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو دولار.

وفي عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون على إذن بالتعامل في قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، لكن التطور الأكثر وضوحاً، كان قد حصل في عام 1977، وذلك بإصدار سندات باليورو في السوق الدولي.

وحالياً لا زال يتصاعد عدد الشركات اليابانية التي تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري والدولار واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة، أكثر فأكثر في الأسواق المالية الدولية.

وكان التمثيل الياباني من حيث البنوك العاملة خارج اليابان في تزايد مستمر إلى وقتنا الحالي حيث ارتفع من ستة بنوك يابانية سنة 1961 إلى 23 مصرفاً في نهاية السبعينات، وتواصل هذا الزيادة خلال العقد الأخيرين.

وعلى غرار المصارف ضاعفت سوق الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها في الخارج وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية، وهذه الزيادة كانت مدفوعة من حجم المتعاطم للاستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية وحافظت سوق الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكاتب لها في الو.م.أ وأوروبا ومع بداية السبعينات منحت أيضاً تلك البنوك مكاتب لها في هونغ كونغ والسنغافورة والبحرين، وما زاد هذا التمثيل أهمية هو أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية "Nomura" أصبح عضواً في بورصة نيويورك في عام 1951.

ثانياً-التوجه نحو الداخل: ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970، من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلي الياباني بغية الاستثمار المباشر أو غير المباشر.

ومنذ أن أقر بمبدأ حيازة المستثمرين الأجانب للأوراق اليابانية سنة 1980 زاد هذا التدويل.

ورداً على هذا التدويل لسوق الأوراق المالية باتجاه الداخل، حصلت العديد من سوق الأوراق المالية الأجنبية، منذ عام 1978 إذن بفتح فروع لها في اليابان كما أن أحدها قد أصبح في منتصف الثمانينات عضواً في بورصة طوكيو .

ملخص الفصل الأول:

نستخلص من هذا الفصل ما يلي:

- الأسواق المالية هي عبارة عن فضاء بين أولئك الذين يمتلكون فوائض مالية (مدخرون)، والذي لديهم عجز مالي (المستثمرون) وتنقسم إلى قسمين أسواق النقد، وأسواق رأس المال
- تعبر أسواق رأس المال عن البورصات والبنوك التجارية التي تقوم بعمليات الاقتراض والاقتراض متوسط وطويل الأجل.
- أما سوق الأوراق المالية فهو سوق للتعامل بالأوراق المالية المختلفة متوسطة وطويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات، وتنقسم إلى أسواق أولية (إصدار) وأسواق ثانوية (سوق التداول)
- من أهم خصائص سوق الأوراق المالية أنها أكثر تنظيماً عن الأسواق الأخرى، أيضاً يتطلب التعامل فيها توفر المعلومات السوقية ومن أهم وظائفها أنها حلقة تمويل الاقتصاد الوطني وأيضاً تنظم السيولة المدخرة واستثماراتها لأجل طويل.
- ولسير عمل البورصة يجب توافر نظام للأوامر وأنها للتسعير فالأول يتكون من أوامر السوق، والأوامر المحددة، وأيضاً الأوامر الخاصة وهي أمر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحدود، أما نظام التسعير فهناك نوعين نظام تسعير تقليدي ونظام تسعير حديث.
- هناك أدوات استثمار مختلفة متداولة في البورصة أهمها الأسهم السندات وأيضاً المشتقات المالية بما فيها التوريق، وإيضاً المحفظة المالية وصناديق الاستثمار.
- يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية عامة ذلك السوق الذي يعكس أسعار الأصول به كافة المعلومات المتاحة والمناسبة، وتوجد نوعين من الكفاءة وهي الكفاءة الكاملة والاقتصادية
- وللوصول إلى كفاءة سوق الأوراق المالية هناك متطلبات معينة وهي كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل حيث أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.
- هناك ثلاثة مستويات للكفاءة وهي بدرجة ضعيفة والمتوسطة وأيضاً القوية وتتوقف هذه المستويات على مدى كفاءة نظم المعلومات المالية.
- تعرف مؤشرات البورصة على أنها تقنية تسمح بإعطاء قيمة باستعمال علاقة تبرز تطور مقدارين عبر الزمن (كميات أو أسعار) وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية وتستخدم المؤشرات في التنبؤ بالحالة الاقتصادية ووضع السوق مستقبلاً.
- أهم مؤشرات البورصات العالمية تبنى على أساس السعر السوقي وعلى أساس القيمة السوقية.
- أهم المراكز المالية الدولية هي أسواق الأوراق المالية في الـو.م.أ واليابان وبورصات الاتحاد الأوروبي وهي فرنسا إنجلترا وألمانيا.

تمهيد:

يعتبر سعر الصرف أحد أهم المتغيرات المؤثرة على العمليات الاقتصادية المحلية والدولية مما جعله يكتسب أهمية كبيرة في محاولة للتقليل من التقلبات فيه إلى حدّها الأدنى، ففي الماضي كانت أسعار الصرف الثابتة تحقق للدول نوعاً من الأمان والسهولة في التعامل مع المتغيرات الاقتصادية الخارجية. إلا أن الأمر اختلف تماماً بعد الأحداث التي شهدتها عقد السبعينات، فقد أضاف هاجس سعر الصرف والاستقرار النسبي فيه عبء إضافياً إلى أعباء صانعي القرارات الاقتصادية في الدول، وخاصة في الدول النامية، فقد أصبحت متغيرات السياسة الاقتصادية الخارجية متمثلة بسعر الصرف أكثر صعوبة وبحاجة إلى مزيد من الدراسة والتحليل، وإن الأمر لا ينحصر في اهتمام البنوك المركزية، بل يتعداها ليشمل كافة قطاعات الاقتصاد الوطني نظراً للأثر المباشر أو غير المباشر الذي تلحقه أسعار الصرف على هذه القطاعات وكذلك على الأسواق المالية، لهذا يجب إدراك مفهوم هذا المتغير، ولذا قسمنا هذا الفصل إلى مباحث لتعميق فهمنا لسوق الصرف حيث يتضمن المبحث الأول مفاهيم حول سوق الصرف من تعريف وخصائص وعمليات وأهم المتدخلون في هذه السوق، أما المبحث الثاني وضحنا فيه كل ما يتعلق بسعر الصرف من مفاهيم عامة ووظائف والصيغ المختلفة لسعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه ثم التطرق إلى النظريات المفسرة لسعر الصرف وأهم أنظمة أسعار الصرف وركزنا على كيفية التحول من التثبيت إلى التعويم لما لها من أهمية في وقتنا الحالي، أما المبحث الأخير فخصصناه لسياسة أسعار الصرف محددين أهداف وأدوار هذه السياسة وايضاً العوامل المؤثرة في اختيار هذه السياسة وفي الأخير سردنا أهم سياسات وأدوات تنفيذ سياسة سعر الصرف.

المبحث الأول: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها

سنحاول في هذا المبحث التعرف على أسواق الصرف الأجنبي من حيث التعريف والأنواع والخصائص كما نركز على مختلف أنواع العمليات التي تجري في هذا السوق

المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف وخصائصه:

وسنخصص هذا المطلب لأهم تعاريف سوق الصرف وأيضا خصائصه

الفرع الأول-تعريف سوق الصرف الأجنبي :

التعريف الأول: هو السوق الذي يتم فيه تبادل العملات فيما بينها، وهو بذلك يساهم في تحديد أسعار العملات اي تحديد سعر الصرف¹.

التعريف الثاني: يعبر سوق الصرف عن السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية ، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية او معلوماتية مترابطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال او أقمار صناعية وتعمل 24 ساعة ، وهذا نتيجة لاختلاف التوقيت في هذه الأسواق².

التعريف الثالث: سوق الصرف الأجنبية هي الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد او الشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية.

التعريف الرابع: هي ليست سوق منتظمة مثل أسواق الاوراق المالية او البضائع ، فليس له مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون ، كما أنه ليس قاصرا على بلد واحد، فمن الأحسن أن ن فكر فيه على أنه ميكانيكية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبيع العملات الأجنبية، أنه يتكون أساسا من عدد من البنوك ينخرط بنشاط في استبدال العملات الأجنبية، فالبنوك وتصنع سوق الصرف³.

ومما سبق يمكن القول أن سوق الصرف الأجنبي هو سوق غير منتظمة ، اي ليس له مكان محدد، يعمل 24 ساعة على 24 ساعة للاختلاف في التوقيت بين البلدان، تتم فيه عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية بين مختلف الأعوان من أفراد وشركات وحكومات، ويتألف سوق الصرف الأجنبي عموما من سوق للتداول بالجملة بين البنوك، حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين (عادة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى) ، وسوق التداول بالتجزئة حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين والعملاء والنهائين كالأسر والشركات.

¹ – Philippe D'arrisenet, Jean Pierre Petite Economie internationale Dunod, Paris, 1999, P 19.

² – عبد المجيد قدي: مرجع سابق، ص ص 107-108.

³ – عله محمد، الدولار ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري ، رسالة الماجستير، غ.منشورة، جامعة الجزائر،

الفرع الثاني: خصائص سوق الصرف الأجنبي:

تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص التالية:¹

- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالية في العالم، وقد قدر بنك الشركات الدولية، من خلال عمليات المسح التي يقوم بها كل ثلاث سنوات لأسواق العملات الأجنبية أن متوسط حجم المعاملات اليومية في سوق العملات الأجنبية هو 1190 مليار دولار في أبريل 1995.
 - بالرغم من السيولة الضخمة والانتساع الجغرافي، فإن سوق العملات الأجنبية لديها القدرة على أنها تخضع الأسواق المالية العالمية الحديثة لسلطاتها.
 - رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم، إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو، وتصل حصة لندن في أسواق العملة الأجنبية إلى 30% من كل الصفقات، بينما تصل كل من نيويورك وطوكيو و 16% و 10% على التوالي.
 - تستحوذ الأسواق الثلاثة لندن ونيويورك، طوكيو على نسبة 56% من صفقات العملات الأجنبية في العالم.
 - تركيز السوق حيث يعادل ما تلتني $\left(\frac{2}{3}\right)$ صفقات العملات الأجنبية اليومية تحدث ما بين سماسرة البنوك، وحوالي 16% من المعاملات تخص العملاء غير الماليين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20% فيشمل مؤسسات مالية خلاف لسماسرة البنوك، والتي هي في الغالب شركات الأوراق المالية، تعمل في أسواق القروض والأسهم العالمية التي دخلت سوق العملات الأجنبية كأجهزة الوساطة التي تقوم بالشراء على مرحلة واحدة لمعاملاتها.
 - تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة، فالصفقات الكبيرة تنفذ بسرعة، حيث تكتب المؤسسة العادية للسمسرة ما بين 3000 و 4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم واحد.
 - تجري الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل وتشمل في أغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.
- ويمكن أن تقسم أسواق الصرف في العالم إلى أربع مجموعات رئيسية وهي كالاتي:²

¹ - لورا إ. كودرس: "أسواق العملات الأجنبية: الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، 1996، ص ص 22-23.

² - إسماعيل إبراهيم الطرد، إدارة العملات الأجنبية، مطبعة الزورنا، اردن، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2001، ص 18.

المجموعة الأولى: أسواق صرف الشرق الأقصى:

تمتاز هذه المجموعة بأنها أول من يفتح أبوابه للتعامل نظرا لشرق الشمس فيها قبل أي مجموعة أخرى ومن أهم هذه الأسواق:

- 1- سوق طوكيو: وتظهر أهمية هذا السوق نتيجة ازدياد دور اليابان في التجارة الخارجية على دول العالم، وبذلك أصبح السوق يلعب دورا كبيرا في المنطقة .
- 2- هونج كونج: " برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت هونج كونج قاعدة صناعة عالمية قريبة من الصين أكبر دول العالم في تعداد السكان.
- 3- سوق سنغافورة: برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية مالية في منطقة جنوب شرق آسيا.

المجموعة الثانية: أسواق الشرق الأوسط

لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجة ازدياد إيرادات بعض دول المنطقة من عائدات النفط، وهي تفتح بعد 05 ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى ومن أهم أسواقها:

- 1- سوق البحرين: حيث تعتبر البحرين مركزا ماليا للعمليات المصرفية الخارجية تخدم كل دولة الخليج.
- 2- سوق دبي: ولها أهمية مالية خاصة للامارات العربية المتحدة ومنطقة الخليج.
- 3- سوق الرياض: وتبرز أهميته هنا لكونها عاصمة المملكة العربية السعودية والتي تملك أكبر مخزون نفطي في العالم، ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي .

المجموعة الثالثة: أسواق أوروبا

ويبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث من بدأ العمل في أسواق الشرق الأوسط وأهم هذه الأسواق:

- 1- سوق لندن: و يعتبر أكبر أسواق المجموعة على الإطلاق إذ يشكل مركزا عالميا لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ طويل نظرا لكون بريطانيا دولة عظمى.
- 2- سوق فرانكفورت: وتبرز أهمية هذا السوق كون ألمانيا تشكل عاملا مهما في التجارة الدولية ، وكون المارك الألماني كان من العملات الرئيسية في المعاملات التجارية الدولية .
- 3- سوق زيوريخ: يعتبر مركزا ماليا مهما نظرا لما تتمتع به سويسرا من استقرار سياسي واقتصادي ، وكذلك تميز قوانينها بالسرية في التعاملات البنكية.
- 4- سوق باريس: وهو من الأسواق الأوروبية المهمة نظرا لحجم الاقتصاد الفرنسي وحجم التبادل الفرنسي مع باقي دول العالم.

المجموعة الرابعة: أسواق أمريكا الشمالية:

تفتح أبوابها بعد 05 ساعات من فتح أبواب أسواق أوروبا وهي:

1- سوق نيويورك: إذ تعتبر نيويورك أهم مركز مالي في أمريكا الشمالية

2- سوق شيكاغو: حيث تعتبر شيكاغو مركزا ماليا وصناعيا مهما في الولايات المتحدة الأمريكية

3- سوق لوس أنجلوس: حيث تعتبر لوس أنجلوس مركزا ماليا وتجاريا مهما في الولايات المتحدة الأمريكية

4- سوق توريننتو: حيث تعتبر توريننتو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا.

المطلب الثاني: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي

تعتبر البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والبنوك المركزية وصناديق التحوط، والشركات من

أهم المشاركين في سوق الصرف الأجنبي وفيما يلي دور كل منها:

الفرع الاول: البنوك المركزية:

تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف ليس من قبيل تحقيق الأرباح كونها لا تتوخى الربح من مزاوله نشاطها ، وهي بالتالي لا تقوم بعمليات المضاربة على العملة ويعتبر الهدف الأساسي من تدخلها في سوق الصرف ، تأمين الشروط اللازمة للتأثير على التجارة وتدخل البنوك المركزية عبر عمليات السوق المفتوحة بهدف التخلص من الاختلالات في التوازن الاقتصادي والمالي ، وحماية مركز العملة المحلية او بعض العملات الأخرى، او تنفيذ اوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة بخصوص المعاملات في العملة ولنفس الاهداف السابقة .

الفرع الثاني: البنوك والمؤسسات المالية: ¹

تتمثل هذه الشريحة أساسا في البنوك التجارية التي تتعامل بصورة مباشرة في سوق الصرف الأجنبي، حيث يمثلون في هذه الحالة ماسكي الصفقات سواء لحسابهم الخاص او لحساب الغير أو في حالة مستعملي سوق الصرف حيث تكون العلاقة مع أسواق الصرف غير مباشرة وفي كل الحالات يعتبرون وسطاء معتمدون على الرغم من أهليتهم في التعامل في سوق الصرف سواء لحسابهم او لحساب الغير، إلا أن هذا النشاط يبقى ثانويا جدا لعدد كبير منهم، حيث يعتمدون مثلهم مثل المؤسسات الاقتصادية والتجارية على هيئات أخرى تمثل في معظم الأحيان بنوك ذات أحجام كبيرة، ويبقى الجزء الذي يتعامل في ميدان سوق الصرف من هذه الشريحة ينقسم بين بنوك تمارس وظيفة ماسكي الصفقات وأخرى مستعملا لها وللتدليل على ذلك فإن في الولايات المتحدة الأمريكية تتمركز أغلب

¹ – Mourice ebauvais et Y. simmah, La Gestion Globale du Risque de Change Nouveaux ENJEUX et Nouveau Risque économique, 1992, Paris, 2^{ème} édition, P 92.

البنوك المحلية والتي يفوق عددها 1000 بنك لها اهتمام سوق الصرف ، يوجد منها 400 نشطة فعلا و50 بنك من هذه الأخيرة لها وظيفة مسك الصفقات.

الفرع الثالث: سمسرة الصرف:

يعتبر سمسرة الصرف وسطاء نشيطين يقومون بتجميع اوامر الشراء او البيع للعملاء الصعبة لصالح البنوك او متعاملين آخرين، ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة او المشتريّة لهذه العملات.

تعتبر بيوت السمسرة جد هامة في إنجلترا وفي نيويورك ولندن فجزء كبير من العمليات يقوم به الوسطاء الذين يعملون لصالح البنوك، وفي ساحة باريس هناك أزيد من 20 سمسارا يكافئون عن طريق عمولة سمسرة¹.

الفرع الرابع: العملاء الخواص:

يشكل العملاء الخواص من ثلاث فئات رئيسية وهي:

- المؤسسات المالية او البنوك الصغيرة
- المؤسسات الصناعية والتجارية
- المستثمرون الدوليون

وفي غالب الأحيان فإن العملاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، إنما يقتصر الأمر فقط على الذين حققوا ويحققون حجما مهما من العمليات والذين لديهم متعاملين خاصين بهم يمكنهم أن يحملوا صفة العملاء الصيارفة ، ومن ثم يحق لهم الدخول إلى قاعات السوق ، اما الذين لا يتوفر لديهم الحجم المهم من العمليات ، فتتم عملياتهم وتمويلاتهم من خلال الهياكل التقليدية للبنوك التجارية بعد دراسة الصفقات².

الفرع الخامس: صناديق التحوط:

والتحوط يعني خفض عدم اليقين بأسعار السوق المستقبلية ومثال على ذلك قد تقوم شركة بريطانية مثلا باستثمار أموالها بالخارج بمطابقة استثمارها في أحد البلدان مع ما يكافئها من قروض تجمع في البلد الذي يتم فيه الاستثمار وتهدف من جراء ذلك خفض نسبة تعرضها لخسائر ناتجة عن تقلبات أسعار العملة.

فإذا انخفضت قيمة أصول الشركة معومة بالجنيه الإسترليني بسبب تقلبات سعر الصرف قد تتخفض التزاماتها بالجنيه الإسترليني بقدر متزامن ، وغالبا ما تستخدم الخيارات كأداة للتحوط .

¹ - عبد المجيد قدي: مرجع سابق، ص 109.

² - عله محمد: مرجع سابق، ص 74.

ولم تكن أسواق الصرف (العملة) من اهتمامات صناديق التحوط، إلا من فترات ليست ببعيدة وينتمي الأشخاص ذوي الثروات الضخمة لصناديق التحوط والذين يقومون باستثمارات او عقود لا تقل عن مليون دولار ، وتستخدم هذه المبالغ الضخمة كغطاء للاقتراض بما يفوق الاستثمار الاولي بعدد مرات ، بحيث تستثمر في اي بقعة من بقاع العالم بأداة واحدة او عدة أدوات في نفس الوقت ، وهم بذلك يوفران سيولة ذات درجة عالية في سوق الصرف (العملة)¹.

المطلب الثالث: أنواع سوق الصرف ووظائفه

الفرع الاول: أنواع سوق الصرف الأجنبي

يوجد نوعين من أسواق الصرف الأجنبي وهما:²

أولاً- سوق الصرف العاجلة:

يعرف على أنها " السوق التي تتبادل فيها عروض وطلبات العملات الأجنبية دون أن يكون لها موقع دائم ، لأن العملات الأجنبية يمكن معالجتها في المراكز المالية الأخرى مثل لندن، باريس، نيويورك، طوكيو...إلخ.

ويعرف ايضا " على أنها تمثل في الأساس سوق مابين البنوك، حيث 90% من العمليات المعالجة من طرف الصيرافة، مخصصة لحساب البنوك، و 10% الباقية مخصصة لتغطية طلبات الزبائن.

وتعتبر هذه السوق الأكثر شيوعا في سوق الصرف وهي غير محددة المكان وتعمل باستمرار كما تعكس أسعار الصرف المطبقة فيها آثار مختلفة على القوى الاقتصادية في العالم من جهة، ومحاولات السلطات النقدية حصر تذبذباتها داخل المجال المناسب وفقا للاتفاقيات الدولية مثل ما هو الحال بالنسبة للنظام النقدي الأوروبي من جهة أخرى.

وتمتاز هذه السوق بعدة مميزات نذكر منها:

- العمليات الفورية تشكل الجانب الأكبر من نشاط أسواق الصرف الأجنبي.
- تسعير العملاء يكون بالدولار، وحتى لو كان الدولار غير مشترك في الصفقات ، كان يباع جنيه إسترليني مقابل المارك الألماني ولا تتم هذه الصفقة إلا إذا كان سوق الصرف في نيويورك مفتوحاً.
- تنشيط سوق الصرف العاملة على مدى 24 ساعة مستمرة، بسبب الاختلاف في الزمن بين المراكز المالية الدولية.

¹ - بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009، ص ص 104-105.

² - عله محمد: مرجع سابق، ص 76.

- تلجأ البنوك المركزية إلى سوق الصرف العاجلة من أجل التأثير على مستوى العرض والطلب على العملة من خلال بيع وشراء العملات ، ومنه التأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا وانخفاضا ، خاصة في ظل نظام التعويم الحر.
- تؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها أسعار عالية، إذا تم تحديد تاريخ التسليم في الصفقة المبرمة.
- تعمل سوق الصرف العاجلة على ظل وجود سعر صرف عاجل رسمي
- سوق الصرف العاجل في بعض الدول يتكون من جزأين:
 - سوق صرف رسمية
 - سوق صرف حرة

ثانيا- سوق الصرف الآجلة:

- ويعرف على أنها المعاملات الآجلة ، الاتفاق الحالي على بيع او شراء كمية محددة من العملة الأجنبية في موعد محدد الأجل ، حيث يكون الاستلام والدفع في مدة تتجاوز اليومين من تاريخ الاتفاق ويتم التبادل والتسليم في وقت لاحق بين تاريخ الاستحقاق¹
- ويعرف أيضا على أنها: "تمثل جزء من سوق الصرف الأجنبي حيث تشير إلى الإطار المؤسسي الذي يشتري ويبيع فيه النقد الأجنبي لتسليم مستقبلي ، عند أسعار متفق عليها اليوم، العقد والسعر الآجال، يمكن عادة أن يعاد التفاوض بشأنهما لفترة أو أكثر عندما يحل تاريخ الاستحقاق².
- ومن خلال ما سبق من تعريف نستخلص أن في ظل هذا السوق يتم تحديد سعر تبادل للعملات الأجنبية مستقبلي بين أطراف التبادل، وهذا بغية تجنب الأخطار الناجمة عن تقلبات سعر الصرف في المستقبل.
- وتتميز سوق الصرف الآجلة بخصائص عدة يمكن التطرق إلى أهمها:
- العقود في هذه السوق نمطية، حيث تكون لفترات مختلفة ثلاثة أشهر، ستة أشهر.....إلخ.
 - إمكانية تمديد العملية الآجلة .
 - العمليات الآجلة للعملات الأجنبية تتم مباشرة بين البنوك او عن طريق الوسطاء
 - لا يوجد سعر آجل رسمي.
 - لا تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الآجلة ، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد عمليات المضاربة بقوة.
 - لا تسعر الأسعار الآجلة في البورصة.

¹ - عرفات تقي الحسن: مرجع سابق، ص 183.

² - Philippe D'arissenet et Thiecry Sevob, Finance internationale, Hachette, Paris , 1990, P 58/59.

الفرع الثاني: وظائف سوق الصرف:

تقوم أسواق الصرف بالوظائف التالية :

أولاً- تسوية المدفوعات الأجنبية: حيث يتم عن طريق هذه الأسواق تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية من سلع وخدمات، إضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف صورها مثل قروض، استثمارات....إلخ.

ثانياً- التحكيم أو الموازنة: ويقصد به شراء العملات في مكان ما تكون فيه رخيصة وبيعها في مكان آخر يكون سعرها أعلى بهدف تحقيق الربح ، فإذا كان سعر الين الياباني في نيويورك أدنى منه في لندن مثلاً فيمكن أن تتحقق الأرباح من خلال شراء الين من نيويورك وبيعه في لندن وتسمى مثل هذه المعاملات بالتحكيم بالصرف الأجنبي، إلا أن هذه العملية سرعان ما تؤدي إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية في ظل الحرية التامة في تحويل العملات المختلفة داخل تلك الأسواق ، والتطور الهائل في وسائل الاتصال.

ثالثاً- التغطية: يقصد بالتغطية تجنب الخسارة في سعر الصرف أي الخسارة المترتبة على تقلبات سعر الصرف، وهو ما يطلق عليه بتغطية الوضع المفتوح للمتعامل في أسواق الصرف الأجنبية دون أن تتضمن هذه العملية تسليم صرف أجنبي أو دفع الثمن بالعملة المحلية في الحال، وإنما هو مجرد اتفاق على بيع وشراء صرف أجنبي عن طريق بنك تجاري في سوق الصرف يسلم مستقبلاً بناءً على ثمن يتفق عليه في الحال ومقابل ذلك يتقاضى البنك عمولة¹.

المطلب الرابع: معاملات سوق الصرف:

يتم تصنيف معاملات سوق الصرف إلى:

الفرع الأول : عمليات الصرف الفورية: تتضمن تجارة الصرف الأجنبي شراء عملة أجنبية مقابل بيع عملة أجنبية أخرى ، فإذا ما تم الاتفاق على صفقة بنقد أجنبي بسعر صرف محدد، فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان التسليم وتاريخ التسليم ، فإذا لم يحدد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها فورية ، وتشكل العمليات الفورية الجانب الأكبر من النشاط في أسواق الصرف ، كما يمثل الصرف الفوري الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي ، وتتم الصفقات باستخدام التسوية الفورية ، وهذا يعني أن العملية سيتم تسويتها بعد مضي يومين من تاريخ إبرام الصفقة.

الفرع الثاني: عمليات الصرف الآجلة: عمليات الصرف الآجلة تتضمن صفقات النقد الأجنبي شراء وبيع العملات في تاريخ أجل محدد، ويقصد بعملية الصرف الآجلة أن يعقد اتفاق لاستبدال عملة مقابل

¹ - عرفان تقي الحسين: مرجع سابق، ص 180.

عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه الطرفين ، وسعر الصرف الأجل لعملة ما هو السعر الذي يتم على أساسه بيع وشراء عملة في تاريخ لاحق، لتاريخ إبرام عقد الصفقة ، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع الصفقة في نفس تاريخ إبرام العقد.

الفرع الثالث: عمليات المبادلة: وتجمع بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت او العكس، او بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية، كأن يبرم عقد بيع بمبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 02 مليون دولار أي بسعر 02 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء بمبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة أشهر بسعر واحد جنيه يساوي واحد دولار، إذن في هذا المثال تم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء ، ففي العقد الأول تم بيع إسترليني وفي العقد الثاني أعيد شراء نفس المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تحدد بعد ثلاثة شهور ويسمى الفرق بين سعر الشراء والبيع بسعر المبادلة.

المبحث الثاني : اسعار الصرف وأنظمتها ونظرياتها.

لزيادة مفهومنا لأسعار الصرف قسمنا هذا المبحث إلى أربع مطالب حيث تضمنت مفهوم أسعار الصرف والأهمية المتزايدة لها، وأيضا وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه، والنظريات المفسرة لسعر الصرف وفي الأخير تطرقنا إلى أنظمة أسعار الصرف.

المطلب الاول : مفهوم سعر الصرف

وسيخصص لتعريف سعر الصرف، اهم صيغه وأخيرا التركيز على اهميته.

الفرع الاول : تعريف سعر الصرف واهم صيغه.

إنه من الواضح أنه لتحويل عملة بعملة أخرى يقتضي وجود نسبة مبادلة هذه العملة بتلك، فأحدى العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى ثمنها لها ، إذن :

* سعر الصرف يعبر عن عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية.¹

* كما يعرف أيضا على أنه عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة محلية للحصول على عملة أجنبية، وأيضا يعرف بطريقة عكسية على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية².

¹ - عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2003، ص 103.

² - أسامة محمد الفولي ، مجدي شهاب: العلاقات الاقتصادية الدولية ، الدار الجامعية الجديدة، القاهرة، 1997، ص 292.

* ويعتبرها الاقتصادي: " حمدي عبد العظيم" أنها بمثابة سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها على الدول المصدرة لهذه العملات ، وتعبّر عن ثمنها بوحدات من العملة الوطنية.

إذن سعر الصرف يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية على ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية ، حيث تتخذ أسعار الصرف عدة أشكال نذكر منها:

أولاً-سعر الصرف الاسمي¹: هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد أخرى، يتم تبادل العملات او عمليات شراء وبيع العملاء حسب أسعارها بين بعضها البعض، وسعر الصرف الاسمي هو محدد رئيسي للثمن المحلي للعملة الأجنبية، ولكن ليس المحدد الوحيد ، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف ولحظة زمنية معينة، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتقلب تبعا لتغير العرض والطلب، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد.

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي اي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية ، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية.

ثانيا-سعر الصرف الحقيقي:

يمثل سعر الصرف الحقيقي ذلك المؤشر الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الحسبان التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية ، وربطها بمستوى الأسعار المحلية اي يعبر بشكل بسيط عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة من السلع المحلية ، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

سعر الصرف الحقيقي : سعر الصرف الاسمي × (مؤشر الأسعار المحلية / مؤشر الأسعار الأجنبية).

وبما أن مؤشرات سعر الصرف الحقيقي هي ناتجة عن عملية ترجيح أسعار صرف الثنائية بين البلد، وأهم المتعاملين التجاريين الرئيسيين، فهي إذن تعبّر عن مدى تغير القوة الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة أساس ، تسمح بقياس تأثيرات الصرف على ميزان المدفوعات ، وايضا معرفة مستوى القدرة التنافسية لأسعار الدولة، فارتفاع هذا المؤشر يدل على انخفاض هذه الأخيرة والعكس صحيح².

¹ - عبد المجيد خدي: مرجع سابق ، ص 104.

² - Peryard Josette. Gestion financière internationale , 3^{ème} édition . V ubert. Paris, 1995, P70.

ثالثاً-أسعار الصرف الفعلية الاسمية:

وهو المعدل الهندسي لمؤشرات سعر الصرف الاسمي في دولة ما مقارنة لعملات الشركاء التجارية ويهدف حسابه إلى معرفة تطورات العملة الوطنية بدلالة عدة عملات أخرى.

رابعاً-أسعار الصرف الفعلية الحقيقية:

يقيس سعر الصرف الحقيقي كيفية تغير سعر صرف بلد معين إزاء شركائه التجاريين بالقياس إلى فترة أساس معينة ، لكن حركات الأسعار الاسمية لا تتطوي على اي شيء يرتبط بالقوة الشرائية للعملة ، كما أنها لا تشير إلى حدوث او مدى حدوث اي تغير في تنافسية سلع التصدير للبلد المعني، ولنفرض على سبيل المثال : أن سعر الصرف الاسمي لبلد معين قد بقي دون تغيير لكن مستوى الأسعار بهذا البلد قد ارتفع إزاء الشركاء التجاريين بالنسبة لفترة أساس معينة، هذا يعني أن سلع تصدير هذا البلد سوف تصبح أعلى ثمنا بالقياس إلى أسعار سلع تصدير شركائه التجاريين¹.
وتصبح عملة البلد مبالغ من قيمتها مما يلقي بالتالي ضغوطا على ميزان الحساب الجاري.

الفرع الثاني: الأهمية المتزايدة لأسعار الصرف:

أن اي تغيير في سعر صرف اي عملة يحمل في طياته مجموعة من التغيرات التي تتفاوت من دولة لأخرى ومن مجتمع لآخر، ولعل مثل هذه التغيرات تؤثر في علاقات الدول وتؤثر في قراراتها، ولهذا سنورد فيما يلي مجموعة العوامل التي تجعل من أسعار الصرف موضوعا ذا أهمية متزايدة في أمور كثيرة يمكن تلخيصها فيما يلي:²

- إن الانفتاح الذي يشهده العالم بفضل وسائل الاتصال يجعل العالم قرية صغيرة بحيث لا يوجد مجتمع معزول لا يتأثر بما يجري في أسواق صرف العملات الأجنبية وبالتالي فإن الناس جميعهم يتأثرون بأسعار الصرف بشكل مباشر او غير مباشر ، فمثلا من تمتلك أرصدة بالعملات الأجنبية يتأثر من ارتفاع وهبوط أسعار صرف هذه العملات ، لأن هذا يؤثر على قيمة ثروته الكلية.
- إن ارتفاع او انخفاض سعر صرف عملة دولية مثل الدولار لا يؤثر على المجتمع الأمريكي وحده، ولكنه يمتد إلى أسواق ودول أخرى عديدة لأن هذا يعني ارتفاع او انخفاض أسعار صرف عملات أخرى مقابل الدولار.

¹ - مولاي بوعلام. سياسات سعر الصرف في الجزائر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الجزائر ، 2005 ، ص ص 05-06.

² - نافذ شوقي الطاق. تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن ، 2003 ، ص ص 35-36.

- تذبذب وتغير أسعار الصرف بسبب عوامل كثيرة، يعني أن أسعار الصرف هي عنصر غير قابل للتوقع والذي يمكن ان يحول الربح إلى خسارة او الخسارة إلى ربح ويؤثر على قرارات المستثمرين وأعمالهم.
- تدويل الأعمال الحديثة : إن الأعمال تتجه بشكل كبير نحو التدويل والعالم مليء بالأمثلة التي تثبت هذا الاتجاه سواء في مجال الشركات المتعددة الجنسيات او في مجال المصارف او غيرها، وهذا التدويل من شأنه أن يوسع نطاق التجارة الخارجية ويزيد من اعتماد الدول على بعضها البعض، وبالتالي يأتي دور أسعار الصرف كعامل مهم في هذا المجال.
- النمو المتسارع للتكنولوجيا والاتصالات وعلاقتها بانتقال الأموال مما يعزز عالمية أسعار الصرف.
- النمو المستمر للتجارة العالمية بالنسبة للإقتصادات الوطنية ، ونرى هذا الشيء بارزا من خلال الموازين التجارية لكافة دول العالم والتي تبين النمو المستمر في جانبي الميزان التجاري ، وبالتالي تزايد الاعتماد الخارجي لكل الدول، ولا يمكن أن ننسى هنا موضوع المنافسة وسهولة انتقال السلع والخدمات عبر الدول.
- مع تفاقم مشاكل المديونية العالمية ومع التغيرات النقدية الدولية وما تشهده أسواق العملات الرئيسية في العالم من تقلبات نتيجة للمضاربات، وعدم قدرة الدول على السيطرة على أسعار صرف عملاتها واتجاه سياسات أسعار الصرف نحو التعويم والتعويم المدار. زادت أهمية موضوع أسعار الصرف، خاصة في كيفية إدارته واختيار نظام سعر الصرف المناسب.

المطلب الثاني: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

وفي هذا المطلب سنسرد باختصار أهم وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

الفرع الاول: وظائف سعر الصرف:

يتميز سعر الصرف بعدة وظائف نذكر أهمها¹ :

أولاً-وظيفة قياسية: حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع أسعار السوق العالمية، وبالتالي يمثل سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار المحلية والعالمية

ثانياً-وظيفة تطويرية: اي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات دول معينة إلى مناطق معينة، من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء او تعطيل فروع صناعية معينة، في حين يمكن الاعتماد على صرف ملائم لتشجيع

¹ - بن شلاط مصطفى . أثر تغيرات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر، رسالة ماجستير، المركز الجامعي بشار ، 2005-

استيرادات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للبلدان، وهنا يمكن الاستشهاد بواقع التبادل التجاري بين الو.م.أ واليابان فعند ارتفاع صرف الدولار إزاء الين الياباني زاد إقبال الأمريكيين على شراء السيارات اليابانية لانخفاض ثمنها بالمقارنة مع السيارات الأمريكية.

ثالثاً-وظيفة توزيعية: أي أن سعر الصرف يمارس وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية ، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي والثروات الوطنية بين بلدان العالم فمثلا عند ارتفاع سعر الصرف الدولار مقابل الين الياباني وبافتراض أن اليابان يستورد الحبوب من الولايات المتحدة الأمريكية فستضطر اليابان من دفع زيادة في الدولارات على استيرادها، مما سيؤثر على احتياطات اليابان من الدولار الأمريكي في حين ترتفع الاحتياطات الأمريكية من الدولار.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

توجد العديد من العوامل تؤدي إلى حدوث تقلبات في أسعار الصرف نذكر منها:

فالمحددات قصيرة المدى هي كالاتي:

- تغير معدلات التضخم بافتراض ثبات العوامل الأخرى ، يؤدي التضخم إلى انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف، خاصة في حالة عدم اتخاذ إجراءات نقدية ومالية للحفاظ على قيمة العملة مرتفعة ، فيطلب الأمر تخفيض العملة في حالة الركود فيؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة.
- التغير في قيمة الصادرات والواردات: كلما زادت قيمة الصادرات عن الواردات من السلع والخدمات كلما ارتفعت قيمة العملة، والعكس صحيح الأمر الذي يؤثر على حركة الحساب الجاري، ومن ثم يتغير سعر الصرف، فزيادة حصيلة الدولة من الصادرات والفائض في الحساب الجاري يؤديان إلى زيادة العملات الأجنبية وتراكمها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية.
- درجة الانفتاح على العالم الخارجي تجارياً: يمكن قياس درجة الانفتاح بمدى انفتاح الدولة المعنية مع الخارج (التجارة الخارجية)، ويمكن التعبير عنه بقسمة إجمالي الصادرات والواردات على إجمالي الناتج المحلي، فكلما كان تكامل الدولة كبيراً مع الخارج كلما ازدادت درجة الانفتاح، فعدد كبير من الدول النامية يتميز بضعف درجة الانفتاح لاعتمادها على صادرات المواد الخام وخاصة الزراعية ذات العائد المتدني، أما الدول الصناعية فدرجة الانفتاح تكون كبيرة، وعادة ما تعرض الدولة لصدمات خارجية فيؤثر ذلك على الصادرات والواردات وسعر الصرف.

كذلك فان مستوى انفتاح حركة التدفقات الرأسمالية يؤثر بدرجة كبيرة ومباشرة على أسعار الصرف، ففي حالة زيادة هذه التدفقات اكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، يؤدي إلى زيادة الاحتياطات الأجنبية وبالتالي ارتفاع قيمة العملة الوطنية، ويحدث العكس في حالة هروب رأس المال إلى الخارج.¹

- الاحتياطات من النقد الأجنبي: تحتفظ الدول باحتياطي النقد الأجنبي لمقابلة الواردات والمدفوعات الخارجية، حيث ان توفر احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي يمكن ان يحافظ على استقرار أسعار الصرف -عادة في ظل نظام سعر الصرف الثابت- ويساعد على حمايته من التدهور، والتي قد تنتج من الصدمات الداخلية والخارجية.
- تدخلات السلطة النقدية تحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي التدخل في السوق بيعا او شراء لدعم قيمة العملة او حفظها، وهناك محددات متوسطة المدى من اهمها:
- التغيير في معدلات الفائدة ، فالزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية سوف يجذب رأسمال الأجنبي وهذا ما تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف بسبب الطلب عليها اما في حالة العكس اي ارتفاع في سعر الفائدة الأجنبية (الدولية) هذا سيحفز المستثمرين المحليين على طلب العملة الأجنبية وذلك للحصول على عوائد أكثر في الأسواق الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية ، وبالتالي ارتفاع قيمة العملات الأجنبية وانخفاض سعر صرف العملة المحلية.
- الوضع السياسي القائم في الدولة: ويعتبر الاستقرار الأمني والسياسي للدولة من اهم العوامل المؤثرة على النشاط الاقتصادي خاصة الإنتاج من اجل التصدير، في حين تكون هناك ضرورة لاستيراد السلع الأساسية ويؤدي ذلك إلى اختلال الميزان التجاري مما ينعكس سلبا على سعر الصرف، وايضا لا يتوفر لدى الدولة المناخ المناسب لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية².

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لسعر الصرف:

هذه النظريات حاولت ايضاح كيفية تحديد أسعار الصرف الآنية والأجلة ، حيث أن هذه النظريات تعرض مجموعة من علاقات التوازن التي تتواجد بين استعمال السلع وأسعار الصرف، ففي هذا المطلب سنحاول سرد أهم هذه النظريات باختصار.

¹ - حيدر عباس حسين ومصطفى إبراهيم عبد النبي وسلمى محمد صالح يحي، محددات سعر الصرف في السودان، سلسلة بحثية تصدرها الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بنك السودان المركزي، الإصدار رقم 07، 2005، ص16.

² - عرفان تقي الحسني: "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي، الطبعة الاولى، عمان، 1999، ص ص 155-159

الفرع الاول : نظرية تعادل القدرة الشرائية:

يعود الفضل في المعالجة الحديثة لهذه النظرية إلى غوستاف كاسل في اوائل العشرينات من القرن العشرين ، وتتطلب الفكرة الأساسية لهذه النظرية كون أن القيمة التوازنية للعملة في المدى الطويل تتحدد بالنسبة بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية.

ومن هنا فإن تكلفة شراء سلع ما على سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية لابد أن تكون مساوية لتكلفة شراؤها في بريطانيا ، وهذا يعني أنه إذا كانت دولة D تعرف معدل تضخم أعلى من ذلك السائد في دولة E فإن الدولة D تسعى إلى رفع وارداتها من منتجات الدولة E لأن الأسعار هناك تكون أقل ارتفاعاً، وفي نفس الوقت تنخفض صادرات الدولة D وهذا ما يؤدي إلى اتجاه الدولة D نحو تخفيض عملتها مقارنة بعملة الدولة E وتحقيق قيمة تعادل جديدة وعليه فإن:

$$\frac{\text{سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 0}}{\text{مؤشر السعر في الخارج}} = \frac{\text{سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 1}}{\text{مؤشر السعر في الداخل}}$$

ولقد تم اختيار هذه النظرية من حيث أنها ذات دلالة في الأجل الطويل أكثر منها في المدى القصير. وقد وجهت انتقادات لهذه النظرية:

- اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المفسرة: أسعار استهلاك (أسعار الإنتاج، الواردات.....إلخ)
 - يتوقف تصدير السلع او استيرادها على القوة الشرائية للعملة داخل بلدها بالقياس إلى القوة الشرائية من الداخل للعملة الأخرى، وكذلك على نفقات النقل وعلى القيود التي تفرضها الدول على التجارة الخارجية.
 - لا تعطي قوة تعادل القوة الشرائية أهمية لتحولات الفوائد والأرباح وانتقال رؤوس الأموال إلا في أضيق الحدود.
 - تفترض هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف يكون ناجماً فقط عن التغير في القوة الشرائية للنقود ، اما التغير في أذواق المستهلكين وظهور سلع بديلة ليس له اعتبار في تحديد سعر الصرف.
 - أن هذه النظرية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية وليس بكامل ميزان المدفوعات.
 - وجود بعض الخدمات لا تدخل ضمن التجارة الدولية لعدة أسباب وبالتالي عدم وجود وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بين أسعارها.
- إذن يتوقف نجاح تعادل نظرية القوة الشرائية على :
- سيادة حرية التجارة الدولية، ذلك أن وجود القيود من شأنه تشويه الأسعار

- سيادة حرية تحويل النقود من دولة لأخرى وعدم إخضاع ذلك لنظم المراقبة .

الفرع الثاني- نظرية تعادل أسعار الفائدة:

تعتبر من بين المحددات الرئيسية لسعر الصرف، يركز محورها على البعد النقدي حيث يجب أن نشير أيضا إلى أهمية الأسواق الأجلة التي تتوافق مع نظرية تعادل القوة الشرائية، وهذا حسب كروجر حيث يفرض أن معدل التضخم المتوقع يساوي الصفر وبالتالي فإن تسوية الصرف المرن منذ السبعينات ، نتج عنه تجديد فائدة على معظم الباحثين لنظرية الصرف الأجل (معروفة تحت اسم تعادل معدلات الفائدة)، ذات الصلة بنظريات جون منيارد كينز ، وهذا بسبب الايجابيات المطروحة التي تمنحها تغطية لأجل للمتعاملين الدوليين.

فتباين معدلات الفائدة في دولتين يجب أن يساوي نسبة التحسن او التدهور المنتظر للعملة الصعبة مقارنة بالعملة الوطنية¹.

ووفقا لهذه النظرية فإنه لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي ، عند توظيفهم للأموال في دول فيها معدل فائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي ، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الأجل ، ويمكن أن تتم العمليات على النحو التالي²:

يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم (M) في أسواقهم المحلية لمدة سنة مثلا ، ويحصلون في النهاية على $M(1+id)$ ، (حيث id معدل الفائدة)، ويجب أن يكون هذا المبلغ مساويا حسب هذه النظرية للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملة صعبة أجنبية بسعر الصرف الآني (نقدا) ، وتوظيفها في أسواق أجنبية بمعدل فائدة i_E وإعادة بيعها لأجل بشكل يمكن من الحصول مجددا على مبلغ بالعملة المحلية ، ويمكننا أن نعبر عن ذلك رياضيا:

$$M(1 + i_D) = \frac{M}{CC}(1 + i_E) \times CT \dots \dots \dots (1)$$

CC: سعر الصرف الآني

CT: سعر الصرف الأجل

iE: معدل الفائدة الخارجي الاسمي

iD: معدل الفائدة الداخلي الاسمي

وبالتالي فإن:

$$\frac{CT}{CC} = \frac{(1 + i_D)}{(1 + i_E)} \dots \dots \dots (2)$$

¹ - مولاي بوعلام: مرجع سابق، ص 27.

² - عبد المجيد قدي: مرجع سابق ، ص 122.

وبطرح 1 من 2 نحصل على:

$$\frac{CT}{CC} - 1 = \frac{(1 + i_D)}{(1 + i_E)} - 1$$

أو:

$$\frac{CT - CC}{CC} = \frac{i_D + i_E}{1 + i_E}$$

وإذا كانت i_E صغيرة جدا يمكننا كتابة المعادلة 4

$$\frac{CT - CC}{CC} = \frac{i_D - i_E}{CC}$$

وتسمح هذه النظرية بربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف رغم الايجابيات التي تمتاز بها هذه النظرية إلا انها تعرضت لبعض الانتقادات ومنها:

- أن معدلات الفائدة لا تمثل عاملا مهما في توجيه سلوك المحكمين
- يمكن أن تحدث عملية المضاربة أثارا تقلبية
- يمكن أن توجد حواجز تعيق لحركات رؤوس الأموال (الرقابة على الصرف)
- المحكمين لا يمكنهم القيام لعملية التحكم مثلما يفرضه هذه النظرية .

الفرع الثالث- نظرية الأرصد:

حسب هذه النظرية فإن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغير، فإذا حقق ميزان المدفوعات للدولة فائض فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، واما عند حدوث عجز في ميزان المدفوعات فإن ذلك يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها الخارجية.

الفرع الرابع- النظرية مستوى الإنتاجية:

يرى أصحاب هذه النظرية أنه من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي والاستقرار النقدي للدولة يجب أن يسير سعر الصرف في نفس اتجاه القوى الإنتاجية لهذه الدولة باعتبار أن لحجم وكفاءة الجهاز الإنتاجي الأثر البالغ في تحديد سعر صرف العملة المحلية، فكلما زادت إنتاجية القطاعات المختلفة للاقتصاد الوطني كلما زادت حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل قصد الاستثمار، ومنه الطلب على العملة المحلية، وهو بالتالي تحسین سعر صرف العملة، اما في حالة انخفاض الطلب على العملة المحلية فيحدث العكس تماما، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمة العملة. كما تؤكد هذه النظرية على ضرورة تعويم العملة المحلية بالشكل الذي يتناسب وإنتاجية الاقتصاد الوطني في كافة قطاعاته او سيؤدي إلى اختلال التوازن الاقتصادي الكلي.

ففي حالة انخفاض مستوى الإنتاجية مع تحديد سعر صرف العملة المحلية بقيمة مبالغ فيها اي أكبر من قيمتها الحقيقية ، يؤدي ذلك إلى ارتفاع الأسعار المحلية نظرا لانخفاض الإنتاج وانخفاض الصادرات بسبب ارتفاع قيمة العملة ، هذا من جهة، وزيادة الطلب على السلع الأجنبية يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان المدفوعات من جهة أخرى مثلما حدث لألمانيا سنة 1924¹.

اما في حالة تحديد سعر الصرف العملة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع في أسعار السلع والخدمات، وحدث تضخم نتيجة ارتفاع الطلب الأجنبي على هذه الأخيرة مثلما حدث للهند بعد الحرب العالمية الثانية.

المطلب الرابع: أنظمة أسعار الصرف:

يتناول الباحث في هذا المطلب التصنيفات المختلفة لأنظمة سعر الصرف ، و الفرق بين

النظم الرسمية والفعلية لسعر الصرف وذلك كما يلي:

الفرع الاول : أنواع أنظمة سعر الصرف

ويقصد بنظام الصرف الكيفية التي حددت على أساسها أسعار صرف العملات².

وتصنف هذه الأنظمة إلى ثلاثة نظم هي : نظم سعر الصرف المربوطة بالجمادة ونظم سعر الصرف المعوم ونظم سعر الصرف المتوسطة او ما تسمى بالربط اللين.وسيتم عرض تلك الأنظمة بصورة موجزة وفقا للتصنيف المعروض في الجدول التالي:

الجدول رقم (04) : التصنيفات المختلفة لأنظمة سعر الصرف.

الأنظمة المربوطة بالجمادة	الأنظمة المتوسطة	الأنظمة المعومة
-استخدام عملة أجنبية بدلا	-الربط الثابت التقليدي	-التعويم المدار
من عملة محلية	-الربط الثابت ذي النطاق الافقي	-التعويم الحر
-الاتحادات النقدية	-الربط الزاحف	
-مجالس العملة	-النطاق الزاحف	

المصدر: عماد عمر محمود علي الهنداوي، علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري،رسالة دكتوراه، جامعة الزقازيق، مصر، 2011،ص8.

أولا-أنظمة سعر الصرف المربوطة بالجمادة:

وتعني ربط العملة المحلية بعملة رئيسية مثل (الدولار - يورو - ين.....)بطريقة جامدة ومن الامثلة على تلك الأنظمة ما يلي:³

¹ - بن زابر مبارك: نظرية الأسواق الفعالة، دراسة حالة سوق الصرف، رسالة ماجستير، المركز الجامعي بشار، 2005-2006، ص 26.

² - Favgere.J.P.Jvoisin.C.F le Système Financier et Montaire Internationale , édition Mathan, 1994, P80.

³ -عماد عمر محمود علي الهنداوي،علاقة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري، رسالة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة الزقازيق ،مصر ، 2011، صص8-9.

1- استخدام عملة أجنبية بدلا من عملة وطنية:

يتم التعامل داخل الدولة بعملة دولة أخرى (الدولار مثلا)، بحيث تتخلى السلطات النقدية عن استقلالية سياستها النقدية، ومن أمثلة الدول التي تطبق هذا النظام، بنما والاكوادور والسلفادور ودول جنوب الباسيفيك الأربع، فهذه الدول ليس لها عملات مستقلة ويتم التعامل بالدولار الأمريكي.

2- الاتحادات النقدية:

ان تكون الدولة عضوا في اتحاد نقدي، ووفقا لهذا النظام فان العملة التي يتم تداولها في دولة معينة يمكن تداولها في واحد او اكثر من الجيران او الشركاء الرئيسيين، مثل الاتحاد النقدي لدول اوربا، وفي ظل هذا النظام ايضا لا توجد سياسة نقدية مستقلة للدولة العضو. ويطلق صندوق النقد الدولي على هذا النظام وسابقه بأنظمة سعر الصرف التي ليس لها عملة قانونية مستقلة.

3- مجلس العملة:

يعهد إلى لجنة قانونية مهمة تحديد سعر صرف العملة المحلية، وهذا يعني ان تثبيت سعر الصرف ليس بفعل النظام فقط وإنما بقوة القانون، وتكون العملة المصدرة مغطاة بالكامل بعملة أجنبية او الذهب، ويتم الاعتماد على الاحتياطي من النقد الأجنبي في التأثير على كمية النقود، حيث ان اي زيادة في الاحتياطيات تؤدي إلى توسع نقدي مقابل تلك الاحتياطيات، واي انخفاض للاحتياطيات يؤدي إلى انكماش نقدي، وبالتالي ارتفاع في أسعار الفائدة ثم انكماش اقتصادي، وعلى ذلك فان النظام يحتوي في داخله على الية نقدية تؤدي إلى الحفاظ على سعر الصرف، ولا يستطيع البنك المركزي ان يكون المقرض الاخير للجهاز المصرفي او ان يتحكم في زيادة عرض النقود، ومن الدول التي تطبق هذا النظام الان هونج كونج بداية من عام 1983 واستونيا عام 1994 وبلغاريا عام 1997 .

ثانيا- أنظمة سعر الصرف المتوسطة:

تشبه أنظمة سعر الصرف المربوطة لكنها تسمح بدرجات متفاوتة من المرونة ومنها:

1- الربط الثابت التقليدي: هو نظام سعر الصرف الذي ترتبط فيه العملة المحلية للدولة بعملة دولة رئيسية او بسلة من عملات الشركاء التجاريين والماليين، ومن الممكن ايضا ان تتكون من عملات معيارية كحقوق السحب الخاصة وذلك باوزان نسبية يراعى فيها التوزيع الجغرافي للتجارة والخدمات و تدفق رؤوس الأموال، مع السماح بتقلبات في حدود ضيقة، مثل $\pm 1\%$ حول السعر المركزي، او ان التقلب في سعر الصرف يكون في حدود $\pm 2\%$ ، وتتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف إذا زاد التقلب في سعر الصرف عن هذا الحد، حيث تكون السلطات النقدية دائما جاهزة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي مباشرة عن طريق بيع او شراء العملات الأجنبية او بطريقة غير مباشرة عن طريق التأثير في تحديد أسعار الفائدة او القيود الادارية او الاقناع الادبي، وذلك للحفاظ على قيمة التعادل الثابتة، وتكون المرونة المتاحة للسياسة النقدية في ظل هذا النظام محدودة ولكنها اوسع من تلك المتاحة

في ظل نظام الربط الجامد، ويستطيع البنك المركزي ان يمارس وظائفه التقليدية، كما يمكن للسلطات النقدية ان تتدخل وتعديل سعر الصرف.

2- الربط الثابت ذو النطاق الافقي : وفي ظل هذا النظام ترتبط العملة المحلية للدولة مع عملة رئيسية او مع سلة من العملات بسعر مركزي (مرساة) ويسمح لها بتذبذب اكبر من المدى $\pm 1\%$ ولكن داخل نطاق معين او هامش محدد وتتدخل السلطات النقدية في حالة الخروج عن النطاق.

3- الربط الزاحف: حيث ترتبط العملة المحلية بعملة رئيسية او سلة من العملات بسعر مركزي، يتم تعديله من فترة إلى اخرى (قد تكون فترات منتظمة) بمقدار ثابت وصغير، وهذا النظام تتبعه بعض الدول التي تعاني من معدلات مرتفعة من التضخم، الامر الذي يتطلب اعادة تقييم عملتها بانتظام وبصفة دورية من خلال اجراء تخفيضات في قيمة العملة قد تصل إلى تخفيضات اسبوعية.

4- النطاق الزاحف : يتشابه هذا النظام مع نظام الربط الزاحف ولكن يختلف عنه في ان الزحف يكون داخل نطاق له حدود عليا وحدود دنيا.

ثالثا- أنظمة سعر الصرف المعموم:

وتتكون من نظامين هما:

1- التعويم المدار: حيث يتحدد سعر الصرف بتفاعل قوى العرض والطلب على العملات، وتتدخل السلطات النقدية في السوق لإدارة سعر الصرف وذلك لمنع التقلبات الحادة في السوق، دون تحديد مستوى معين لمسار سعر الصرف، ويطلق صندوق النقد الدولي على هذا النوع من أنظمة سعر الصرف، التعويم المدار مع عدم التحديد المسبق لمسار سعر الصرف، ومن خلال هذا النظام تستطيع السلطات النقدية التأثير على حركة سعر الصرف، بالتدخل النشط في سوق الصرف الأجنبي، للتأثير على اتجاه سعر الصرف في الأجل الطويل دون سابق تحديد لمسار سعر الصرف او استهدافه، وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشرا او غير مباشر¹، وهناك مؤشرات يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية التعديل (ميزان المدفوعات- مستوى الاحتياطيات الدولية- مدى ظهور اسواق موازية).

2- التعويم النظيف (الحر): وفيه لا تتدخل السلطات النقدية في أسعار الصرف بالبيع او الشراء للتأثير على اتجاهات السوق، حيث يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير حسب قوى السوق.²

وبالإضافة إلى التقسيم الثنائي المشار اليه لأنظمة سعر الصرف المعموم، قد صنف بوفينجر

وويلمز هوزر أنظمة سعر الصرف المعموم إلى ثلاثة اقسام هي:³

¹ - روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، وسم كاراكادغ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف، قضايا اقتصادية، عدد38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص 04.

² - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 116.

³ Boufiger Peter, Wollmershauser Timo, managed floating: understanding the new international monetary order, working paper, wurzburg economic papers, No.30, university of Wurzburg, 2001, pp4-5

أ-التعويم الحر: حيث يتحدد سعر الصرف بناء على قوى العرض والطلب في سوق الصرف دون تدخل من السلطات النقدية.

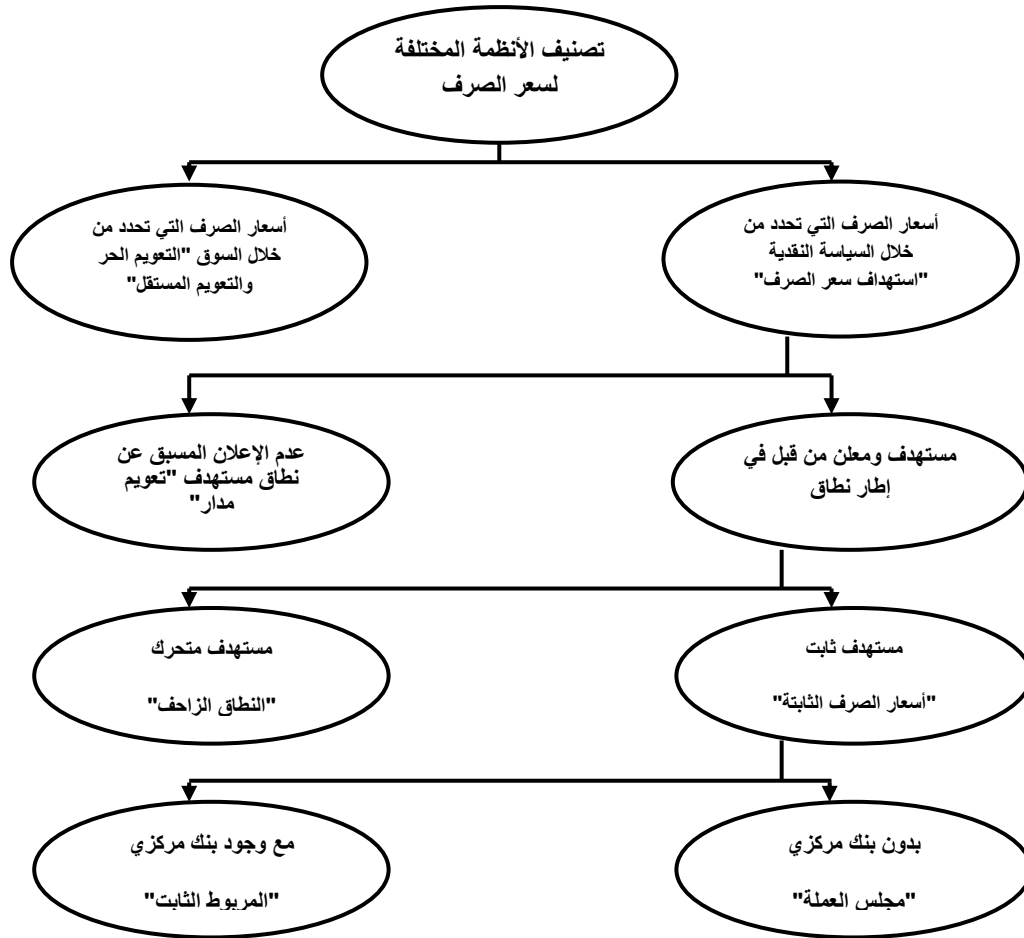
ب-التعويم المستقل: حيث يتحدد سعر الصرف بناء على قوى العرض والطلب في سوق الصرف ،ولكن يوجد تدخل قصير الأجل من السلطات النقدية للتخفيف من حدة التقلبات دون تحديد مسار سعر الصرف.

ج-التعويم المدار:حيث تؤثر السلطات النقدية في ظل هذا النظام على حركة سعر الصرف بالتدخل النشط في اسواق الصرف عندما ترى لذلك ضرورة.

ويتمثل الفارق الرئيسي بين التعويم المدار من جهة والتعويم المستقل والتعويم الحر من جهة اخرى في ان مسار سعر الصرف في النظام الاول يتحدد من خلال البنك المركزي او الحكومة ،بينما يتحدد مسار سعر الصرف في النظامين الاخرين من خلال السوق ،ويكون تدخل السلطات النقدية قصير الأجل للتخفيف من حدة التقلبات دون تحديد مسار سعر الصرف.

ويرى اصحاب هذا التصنيف ان التعويم المدار يجب ان يصنف داخل الأنظمة المتوسطة لسعر الصرف ،حيث يصنفون أنظمة سعر الصرف إلى صنفين رئيسيين ،الاول يتضمن نظامي سعر الصرف اللذان يحددان من خلال السوق وهما التعويم الحر والتعويم المستقل ،والثاني أنظمة سعر الصرف التي تتحدد من خلال السياسة النقدية وتستهدف سعر الصرف وهما مستهدف ومعلن من قبل في اطار نطاق وتعويم مدار ،والمستهدف ومعلن في اطار نطاق اما مستهدف ثابت (أسعار الصرف الثابتة) او مستهدف متحرك (النطاق الزاحف) ، و أسعار الصرف في حالة عدم وجود بنك مركزي مثل مجلس العملة ،او مع وجود بنك مركزي مثل المربوط الثابت ، ويتصح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (02): تصنيف بوفينجر وويلمزهورر لأنظمة سعر الصرف.



Source: Bouffier Peter ,Wollmershäuser Timo,managed floating: understanding the new international monetary order ,working paper , wurzburg economic papers ,No.30 ,university of Wurzburg ,2001,p5.

الفرع الثاني: نظم سعر الصرف الرسمية والفعلية

يقصد بأنظمة سعر الصرف الرسمية او المعلنة، الأنظمة التي تعلن الحكومات رسمياً عن انتهاجها، بينما أنظمة سعر الصرف الفعلية هي أنظمة سعر الصرف التي تطبقها الدول فعلياً، فقد تعلن الحكومات عن انتهاجها لأحد أنظمة سعر الصرف من الناحية الرسمية بينما من الناحية الفعلية تطبق نظاماً آخر لأسباب شتى، منها الخوف من التعويم، فقد تعلن بعض الدول رسمياً انتهاجاً أنظمة سعر الصرف المعوم، إلا أنها فعلياً لا تقوم بذلك لأسباب متعددة، منها الخوف من الآثار المترتبة على تعويم سعر الصرف، أو ما يسمى بالخوف من التعويم¹، والتي غالباً ما يصاحبه انخفاض في قيمة العملة، مما يترتب عليه ارتفاع في المستوى العام في الأسعار، إضافة إلى التأثير السلبي على ميزانية

¹ Calvo, G.A., and Reinhart, C. (2002). "Fear of Floating." Quarterly Journal of Economics, CXVII(117), 2002 , p. 380.

الشركات والقطاع المصرفي، وبخاصة عندما تكون ادوات التحوط ضد مخاطر العملة غير متوفرة، ومنها ايضا الخوف من انخفاض مصداقية الدولة امام المواطنين في انها جادة في الحد من التضخم. وقد صنفت عدة دراسات تطبيقية أنظمة سعر الصرف الفعلية لعدد من الدول، واستخدمت في ذلك منهجيات مختلفة منها دراسة التقلبات الشهرية في أسعار الصرف الاسمية ومعدل التغير في التقلبات الشهرية لأسعار الصرف الاسمية، والتقلبات في الاحتياطات، ومن اهم هذه الدراسات: دراسة رينهارت وروجوف سنة 2004، ودراسة يياتي وستيورزنجر سنة 2002 وتصنيف صندوق النقد الدولي بداية من عام 1999، وتصنيف بوبولا واتكر-روب سنة 2005، وسيتم عرض دراستين من هذه التصنيفات فيما يلي:

أولاً- تصنيف يياتي و ستيورزنجر للنظم الفعلية.¹

قام كل من "يياتي" و "ستيورزنجر" بتصنيف أنظمة سعر الصرف الفعلية في 179 دولة في الفترة 1974-2004، حيث قدما ورقتهما الاولى في عام 2001 وتم تحديث البيانات في عامي 2005 و2007، واعتمدا في تصنيفهما لأنظمة سعر الصرف على ثلاثة مؤشرات هي:

- 1- التقلبات في أسعار الصرف الاسمية: وهي عبارة عن متوسط القيمة المطلقة للتغيرات الشهرية في أسعار الصرف الاسمية .
- 2- الانحراف المعياري بالنسبة المئوية للتغيرات الشهرية في أسعار الصرف الاسمية وهي تعبر عن معدل التغير في تقلبات أسعار الصرف الاسمية .
- 3- معدل التقلبات في الاحتياطات : ويحسب هذا المؤشر على خطوتين:

خطوة الاولى: حساب صافي الاحتياطات بالدولار = (الاصول الاجنبية- الخصوم الاجنبية- ودائع الحكومة)

/سعر الدولار مقوم بالعملة الاجنبية

خطوة الثانية: يحسب معدل التقلب في الاحتياطات كما يلي:

معدل التقلب في الاحتياطات = (صافي الاحتياطات في الفترة الحالية- صافي الاحتياطات في الفترة السابقة) / القاعدة النقدية في الفترة السابقة مقومة بالدولار

وقد اكد الباحثان على ان هذه المؤشرات الثلاثة يمكن من خلالها الحكم على نوعية نظام سعر الصرف الفعلي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

¹Eduardo Levy-Yeyati ,Federico Sturzenegger ,Classifying exchange rate regimes:Deeds vs. words ,European Economic Review ,No 49 .2005 .pp1106-1111.

جدول رقم (05) : تصنيف يياتي و ستيورزنجر لأنظمة سعر الصرف الفعلية.

نوع النظام المطبق	التقلبات في أسعار الصرف الاسمية	معدل التغير في تقلبات أسعار الصرف الاسمية	معدل التقلب في الاحتياطات
سعر الصرف المعموم	مرتفعة	مرتفع	منخفض
التعويم المدار	مرتفعة	مرتفع	مرتفع
الربط الزاحف	مرتفعة	منخفضة	مرتفع
الربط الثابت	منخفضة*	منخفضة	مرتفع
غير حاسم*	منخفضة	منخفضة	منخفض

Source: Eduardo Levy-Yeyati ,Federico Sturzenegger ,Classifying exchange rate regimes:Deeds vs. words ,European Economic Review ,No 49 .2005 .p1111

وطبقا لهذا التصنيف، فإن التقلبات المرتفعة في الاحتياطات مع انخفاض التقلبات في أسعار الصرف الاسمية، دليل على تطبيق أنظمة سعر الصرف المربوطة الثابتة، ويعتبر ذلك مؤشرا على استخدام البنك المركزي للاحتياطات في التدخل في سوق الصرف للمحافظة على قيمة سعر الصرف الاسمية، مما يعرض تلك الاحتياطات للتقلبات المرتفعة، وايضا طبقا لهذا التصنيف، فإن انخفاض مقدار التقلبات في الاحتياطات مع ارتفاع مقدار التغير في أسعار الصرف الاسمية يعد مؤشرا على تطبيق أنظمة سعر الصرف المعموم، لعدم استخدام البنك المركزي للاحتياطات من اجل التدخل في اسواق الصرف.

ثانيا- تصنيف بوبولا و اوتكر روب:¹

قدم بوبولا و اوتكر روب منهجيتهما في تصنيف أنظمة سعر الصرف في سبتمبر 2002، حيث شملت الدراسة كل الدول الاعضاء في صندوق النقد الدولي في الفترة من 1990 إلى 2001، وقد انتقد الباحثان التصنيف الرسمي والمعلن من قبل صندوق النقد الدولي لأعضائه والذي اعتمد على أنظمة سعر الصرف الرسمية لكل دولة دون الفعلية وذلك في الفترة من عام 1975 إلى 1998 وذلك لعدة اسباب منها:

أ-الاعتماد على ما تعلنه كل دولة عن نظام سعر الصرف الخاص بها دون التحقق من انها تقوم بتطبيقه ام لا.

ب-عدم التمييز بين الربط الجامد وبين الربط اللين.

*تعتبر هذه القيمة منخفضة إذا كانت اصغر من 0.1%.

* إذا انخفضت تقلبات المؤشرات الثلاث في وقت واحد فان هذا التصنيف لا يستطيع التعرف على نظام سعر الصرف الفعلي.

¹⁻ Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, the evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies ,IMF Working Paper, wp/02/155 ,2002pp6-13.

وقد قام الباحثان ببناء قاعدة بيانات شهرية لتصنيف أنظمة سعر الصرف الفعلية واعتمدا على مسميات الأنظمة الموجودة في تصنيف صندوق النقد الدولي لعام 1999، وذلك بعد إضافة عدة تعديلات عليه، فقد قسما الربط الزاحف إلى الربط الزاحف إلى الامام والربط الزاحف إلى الخلف، كما قسما التعويم المدار إلى تعويم مدار صارم وتعويم مدار، اما بالنسبة لمنهجيتهما في التصنيف، فقد اعترضوا على الاقتصار على ملاحظة كل من سلوك أسعار الصرف الاسمية والاحتياطيات للحكم على نظام سعر الصرف الفعلي وبررا ذلك بما يلي:

*ان استقرار سعر الصرف في بعض الاحيان قد لا يكون سببه ان نظام سعر الصرف المتبع هو احد الأنظمة المربوطة، وانما قد يعود إلى الاستقرار الاقتصادي للدولة او إلى عدم وجود صدمات خارجية خلال تلك الفترة.

*قد تحدث تقلبات في سلوك أسعار الصرف الاسمية وايضا في الاحتياطيات في ظل نظام معين لسعر الصرف، ولا يعني مجرد التقلبات الخروج على ذلك النظام، فمثلا التخفيض الكبير في قيمة العملة في ظل ربط سعر الصرف، لا يعني الانتقال إلى نظام سعر صرف اكثر مرونة.

*ربما توجد اخطاء في التحليل الاحصائي، عند متابعة سلوك سعر الصرف الاسمي بغية الوصول إلى سلوك سعر الصرف الفعلي، ويرجع ذلك إلى وجود اسواق موازية لسعر الصرف، حيث ان التقارير الرسمية عن سلوك سعر الصرف يشمل جزءا من التعاملات الخارجية فقط، بينما باقي التعاملات تتأثر بسعر الصرف في السوق الموازية والذي يتحدد من خلال السوق.

*ان التغيرات في كمية الاحتياطيات لا تعزى كلها إلى نظام سعر الصرف فحسب، فهناك عوامل اخرى قد تؤثر في حجم الاحتياطيات منها حجم الدين وعبء خدمة هذا الدين، وطريقة ادارة هذه الاحتياطيات، إضافة إلى ان بيانات الاحتياطيات قد تؤثر فيها تغيرات أسعار صرف العملات، او القروض الخارجية او اعادة المدفوعات.

*توجد تدخلات في سوق سعر الصرف احيانا بطريقة خفية من اجل حماية العملة، منها : العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلة، والطرق الادارية والقانونية للرقابة والتحكم في العملة الأجنبية وايضا من خلال الاقناع الادبي.

ولأخذ الملاحظات السابقة في الاعتبار، فقد قام الباحثان ببناء قاعدة بيانات تعتمد على التحليل الكمي والنوعي لتصنيف أنظمة سعر الصرف الفعلية، واعتمد على تصنيف صندوق النقد الدولي لعام 1999 لأنظمة سعر الصرف الفعلية بالإضافة إلى مايلي:

- لا يصنف نظام سعر الصرف على انه مربوط ثابت إلا إذا كان هناك تدخل رسمي مباشر او غير مباشر وذلك بغية المحافظة على قيمة العملة المحلية ثابتة.

-يصنف نظام سعر الصرف على انه مربوط ثابت تقليدي، إذا كان سعر الصرف ثابتا وتظل تقلباته في حدود عن $\pm 2\%$ لمدة لا تقل عن اربعة اشهر مقابل عملة الارتكاز (المرساة)، وبالنسبة لتصنيف الأنظمة المربوطة بسلة من العملات فقد وجد الباحثان صعوبة في التحقق من ذلك وخاصة عندما تكون مكونات واوزان السلة غير معلنة، ففي هذه الحالة يعتمدان على أسعار الصرف الرسمية.

-تصنف أنظمة سعر الصرف على انها مربوطة زاحفة (سواء كان الزحف داخل نطاق ام بدونه) عندما تكون هناك دلائل معلنة وغير معلنة تدل على تخفيض متواصل لقيمة العملة بنسب صغيرة سواء كان ذلك في ظل نطاق ام دون نطاق، وسواء كان ذلك معلنا او غير معلن، ولقد تم التمييز بين الزحف إلى الامام والزحف إلى الخلف كي يكون مؤشرا على درجة تعهد السلطات على الحفاظ على مستوى معين لمسار سعر الصرف، وايضا في الحفاظ على مرساة اسمية.

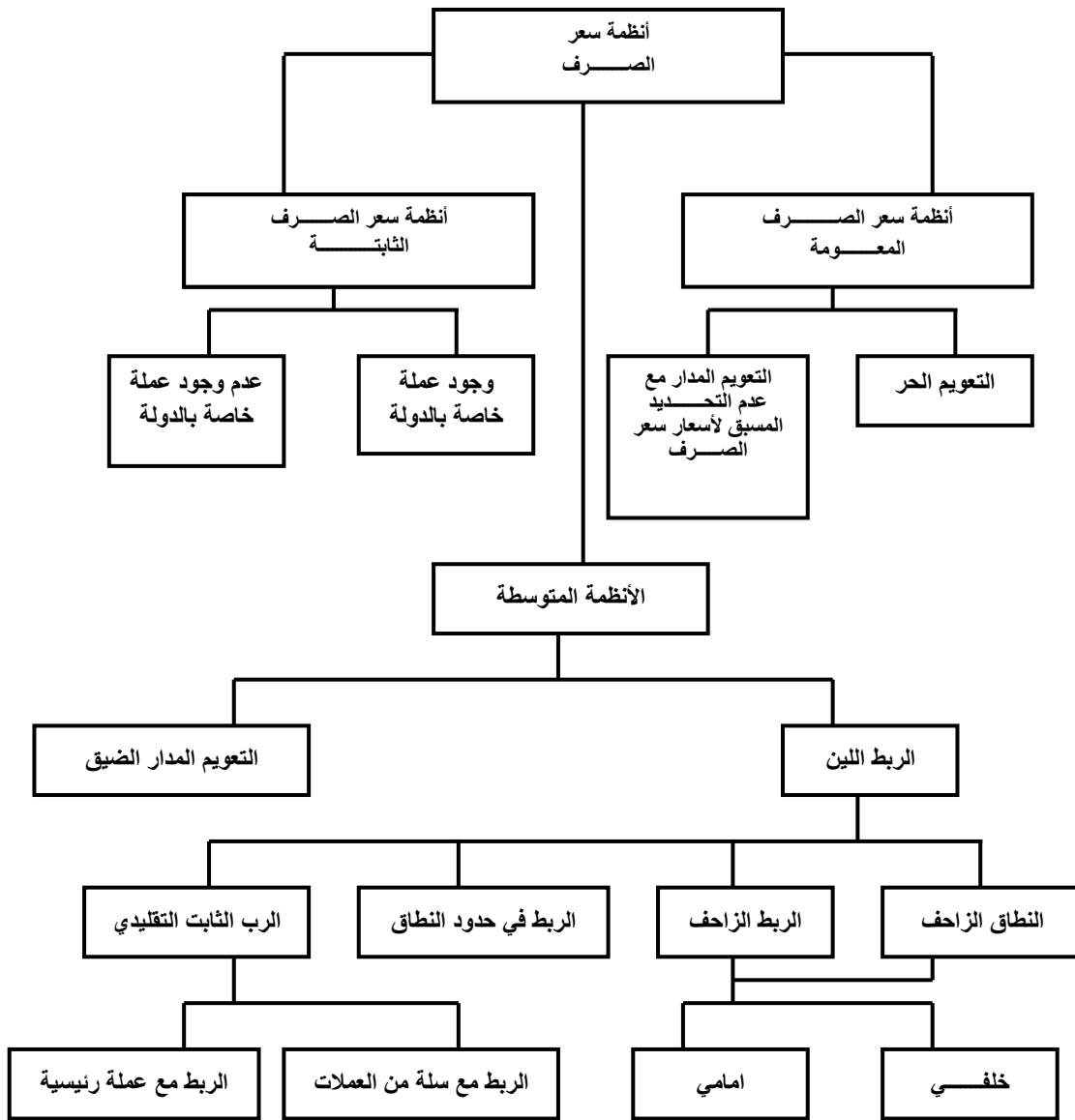
-يصنف نظام سعر الصرف على انه مربوط ثابت او مربوط زاحف، في حالة التدخل الشديد من قبل السلطات النقدية في تحديد سعر الصرف، بحيث تكون التقلبات في سعر الصرف ضيقة او محدودة، حتى لو كان الاعلان بان نظام سعر الصرف المتبع هو مربوط زاحف داخل نطاق معين.

-يصنف نظام سعر الصرف على انه تعويم مدار، عند حدوث تخفيض متواصل لقيمة العملة في فترة قصيرة جدا حتى لو ان السلطات النقدية اعلنت ان النظام الفعلي هو المربوط الثابت، ومن الامثلة على ذلك حالة بنغلاديش في الفترة من 1995-1997، وايضا يصنف سعر الصرف على انه تعويم مدار إذا كانت الدولة بها سوق موازية لسعر الصرف ومعظم العمليات يغلب عليها السعر الذي يتحدد من خلال السوق "السعر الثانوي"، ومن امثلة ذلك حالة ميانمار ونيجيريا عام 1995 .

-يعتبر التدخل من قبل السلطات النقدية بهدف التأثير على اتجاه سعر الصرف في الأجل الطويل، وكذلك مدى التدخل لمنع التقلبات الحادة في أسعار الصرف معيارا للتفرقة بين التعويم الحر والتعويم المدار، فإذا تدخلت السلطات النقدية لتحقيق استقرار في مسار سعر الصرف وذلك من خلال التوجيه والتحكم في سعر الصرف، وكان هذا الاستقرار في سعر الصرف مختلفا عن ذلك المتحقق من خلال تطبيق أنظمة الربط الثابت او الربط الزاحف او الربط الزاحف داخل نطاق معين، صنف ذلك النظام على انه تعويم مدار صارم، ومن الامثلة على ذلك حالة البراجواي وسنغافورة.

ويلخص الشكل التالي:

الشكل رقم (03) : تصنيف أنظمة سعر الصرف الفعلية لبوبولا واوتكر.



Source: Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, the evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies, IMF Working Paper, wp/02/155, 2002p14.

الفرع الثالث: مميزات وعيوب أنظمة سعر الصرف الثابتة والمعوومة. وهي كالآتي:

أولاً- مميزات وعيوب أنظمة أسعار الصرف الثابتة.

وتتمثل أهم المميزات وعيوب هذا النظام في النقاط التالية:

1- ثبات سعر الصرف كهدف وسيط للسياسة النقدية:

يعتبر اختيار سعر الصرف كأحد الأهداف الوسيطة، يمكن السلطات النقدية من تحقيق الهدف النهائي وهو تحقيق الاستقرار السعري وذلك لتوفر معيارين من المعايير التي لا بد أن تتوفر في الهدف الوسيط فيه هما:

-يمكن ملاحظته بسهولة وبطريقة مباشرة ،حيث انه إذا انتهجت الدولة احد أنظمة سعر الصرف الثابت ذي النطاق الضيق ،يمكن توقع ان ذلك الاختيار سوف يحقق الهدف النهائي وهو الاستقرار السعري بينما إذا تم اختيار نظام سعر صرف ذي نطاق واسع او كان غير واضح فانه من الصعب توقع تحقيق الهدف النهائي ،اما إذا سمح لسعر الصرف ان ينحرف عن السعر المركزي بمقدار كبير ولفترة طويلة من الزمن ،فانه يمكن توقع تخلي البنك المركزي عن تحقيق الهدف النهائي ،اي الاستقرار السعري ولكن بطريقة سرية.

-يسهل على البنك المركزي التحكم في سعر الصرف وذلك من خلال التدخل المباشر في سوق الصرف ،مثلا إذا اراد البنك المركزي توجيه او التحكم في سعر الصرف لمدة قصيرة من الزمن ،فيمكنه التدخل مباشرة في سوق سعر الصرف دون تغيير سعر الفائدة او بما يسمى التدخل بالتعقيم اما إذا اراد البنك المركزي التأثير على سعر الصرف لمدة طويلة فيجب عليه التدخل في سوق سعر الصرف مع تغيير أسعار الفائدة "التدخل بغير التعقيم".وعلى الرغم من امكانية استخدام سعر الصرف كهدف وسيط للسياسة النقدية ،الا انه قد ينتج عن ذلك بعض العيوب منها :

*ان البنك المركزي يستطيع عن طريق ثبات سعر الصرف ،التحكم في سعر الصرف الاسمي دون القدرة على التحكم في سعر الصرف الحقيقي ،فمثلا عندما حاولت كل من بريطانيا والسويد وفنلندا في بداية التسعينيات من القرن الماضي انتهاج سعر الصرف الثابت ،فقد تحقق ثبات سعر الصرف الاسمي دون الحقيقي ،مما ادى إلى زيادة المضاربة على العملة وفي نهاية الامر ،تم التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت ولكن بعد تحمل تكلفة عالية .

*ان انتهاج نظم سعر الصرف الثابتة قد يعمق الدورات الاقتصادية ،ففي ظل ثبات أسعار الصرف فان أسعار الفائدة تكون مرتبطة إلى حد كبير بأسعار الفائدة في دولة المرساة ،وبافتراض وجود رواج ،فان الطلب الكلي المحلي سوف يزداد ،وتبدأ معدلات التضخم في الارتفاع ،عندئذ تنخفض أسعار الفائدة الحقيقية مما يعمل على زيادة تحفيز الطلب الكلي ،وبالتالي تعميق التضخم ،وبالعكس في حالة الكساد مع ثبات كل من سعر الصرف وسعر الفائدة الاسمي ،فان سعر الفائدة الحقيقي يرتفع ،وبالتالي زيادة عمق الاثر الانكماشى ، وقد لاحظ ذلك كل من ولترز بالنسبة للاقتصاد المملكة المتحدة ، وسفينسون على اقتصاد السويد وستروفيك بالنسبة لاقتصاد النرويج .

كل ذلك جعل من ثبات سعر الصرف امرا غير مرغوب فيه ،وذلك لفشله في منع زيادة معدلات التضخم ،او محاربة الكساد ،او مواجهة المضاربات .

2-أنظمة سعر الصرف الثابتة ومشكلة عدم توافق العملة.

ان مشكلة عدم توافق العملة تعني اختلاف العملة المقوم بها جانب الالتزامات عن تلك المقوم بها جانب الأصول في ميزانيات بعض الشركات والبنوك ،والمشكلة في ذلك هي ان الشركات والبنوك

بالرغم من ان ايراداتها تكون بالعملة المحلية إلا أن قروضها تكون بالعملة الأجنبية، وان اي تخفيض في قيمة العملة يشكل خطورة على هذه المؤسسات .

ولكن هل هناك علاقة بين أنظمة سعر الصرف المختلفة وتوافق العملة او عدم توافقها؟

وللإجابة على هذا السؤال فان هناك راينين ،راي للأغلبية وراي للأقلية اما بالنسبة لراي الاغلبية ان ثبات سعر الصرف يشجع على التمادي في عملية عدم توافق العملة ،حيث ان اصحاب القرار في البنوك والشركات المحلية لا يرون اي داعي للتحوط ضد مخاطر تقلبات العملة طالما ان الحكومة تتعهد ضمنيا من خلال انتهاجها لنظام سعر الصرف المربوط الثابت بضمنان ذلك الثبات ،وانه ستدافع عنه.

كما ان اصحاب هذه الرؤية يرون ايضا ،ان أنظمة سعر الصرف المعموم لديها القدرة على تشجيع الشركات والبنوك على عملية توافق العملة او التحوط لذلك عن طريق المشتقات المالية ،وذلك لأنهم يضعون في حسابهم ان أسعار الصرف سوف تكون متقلبة ،بينما وجهة نظر الاقلية فيرون انه إذا كان ثبات سعر الصرف مشجعا على عملية عدم توافق العملة فان سعر الصرف المعموم ليست لدية القدرة على حل تلك المشكلة وذلك لان عملية التحوط ضد مخاطر العملة تكون ذات تكلفة عالية ،إضافة إلى ان بعض البلدان وبخاصة النامية منها لا يوجد لديها آليات للتحوط ضد مخاطر تقلبات العملة مثل العقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلة.

3-أنظمة سعر الصرف الثابتة وانضباط السياسة المالية:

تؤكد النظرة التقليدية للعلاقة بين ثبات أسعار الصرف وانضباط السياسة المالية على ان ثبات سعر الصرف سبب رئيسي في انضباط السياسة المالية ،حيث ان اي سياسة مالية توسعية او متساهلة،سوف تؤدي إلى تآكل الاحتياطيات من العملات الأجنبية او زيادة الدين العام وفي نهاية الامر تكون النتيجة هي التخلي عن نظام ثبات سعر الصرف ،والذي قد تكون له تكلفة سياسية عالية ،ومن الامثلة على ذلك ازمة الارجنتين في عام 2001 ،لذلك فان من عوامل دعم ثبات سعر الصرف استدامة المالية العامة.

بينما النظرة الحديثة للعلاقة بين ثبات سعر الصرف وانضباط السياسة المالية تؤكد على ان هذه العملية ليست دائمة التحقق في ظل ثبات سعر الصرف ،حيث ان الحكومة تستطيع تمويل العجز المالي عن طريق الديون ،وذلك لفترات مؤقتة ،ولكن في النهاية سوف ينعكس هذا التوسع المالي على شكل تضخم في المستقبل ،لذلك فأصحاب هذه النظرية يعتبرون ان أنظمة سعر الصرف المختلفة تؤثر في سلوك السياسة المالية ولكن بأشكال مختلفة ،ففي ظل ثبات سعر الصرف فان تكلفة التوسع المالي لا تظهر في حينه ،وإنما تظهر في المستقبل في شكل ضريبة تضخم ،بينما في ظل أنظمة أسعار الصرف المعموم ،فان اي توسع مالي يظهر اثره على أسعار الصرف ومن ثم التأثير في الأسعار في

شكل تضخم اني، وبما ان التضخم يعتبر ذا تكلفة عالية بالنسبة إلى السلطات المالية، فإنها تحاول التخلي عن عملية التوسع المالي لتفادي ذلك، مما يجعل السياسة المالية في ظل أنظمة سعر الصرف المعومة أكثر انضباطاً.

4- أنظمة سعر الصرف الثابتة واستقلالية السياسة النقدية.

ان ربط سعر الصرف للدولة بسعر صرف عملة دولة المرساة، قد يعوقها من توظيف سياساتها النقدية لمواجهة المشاكل التي قد ترجع إلى اسباب محلية ولا توجد في دولة المرساة، مثل انخفاض الطلب المحلي والذي قد يرجع إلى انفاض الانفاق الحكومي، او انخفاض سرعة دوران النقود وذلك بسبب ان أسعار الفائدة في هذه الدولة تكون مرتبطة بأسعار الفائدة في دولة المرساة (لأنه في حالة حرية تدفقات رؤوس الأموال مع تثبيت سعر الصرف، إذا حاولت الدولة خفض سعر الفائدة فان ذلك يشجع على التدفقات العكسية لرؤوس الأموال، وبالتالي انخفاض قيمة العملة، وللحفاظ على مستوى سعر الصرف، فان الدولة تتدخل بائعة للعملات الأجنبية ومشترياً للعملة المحلية، مما يؤدي إلى تآكل الاحتياطيات، فإذا أرادت الدولة تجنب ذلك فإنها تحاول ان تبقى على أسعار الفائدة دون تغيير، مما يعمل على تقييد سياستها النقدية)، كما ان معدل نمو المعروض النقدي يكون أيضاً مقيداً بمعدل نمو المعروض النقدي في دولة عملة المرساة مما ينتج عنه انخفاض في الناتج، وربما في التضخم إلى مستويات غير مرغوبة، في حين تقف السلطات النقدية عاجزة عن مواجهة تلك المشكلات .

5- أنظمة سعر الصرف الثابتة وهجوم المضاربات.

ان عملية المضاربة الهجومية على العملة المحلية تعني بيع العملة والأصول المحلية بغرض شراء عملات وأصول أجنبية وذلك بكميات كبيرة، توقعاً من المضاربين انه يمكن الحصول على ذات الكميات من العملة والأصول المحلية في المستقبل ولكن بتكلفة أقل.

ففي ظل تثبيت سعر الصرف وحرية تدفقات رؤوس الأموال، فان اي إجراء من قبل الحكومة، كالتمويل بالعجز مثلاً، من الممكن ان يهدد استمرار ذلك النظام سواء كان ذلك في الأجل القصير او الأجل الطويل، ففي الأجل القصير سيحاول الأفراد التخلص من الأصول والعملية المحلية واستبدالها بأصول وعملات أجنبية بكميات كبيرة، توقعاً منهم بانخفاض قيمة العملة المحلية، ولكي تحافظ الدولة على ثبات سعر الصرف فإنها تلجأ إلى التدخل في سوق الصرف الأجنبي بشراء العملة المحلية وبيع العملات الأجنبية مما قد يستنزف احتياطيات الدولة من هذه العملات، وعندما يصل مستوى هذه الاحتياطيات إلى مستوى لا يمكن تجاوزه، فان الدولة تكون مخيرة بين أمرين هما: اما القيام برفع سعر الفائدة قصيرة الأجل واما التخلي عن نظام ثبات سعر الصرف، فإذا قررت الدولة التمسك بثبات سعر الصرف لتحقيق فوائد اجتماعية او لزيادة مصداقيتها، فإنها ستضطر إلى رفع سعر الفائدة قصيرة الأجل وذلك بغرض تحقيق أمرين:

-محاولة الحد من التدفقات العكسية لرؤوس الأموال

-محاولة الدفاع عن قيمة العملة ومواجهة المضاربات الهجومية.

لذلك فان رفع سعر الفائدة قد يحد من عملية المضاربة.

ولكن إذا قامت الحكومة بفعل ذلك "رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل"، وذلك بغرض الحفاظ على ثبات سعر الصرف فان هناك بعض السلبيات المصاحبة لذلك مثل: ارتفاع أسعار الفائدة على الأنواع الأخرى من القروض طويلة الأجل، إضافة إلى ذلك فانه قد يلزم رفع سعر الفائدة قصيرة الأجل إلى مستويات عالية جدا للمحافظة على ثبات أسعار الصرف وذلك كما حدث في سبتمبر عام 1992 في السويد، اما إذا قررت الحكومة تخفيض قيمة العملة فان المضاربة الهجومية تكون قد حققت مصالح المضاربين ويؤدي ذلك إلى التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت والتحول إلى احد أنظمة سعر الصرف المعمومة، اي أن نظام سعر الصرف الثابت يعرض الاقتصاد إلى مشاكل المضاربة الهجومية.

6- أنظمة سعر الصرف الثابتة وضعف المساءلة.

في ظل أسعار الصرف المعمومة، فالتعاملات اليومية في سوق الصرف تعطي دلالات على السياسة النقدية المتبعة فمثلا في حالة ارتفاع سعر الصرف فان ذلك يعطي دلالة للعمامة ولصانعي القرار بان هناك سياسة نقدية توسعية متبعة و بالتالي فان هناك احتمالا لزيادة معدلات التضخم غير المرغوب في المستقبل .

بينما في ظل ثبات أسعار الصرف فان المساءلة تضعف، لأنه لا توجد إشارات او دلالات على توجهات السياسة النقدية للدولة، ففي ظل ثبات أسعار الصرف غالبا ما يتدخل البنك المركزي بعمل سياسات نقدية توسعية بشكل كبير دون اكتشاف ذلك إلا في اوقات متأخرة، وذلك عندما تحدث مضاربات على العملة .

7- أنظمة سعر الصرف الثابتة وأثرها على كل من التجارة الخارجية والاستثمار.

يعتبر ثبات سعر الصرف من العوامل المشجعة على زيادة التجارة والاستثمار، ففي ظل هذا النظام تنخفض التقلبات في سعر الصرف مما يقلل من المخاطر الناتجة عن ذلك وبالتالي يكون مفيدا للتجارة والاستثمار، كما أن عملية ثبات سعر الصرف مع الشركاء التجاريين يعمل على تخفيض تكلفة الأعمال مما يعمل على تشجيع التجارة بين الدولة وشركائها التجاريين، بينما في ظل أسعار الصرف المعمومة توجد حالة من عدم التأكد حول سعر العملة في المستقبل مما قد يسبب إعاقة للتجارة وللاستثمار.

8- ثبات سعر الصرف وعملية إفقار الجار.

تعني فكرة إفقار الجار، التنافس على تخفيض قيمة العملة دون مستوى التوازن وذلك لتحقيق مكاسب تجارية على حساب الشركاء التجاريين، ففي ثبات أسعار الصرف المربوطة الجامدة تنتفي عملية إفقار الجار، وذلك بالعمل على منع التخفيض التنافسي لقيمة العملة الذي يؤدي إلى إلحاق

الضرر بالجيران او الشركاء التجاريين ،ومن الأمثلة على عملية إفقار الجار ما ظهر في ثلاثينيات القرن الماضي في اوروبا ،ولقد وضع في الاعتبار عند تصميم اتفاقية بريتون وودز الحد من هذه العملية ،كما عادت تلك العملية في الظهور مرة أخرى في تسعينيات القرن الماضي، أثناء أزمة جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية الذي اضر بالعديد من دول المنطقة ،وقد أدى ذلك بهذه الدول إلى مواجهة ذلك بتخفيض قيمة عملاتها بطريقة تنافسية مما قلل من فعالية تلك العملية للدول التي بدأت بها ،وبدت الحاجة إلى التعاون فيما بين هذه الدول إلى التوصل إلى اتفاق إلى سعر الصرف يحد من هذه العملية.¹

ثانيا-مميزات وعيوب أنظمة أسعار الصرف المعمومة

1-مميزات أسعار الصرف المعمومة

تكمن اهم مميزات أسعار الصرف المعمومة في قدرتها على امتصاص الصدمات الخارجية، واستقلال السياسة النقدية للدولة وذلك كما يلي:

أ-أسعار الصرف المعمومة والصدمات الداخلية والخارجية:

في الدول الصغيرة والمنفتحة على العالم الخارجي ،فان اي صدمات خارجية (التقلبات في أسعار الفائدة الخارجية-التقلبات في معدل التبادل التجاري-اثار العدوى) يمكن التخفيف من حدتها وذلك عن طريق التعديل في قيمة أسعار الصرف الاسمية ومن ثمة في الأسعار النسبية ،وتعود تلك الفكرة إلى الحجة التي قدمها ميلتون فريدمان 1953 وتبعه في ذلك ماندل 1968 ،وويليام بوول عام 1970 ،والتي يعتبرها العديد من الاقتصاديين محددًا للاختيار بين أنظمة أسعار الصرف الثابتة والمعمومة ،فالدول التي تواجهها صدمات اسمية مثل الزيادة في الطلب المحلي في السلع والخدمات المحلية وبالتالي الزيادة في الطلب علو النقود المحلية فان أسعار الصرف الثابتة تكون لديها القدرة على إزالة أثار الصدمة بطريقة آلية وذلك من خلال تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي بشراء العملة الأجنبية وبيع العملة المحلية ،مما يؤدي إلى منع ارتفاع قيمة العملة المحلية ، بينما الأنظمة المعمومة لأسعار الصرف تكون لديها القدرة على معالجة الصدمات التي تنبثق من القطاع الحقيقي ،وخصوصا إذا كانت التغيرات في الأسعار والأجور بطيئة الاستجابة لتلك الصدمات ،فبافتراض وجود مشكلة في الاقتصاد الحقيقي ،مثل انخفاض في الطلب على الصادرات فالطلب على العملة المحلية ايضا سينخفض وبالتالي سعر صرفها سينخفض في سوق الصرف الأجنبي ،وهذا الانخفاض و بفرض ثبات العوامل الأخرى يعمل على انخفاض أسعار القابلة للتجارة ،وبالتالي تحفيز الطلب على الصادرات.

وقد قام بيباتي عام 2003 باختبار مدى قدرة أسعار الصرف المعمومة على امتصاص الصدمات الخارجية وذلك في عدد 74 دولة بداية من انهيار اتفاقية بريتون وودز ،وقد أكدت هذه الدراسة على

¹ عماد عمر محمود علي هنداوي، مرجع سابق، صص(26-35).بتصرف

أن أسعار الصرف المعمومة قادرة على امتصاص الصدمات الخارجية وعزلها عن المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل مستوى الناتج والعمالة والأجور.

ب- أنظمة أسعار الصرف المعمومة واستقلالية السياسة النقدية

وترجع تلك الفكرة إلى النموذج التقليدي الذي قدمه ماندال وفلمنج والذي مفاده: في ظل حرية حركة رؤوس الأموال، فإن الدولة التي تريد ان تكون لها سياسة نقدية مستقلة تستطيع توجيهها لخدمة اقتصادها المحلي فإنه يجب عليها ان تسمح لسعر صرف عملتها ان يكون مرنا. وتعتبر اهم ميزة من المزايا التي تحصل عليها الدول التي تنهج أنظمة سعر الصرف المعمومة هو استقلالية سياستها النقدية، بمعنى ان الدولة تكون حرة في تحديد الهدف النهائي لسياستها النقدية واختيار الادوات التي تحقق ذلك الهدف بما يخدم الاقتصاد المحلي.

ولكن بالرغم من اهمية استقلالية النقدية للدولة وامكانية توافرها في ظل نظم سعر الصرف المعمومة، إلا أن هذا الاستقلال قد لا يتوافر بقدر كبير مع زيادة حرية حركة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل، فلي محاولة من جانب السلطات النقدية لتخفيض سعر الفائدة بقصد تحفيز النمو على سبيل المثال، سوف يترتب عليه زيادة التدفقات العكسية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، والتي قد ينتج عنها عدم استقرار اقتصادي، اي ان الدولة في ظل نظم سعر الصرف المعمومة لن تكون لديه الحرية الكاملة في استغلال سياستها النقدية، بل يجب ان تراعي تدفقات رؤوس الأموال، ويجب على البنوك المركزية التدخل لتوجيه تلك التدفقات.

2- عيوب تعويم سعر الصرف: بالرغم من المزايا التي تقدمها أسعار الصرف المعمومة للاقتصاد، إلا انه ينشأ عنها بعض المشاكل مثل عدم اتساق سعر الصرف، وعدم الاتساق الزمني.¹

أ- أسعار الصرف المعمومة وعدم اتساق سعر الصرف

أن فكرة عدم اتساق سعر الصرف تعني أن سعر الصرف الاسمي لا يعبر عن سعر الصرف الحقيقي عند التوازن في الأجل الطويل، وعدم اتساق سعر الصرف الاسمي مع سعر الصرف الحقيقي يعني اما أن العملة تكون مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية او بأقل منها، وفي كلتا الحالتين فان ضررا يقع للاقتصاد من حيث التأثير الضار لتلك الظاهرة على النمو الاقتصادي، وتنشأ هذه المشكلة في ظل تعويم سعر الصرف لعدد من الاعتبارات منها:

- سعر الصرف يتم تحديده من خلال سوق الصرف الأجنبي، وهذا السعر قد يخضع لتأثير عوامل اخرى بخلاف قوى العرض والطلب.
- الضعف في كفاءة اسواق الصرف خاصة في الدول النامية.

¹ نفس المرجع السابق، ص 41-42.

ب- أنظمة سعر الصرف المعمومة ومشكلة عدم الاتساق الزمني

يعتبر احد عيوب تطبيق أسعار الصرف المعمومة هو تعرض الاقتصاد لمشكلة عدم الاتساق الزمني، وتعني تلك المشكلة التي تستهدف من خلال السلطات النقدية تحقيق المواءمة بين الناتج والتضخم تميل في البداية إلى تبني سياسات غير تضخمية، لكنها قد يتكون لديها دافع لتبني سياسة نقدية معاكسة في وقت لاحق بهدف خلق تضخم مفاجئ، ومن ثم تخفيض الأجور الحقيقية لتحقيق مكاسب في مجال الناتج، وهذه المشكلة تتواجد في ظل تطبيق أسعار الصرف المعمومة حيث يكون للسلطات النقدية الحرية في توجيه السياسة النقدية للدولة نحو تحقيق أهداف معينة.

إذن في الأخير يمكن القول أنه ليس بالإمكان المفاضلة بين نظام الصرف المرن والنظام المثبت بشكل مطلق ولا بد عند المفاضلة وللاختيار الأخذ بعين الاعتبار عددا من العوامل تتمثل في الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها مصممو السياسات الاقتصادية وتحديد مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد بالإضافة إلى سماته الهيكلية.

ولكن يتفق كل من fried man و Mundell.flaming و S.Fish وصندوق النقد الدولي على أن سعر الصرف العائم يوفر للاقتصاد للبلد الحماية من الصدمات الحقيقية مثل التغير في الطلب على الصادرات او في معدل التبادل التجاري، في حين يكون سعر الصرف الثابت مرغوبا في حالة التصدي للصدمات الاسمية مثل حدوث تحول في الطلب على النقد، وبالتالي فإن الخيار السليم يتوقف على قدرة السلطات النقدية والمالية على تحديد مصدر وطبيعة الصدمات (اسمية او حقيقية) إن كانت مؤقتة او دائمة.

الفرع الرابع: ظروف الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن:

إن الكثير من اقتصاديات الدول وامام العولمة الاقتصادية تبنت في السنوات الأخيرة نظم تعويم لسعر صرف عملاتها مبتعدة عن نظم الربط بعملات أخرى التي أصبحت أحد العوامل في كل أزمة مالية كبرى ابتداء من أزمة المكسيك في نهاية عام 1994 وأزمة تايلندا واندونيسيا وكوريا في عام 1997 ثم روسيا والبرازيل في عام 1998 والأرجنتين وتركيا عام 2000.

وليس من المستغرب الآن أن يقوم كثير من واضعي السياسات بالتحذير من استخدام أسعار الصرف المربوطة القابلة للتعديل (الربط المرن) في الدول المنفتحة امام تدفقات رؤوس الأموال وهذا اعتقاد بأن النظم الوسطى فيما بين الربط الجامد والتعويم الحر غير قابلة للصمود، وقد قبل عدد متزايد من الدول هذا الحل سواء رضي او كرهه، ونقصت نسبة الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي أتبعت الترتيبات الوسطية خلال تسعينات القرن الماضي، بينما ازدادت نسبة الدول التي اتبعت نظم الربط الجامد وترتيبات الأكثر مرونة كما أن العامل الذي يقف ضد نظم الضبط¹ هو بطبيعة الحال

¹ - ستانلي فيشر، أنظمة سعر الصرف، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2001، ص 18.

التجربة المريرة فيما يتعلق بالربط القابل للتعديل في إطار نظام بريتون وودز الذي انهار امام هجمات المضاربة والأزمات الآسيوية الأخيرة التي انطوت في معظمها على ترتيبات الربط المحرك، وما نلاحظه أن العالم يتحرك نحو نظام سعر الصرف العائم هذا التوجه أطلق عليه صندوق النقد الدولي ظاهرة التفريغ، ولعل أبرز دراسة استخدمت مخطط التصنيف على أساس قانوني هي تلك التي أجراها فيشر 2001 الذي يقدم دليلا على حدوث عملية تفريغ، ففي الفترة الممتدة من سنة 1991 إلى 1999 انخفضت نسبة البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي تتبع نظام وسط من 62% (98 بلد) إلى 34% (63 بلد) ، وارتفعت نسبة البلدان الأعضاء التي تأخذ الربط الجامد من 16% (25%) إلى 24% (45 بلد) ، في حين ازدادت نسبة البلدان التي تأخذ بالتعويم من 23% (36 بلد) إلى 42% (77 بلد).

ومع أن كثيرا من البلدان ترفض تعويم أسعار الصرف خوفا من التقلب المفرط وهو أحد دواعي القلق الرئيسية للبلدان التي تتعرض ميزانياتها لمخاطر أسعار الصرف ، كما ينتابها القلق من ناحية تحقيق خروج منتظم من ربط العملة، نظرا لما يطلبه ذلك من إعداد مسبق، وفي الواقع هو أن أغلب الحالات خروج إلى النظم المرنة حركتها الأزمات.

فما هي أهم الخطوات للخروج من التثبيت إلى التعويم؟

أولا-خطط التعويم:

1- تطوير سوق النقد الأجنبي:

للتحويل إلى نظام سعر الصرف المرن يجب ان يكون للدول سوق نقد الأجنبي على درجة كافية من السيولة والكفاءة، تسمح لاستجابة سعر الصرف لقوى السوق، يعمل على تخفيف عدد موجات التقلب المفرط والانحرافات في سعر الصرف التوازني (الذي يتوافق مع أساسيات الاقتصاد في البلد المعني)، والسوق السائلة هي التي تتسم بضيق الفروق نسبيا بين سعر الشراء وسعر البيع، ووجود نظم للتداول والمقاصة والتسوية تساعد على سرعة تنفيذ الاوامر والتنوع الكبير في قاعدة المشاركين النشيطين في السوق.

وتتسم أسواق النقد الأجنبي في العديد من البلدان النامية بالضحالة وعدم الكفاءة وهو ما يرجع جزئيا إلى كثرة القواعد المنظمة للنقد الأجنبي كالقيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود (وهي قيود تحد من حجم التداول في السوق)، وشروط تسليم حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي وعادة ما تكون أسواق تداول النقد الأجنبي بين البنوك أن وجدت أسواقا محدودة مقارنة بأسواق التجزئة الأمر الذي يحد من اكتشاف السعر المناسب.

وفيما يلي بعض الإجراءات التي من شأنها مساعدة البلدان على تعزيز العمق والكفاءة في سوق النقد الأجنبي¹:

- السماح ببعض المرونة في سعر الصرف لتحفيز نشاط الصرف الأجنبي ، وينبغي أن تعمل السلطات على بث الشعور بان سعر الصرف ينطوي على مخاطر في اتجاهين متقابلين.
- مخاطر ارتفاع قيمة العملة او انخفاضها بهدف تشجيع المشاركين على اتخاذ مراكز مكشوفة وأخرى مغطاة.
- تخفيض دور البنك المركزي في صنع السوق، وذلك بالحد من تعاملاته مع البنوك وتدخله لإتاحة المجال امام صانعي سوق الآخرين، ولا ينبغي للبنك المركزي التعامل مع العملاء من غير الجهات المالية.
- زيادة المعلومات المتاحة في السوق عن مصادر النقد الأجنبي واستخداماته وعن اتجاهات ميزان المدفوعات الرامية إلى تمكين المشاركين في السوق من تكوين آراء ذات مصداقية عن سعر الصرف والسياسة النقدية وأسعار الصرف في المستقبل بطريقة تتسم بالكفاءة.
- التخلص من القواعد التنظيمية التي تقيد نشاط السوق، ومن التدابير المهمة إلغاء شروط تسليم حصيلة النقد الأجنبي للبنك المركزي، والضرائب والرسوم الإضافية على المعاملات بالنقد الأجنبي وتخفيف القيود المفروضة على الحسابات الجارية وبعض الحسابات الرأسمالية.
- توحيد وتبسيط قوانين النقد الأجنبي وتجنب إجراء التغييرات المتكررة والمتخصصة في القانون لزيادة شفافية السوق وخفض تكاليف المعاملات.
- تسهيل وتطوير أدوات للاحتياط من المخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة بمجرد بلوغ المؤسسات المالية قدرة كافية لإدارة المخاطر ، وتجدر الإشارة إلى أن تعقيدات تطوير وتعميق سوق الصرف الأجنبي تزداد حينما يضطر البلد المعني إلى التخلي عن الربط تحت ضغط السوق قبل أن يتاح له الوقت الكافي للتأهب للتحول المنظم.

2- التدخلات الرسمية (تدخل البنك المركزي):

إن الدولة امامها مسؤولية رسم سياساتها التي تخدم أهدافها مع مراعاة الوقت ودرجة التدخل في سوق الصرف، فيما يخص الدولة ذات نظام الصرف الثابت فإن البنك المركزي يكون حر في تدخلاته، اما في نظام الصرف المرن يتدخل البنك المركزي فقط من أجل تعديل تلك الانحرافات الكبيرة في سعر الصرف عملاتها ، ويواجه هذا التدخل عدة صعوبات نذكر منها:

¹ - سيم كاراكاداج، روبا دونا جوبتا، جيلدا فيرنانديز، شوجوايشي، من التثبيت إلى التعويم، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004، ص 20-

- إن التقلبات الحادثة في سعر الصرف على المدى القصير لا تعكس دائما إلزامية التدخل، فلا بد من معرفة انعكاسات هذا التدخل على مختلف المتغيرات الاقتصادية .
- أن التدخل لا يثبت دائما نجاعته كما حدث هذا مع الشيلي والمكسيك وتركيا .
- أن التدخلات الفعالة تختلف باختلاف الآثار التي يمكن أن تشكلها تقلبات سعر الصرف التي تهدف كلها إلى تقوية الثقة في سوق الصرف.
- أن التذبذبات الكبيرة الحادثة في سعر الصرف لا تمكننا من التقيد بطريقة واحدة لقياس سعر الصرف التوازني.

3- إدارة مخاطر سعر الصرف:

إن كثير من الدول تعاني من مخاطر الصرف على مستوى العديد من القطاعات الاقتصادية فقد كشفت الأزمة المالية المكسيكية في عام 1994 أن الإدارة الحكومية الضعيفة لسيولة النقد الأجنبي سببت أزمة عملة، وايضا لأزمة شرق آسيا، التي بينت أن الاقتراض النقد الأجنبي غير المغطى أدى إلى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة.

إن إجراء تحليل شامل وإدارة شاملة لمخاطر سعر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد خطوة رئيسية في قيام البلدان بالتخطيط لتحويل منتظم عن الربط ، وذلك بمراعاة أصولها وخصومها من العملة الصعبة، وخاصة أن نظام الصرف المرن هو أكثر عرضة للتقلبات، وذلك من خلال إنشاء نظم معلومات لرقابة مصادر المخاطر، وتصميم معادلات تستند على أسس محاسبية ، وأساليب تقنية تحليلية لقياس المخاطر مستقبلا ووضع سياسات وإجراءات داخلية لمواجهة المخاطر¹.

4- تطور نظام الضبط والسياسة النقدية:

أن الدولة مطالبة برسم نظام جيد للضبط الاقتصادي وصياغة جيدة للسياسة النقدية مع تقديم النتائج التقديرية مسبقا، إن هذين النقطتين أساسيتين في منهج الانتقال لنظام الصرف ومن أجل إيجاد طريقة مثلى للضبط الأسمى (أي الحد من التضخم) قامت الكثير من الدول بترك هذه لسعر الصرف ، بحيث هو الذي يستطيع أن يلعب هذا الدور ، ومن هذا المنطلق كانت البداية بتوسيع مجال تقلب العملة كمرحلة تمهيدية للوصول إلى التعويم.

إن مدة الانتقال تبقى مرهونة بطبيعة ودرجة هيكلية المؤسسات والاقتصاد الوطني والسرير على تقوية وتفعيل السياسة النقدية التي يعتبر هدفها الأساسي هو استقرار الأسعار.

5- متى يتم تحرير تدفقات رؤوس الأموال:

يبقى المشكل المطروح هل الدولة تقوم بتحرير تدفقات رؤوس الأموال قبل او بعد تبني نظام الصرف المرن ، أن تجربة الكثير من الدول النامية خلال عشر سنوات الأخيرة سجلت الأخطار التي

¹ - روبا دوتا غوثيا، غيلدا فرنانديز، وسيم كاراكادغ، مرجع سابق، ص 13-14.

يمكن أن يشكلها الاختيار الأول (المكسيك 1994، تايلندا 1997، برازيل 1999، فالتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال بشكل مرتفع سوف يجبر حتما السلطات النقدية على أن تدخل مرونة في سعر صرف عملتها من أجل تفادي حدوث توتر في الاقتصاد المحلي، حتى بالنسبة للدول التي تقوم بتحرير تدفقات رؤوس الأموال قبل ضمان مرونة سعر صرف العملة، يمكن أن يحدث حالة اللاتوازن في وضعية السيولة الداخلية، وتدهور وضعية الاقتصاد الكلي، وتكون عرضة لهجمات المضاربة، أما إذا كان الانتقال إلى نظام الصرف المرن مرفوق بتحرير حسابات رأس المال وتحرير تدفقات رؤوس الأموال لن يشكل هذا خطرا على وضعية الاقتصاد الوطني.

ثانيا- فترة الإنتقال إلى نظام الصرف المرن:

من الأحسن للدولة أن تنتهج خطوات تدريجية قصد الوصول إلى التعويم الحر لعملتها كأن تقوم في البداية بتبني نظام الربط إلى عملة معينة ثم الانتقال إلى سلة من العملات ثم بعد ذلك القيام بتوسيع مجال تقلب سعر العملة بشكل تدريجي، أما إذا كان الانتقال سريعا فإن الدولة بإمكانها أن تتحمل عواقب وخيمة نتيجة هذا الانتقال.

كما يعتبر تطور المؤسسات والأسواق من بين المحددات الأساسية لنجاح عملية الانتقال، إن الوجهة التدريجية من دون شك هي أحسن سبيل للوصول إلى الهدف بأقل التكاليف، كما يشترط أن يكون هذا الانتقال يتماشى مع الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة، والقيام بترشيد مجال تقلب العملة تفاديا للتعديلات المتوالية التي تؤثر على المصدقية والثقة في السياسة النقدية والعملة. من جهة أخرى فإن البلد الذي يمتلك اقتصاد مستقر وسياسة نقدية قوية فيمكن له أن يتبنى نظام التعويم من دون الحاجة إلى الانتقال التدريجي.

أما عن الدول التي بدأت بتحرير حركة تدفقات رؤوس الأموال قبل تبني نظام الصرف المرن، يجب عليها أن تكون تتمتع بما يلي:

استقلالية البنك المركزي، تطوير وسائل التنبؤ بالتضخم، العمل على تجسيد الشفافية في السياسة النقدية، تطوير نظام المعلومات الخاصة بمخاطر الصرف، ثم القيام بإدخال مرونة في نظام الضبط قصد تفصيل نشاط سوق الصرف والعمل على تطوير ميكانيزمات عملياته.

والحقيقة أن الشروط الواجب توفرها لكي نكون متفائلين بنجاح سياسة التعويم من دون مشاكل كبيرة، هي أن يكون لدى الدولة مركز ماليا متطورا سليما، ودرجة عالية من نسق السياسات المالية والنقدية، ونظاما ماليا متطورا جدا، واستقلال البنك المركزي في إدارة السياسة الاقتصادية وتفويضا لتحقيق استقرار الأسعار¹.

¹ - Abdel Ali djbili and Vitall Kramarenko, "Choosing Exchange régimes the middle east and North Africa", Revue of finance and development, March, 2003, P 33.

ثالثاً- دواعي تعويم العملة:¹

إن الجدل الدائر حول مزايا نظم التعويم بالمقارنة بنظم أخرى لتحديد السعر او اتخاذ رכיيزة ليس بجديد ، وما يلاحظ على مستوى النظام النقدي الدولي ظاهرة التفريغ المتوجهة إلى التعويم بشكل كبير خاصة عقب الأزمات المالية والعملة التي مست العديد من الدول ، ومن دواعي هذا التوجه إلى هذا الشكل من أشكال نظم الصرف يرجعها الكثير من الاقتصاديون إلى:

1- الاحتياطات غير الكافية: كان هذا هو أوضح الأسباب ، فبدون احتياطات كافية يكون التزام بالدفع عن سعر صرف ثابت ، إلزاما مالا يدعو إلى المصادقية ، وهذا ما إختبرته أسواق الصرف الأجنبي على وجه السرعة بحيث تصل عمليات الصرف الأجنبي إلى 2.5 تريليون دولار في اليوم من العالم أجمع، وبالتالي الأمر يتعقد كثيرا مع عمليات المضاربة والمراجحة التي يمارسها سماسرة الصرف ، لا يكفي السلطات النقدية أن تتدخل يوميا من أجل الحفاظ على استقرار سعر عملتها.

2- الحاجة إلى المعلومات: من العسير لأي بلد أن يحاول وضع تقرير لسعر صرف متوازن مستدام في ظل أنظمة صرف ثابتة ، وتغدو المهمة أشد تعقيدا إذا كان البلد يقوم بإصلاحات واسعة هيكلية ، وعلى صعيد الاقتصاد الكلي فإذا كان تحديد سعر الصرف على مستوى بعيد عن التوازن يترتب على ذلك ما يدعو السلطات إلى إعادة تحديد سعر الصرف لتصحيح هذا الخطأ ، وهذا بدوره من شأنه أن يقوض الثقة ، كما يقلل من وضوح الإشارات المتعلقة باتجاه سياسات الحكومة في المراحل المبكرة للإصلاح.

3- الافتقار إلى الاستقرار على صعيد الاقتصاد الكلي: كان الافتقار واضحا في معظم البلدان التي اختارت التعويم (مثل البرازيل ، والبيرو وروسيا ورومانيا) ، وكانت تعاني من ارتفاع الضغوط التضخمية في المراحل الأولى للإصلاح، وفي مثل هذه الظروف لا يكون في الوسع تصحيح أسعار الصرف المحددة بالسرعة الكافية لتقوم بتحديد الإمكانيات الكبيرة لعمليات المراجحة في مواجهة سعر الصرف في السوق الموازي.

فالواقع أن رغبة " لاتفيا وليتوانيا" في الكف عن استيراد التضخم من روسيا قد أدت بهما إلى تعويم عملاتهما، ومن الناحية الأخرى إختارت إستونيا ، بما لديها من احتياطات دولية وخبرة أن تربط عملتها بالمارك الألماني ، وذلك في إطار مجالس العملة والذي يعتبر من النظم التي لديها مصداقية النهوض بالسياسات الاقتصادية على الصعيد الكلي ، ولكن إذا عزز هذا المجلس سياسات مالية ونقدية قوية ومستمرة.

4- الاعتبارات السياسية: وأخيرا لا يمكن الفصل بين اختيار نظام لسعر الصرف وبين الاعتبارات السياسية وفي معظم الحالات كانت البلدان التي اختيرت كعينة على درجة من العسر المالي الشديد

¹ - بربري محمد أمين ، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34.

بحيث بينت السلطات أن هناك أسبابا قوية تدعوا إلى ترك السوق مسؤول عن تصحيح سعر الصرف ، وهو يقلل تلقائيا من التأثير على المصالح الراسخة ، يضاف هذا أنه فيما يتعلق باقتصاديات التخطيط المركزي السابقة ، كان الانتقال إلى ترتيبات للصرف تقررهما السوق دليلا على إجراء تغيير جوهري في السياسة الاقتصادية.

الفرع الخامس: نظم وسياسات أسعار الصرف في الدول العربية: أولا-نظم أسعار الصرف في الدول العربية:

تنقسم نظم الصرف المتبعة في الدول العربية إلى خمسة فئات رئيسية تتراوح ما بين نظام ترتيبات مجلس العملة الذي تنتهجه جيبوتي، والذي يتم بناء عليه ربط الفرنك الجيبوتي بالدولار بسعر صرف ثابت مع وجود غطاء من الصرف الأجنبي لكل إصدار الفرنك، ونظام التعويم المستقل الذي ينتهجه اليمن والذي بناء عليه يتحدد سعر صرف الريال اليمني وفق قوى العرض والطلب في السوق دون تدخل من السلطات ويمكن تقسيم الدول العربية حسب نوع الأنظمة المتبعة لسعر الصرف:

1-الدول التي تتبع نظام الربط بالدولار: نجد في مقدمة هذه الدول دول مجلس التعاون الخليجي، وهذا بالطبع لأسباب سياسية، وأيضا اقتصادية ، فهذه الدول قبل عام 2003 كانت معظمها يتبع نظام الربط بسلة حقوق السحب الخاصة، لكن وبسبب اتفاق هذه الدول لتوحيد نظام سعر الصرف، استعدادا منها لإقامة الاتحاد النقدي وإطلاق العملة الموحدة ماعدا الكويت الذي خرج عن هذه القاعدة سنة 2008 حيث فضل تبني نظام الربط بسلة من العملات تكون هذه الأخيرة موزونة حسب أهمية الشركاء التجاريين، وبالإضافة إلى هذه الدول نجد كلا من الأردن وجيبوتي ولبنان، هذه الأخيرة كانت تتبع نظام التعويم المدار قبل 2003.

2- الدول التي تتبع نظام الربط بسلة حقوق السحب الخاصة: فنجد أهم هذه الدول هي الجمهورية الليبية، والتي لم تتخلى عن هذا النظام إلى حد الآن، اما الدولة العربية الأخرى فهي الجمهورية السورية، التي كانت تتبع إلى غاية 2006 نظام الربط بالدولار، وغيرت هذا النظام إلى الربط بسلة من العملات.

3-الدول التي تتبع نظام الربط بسلة من العملات: وهم هذه الدول هي المغرب التي بربط صرف الدرهم بسلة غير معلنة من العملات، وان كان من المعروف أنها تعتمد على أوزان الشركاء التجاريين وعملات التسوية، وان لليورو وزنا اكبر في السلة، ويتبع هذا النظام أيضا دولة الكويت كما سبق ذكرها.

4-الدول التي تتبع نظام التعويم المدار: واهم هذه الدول هي الجزائر وتونس وموريتانيا والسودان، حيث بموجب هذا النظام تحدد السلطة النقدية قيمة العملة المحلية مقابل سلة من العملات الرئيسية، غير ان السعر يتحرك وفقا لمجموعة من العوامل من أهمها الطلب والعرض

في سوق مابين البنوك، ووضع الحساب الجاري في ميزان المدفوعات، واحتياطي العملة الأجنبية إلى غير ذلك من العوامل، ويتدخل البنك المركزي في تحديد السقوف لأسعار البيع والشراء، إلا انه في واقع الأمر يتشابه هذا النظام مع نظام الصرف المثبت، أي كالربط بسلة من العملات المعمول به في المغرب.

5-الدول التي تتبع التعويم الحر: وهي اليمن ومصر، فالأولى لم تغير هذا النظام إلى يومنا هذا، اما مصر فكانت حتى 2002 تتبنى نظام الربط بالدولار، وفي 2003 قررت الحكومة المصرية بتعويم الجنيه المصري في محاولة لإعادة الاستقرار في سوق الصرف المصرية، ومن ثم تقليص الدور الذي تلعبه السوق الموازية في تسريع تخفيض الجنيه مقابل الدولار.¹ ومن خلال ما سبق يلاحظ ان الدول العربية تختلف في اختيار نظام الملائم لسعر الصرف، هذا حسب العوامل الداخلية والخارجية المحيطة بهذه الدول سواء الاقتصادية او السياسية. ثانيا-تطور أسعار الصرف في الدول العربية مقابل العملات الرئيسية في الفترة 2005 إلى 2010:

وسنقوم في هذه النقطة بتحليل تطور أسعار العملات العربية سنة بسنة من عام 2005 إلى عام 2010 كما يلي:

1-في سنة 2005:

*فيما يتعلق بالعملات العربية المثبتة قيمتها بالدولار الأمريكي، فقد شهدت أسعار صرف العملات الخليجية بالإضافة إلى الدينار الاردني والفرنك الجيوتي تحسنا مقابل اليورو، وذلك بسبب ارتفاع الدولار امام اليورو بنسبة 0.85 في المائة في المتوسط خلال عام 2005، كما يشار ايضا إلى انه على الرغم من أن العملات العربية المثبتة قيمتها للدولار لا تتحرك ، إلا ان الدينار الكويتي سجل ارتفاعا مقابل الدولار بنسبة 0.9 في المائة في المتوسط، ويعود ذلك إلى سماح السلطات الكويتية بتحريك قيمة الدينار امام الدولار بهامش يساوي +3.5 في المائة.

* اما العملات العربية التي تتبع نظام الصرف المرن فقد تحسنت قيمة الجنيه المصري الذي يتبع التعويم الحر امام الدولار، مسجلة ارتفاعا بنسبة 6.6 في المائة في المتوسط، كما ارتفع الدينار السوداني مقابل الدولار بنسبة 5.5 بالمائة، بينما سجلت غالبية العملات العربية التي تحدد أسعارها حسب نظام التعويم المدار تراجعا طفيفا امام الدولار، ماعدا الليرة اللبنانية فقد حافظت على سعرها مقابل الدولار، مما يدل على إتباعها نظام صرف فعلي مثبت مقابل الدولار وليس نظام تعويم مدار كما معلن، وانخفضت أيضا في هذا العام بعض العملات العربية المعومة امام اليورو، كالدينار التونسي ب4 بالمائة وأيضا الجزائري ب2.6 بالمائة، اما الدرهم المغربي المثبت بسلة من

¹ تقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، اعداد مختلفة من 2002 إلى 2011 (بتصرف)

العملات فقد تراجعت قيمته امام الدولار بشكل طفيف، لكن في المقابل لم يتغير سعره امام اليورو، وهذا يشير إلى اتباع المغرب نظام صرف غير معنن ومثبت لليورو، وذلك قد يعود للحفاظ على التنافسية الصادرات المغربية في اسواق منطقة اليورو.¹

2- في سنة 2006:

* بالنسبة للدول التي تثبت قيمة عملاتها مقابل الدولار خاصة دول التعاون الخليجي ، فقد انخفضت عملاتها مقابل اليورو بنسبة تناهز 2.2 في المائة، كما انخفضت قيمة الدينار الاردني مقابل اليورو بنسبة 2.13 في المائة، وفي جيبوتي انخفض سعر صرفها امام اليورو إلى 2.19 في المائة، وهذا بالطبع بسبب انخفاض قيمة الدولار امام العملات الرئيسية الأخرى.

* اما فيما يتعلق بالدول التي تتبع سعر صرف أكثر مرونة، فلقد ارتفعت قيمة الدينار السوداني بنسبة 10.8 في المائة مقابل الدولار وبنسبة اقل من 9.5 في المائة مقابل اليورو، وفي مصر ارتفع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بنسبة 0.88 في المائة وانخفاضه امام اليورو بنسبة 1.39 بالمائة، وتعزى هذه التغيرات إلى قيام البنك المركزي المصري بتعزيز الاحتياطات الأجنبية في ظل ارتفاع الفائض في الميزان التجاري لعام 2006، اما في تونس فقد انخفض صرف الدينار امام الدولار واليورو بنسبة 2.59 في المائة و4.16 في المائة على التوالي، وفي المغرب انخفض الدرهم امام اليورو بنسبة 0.46 في المائة، في حين ارتفع امام الدولار بنسبة 0.78 في المائة.

3- 2007 :

* بالنسبة للعملات العربية المثبتة أسعار صرفها امام الدولار، فقد انخفضت قيمة عملات دول المجلس الخليجي مقابل اليورو بحوالي 8.8 في المائة، باستثناء الكويت التي انتهت علاقة الربط إلى الدولار عام 2007، كما انخفضت أيضا كل من الدينار الاردني والفرنك الجيبوتي مقابل اليورو بنسبة 9 في المائة، ويعود سبب هذا الانخفاض الكبير لهذه العملات إلى انخفاض الدولار في الاسواق العالمية امام العملات الرئيسية إلى ادنى مستوياته منذ عقد السبعينات.

* اما فيما يتعلق بالدول التي تتبع نظم صرف أكثر مرونة، فلقد ارتفعت قيمة الدينار التونسي مقابل الدولار بنسبة 3.73 في المائة، بينما انخفضت قيمته مقابل اليورو بنسبة 4.75 في المائة، وفي الجزائر ارتفعت قيمة الدينار امام الدولار ب 4.62 بالمائة وانخفضت امام اليورو ب 5.34 في المائة، وفي مصر أيضا ارتفعت قيمة الجنيه مقابل الدولار ب 1.67 في المائة، وانخفضت قيمته امام اليورو بنسبة 7 في المائة، اما المغرب فقد ارتفعت قيمة الدرهم امام الدولار بنسبة 6.68 في المائة وسجلت انخفاضا طفيفا مقابل اليورو بنسبة 1.52 في المائة.

4- سنة 2008:

¹ -التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، لسنة 2006.

تأثرت أسعار صرف العملات العربية بتداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أدى شح السيولة في أسواق المال العالمية خلال الربع الأخير من عام 2008 إلى انسحاب المستثمرين الأجانب من أسواق المال في الدول النامية وتراجع المصارف العالمية تقديم الائتمان المطلوب للقطاع الخاص لهذه الدول، وقد انعكست هذه المتغيرات على تحركات أسعار صرف العملات الرئيسية، حيث شهد كل من الدولار واليورو ارتفاعاً في قيمتهما مقابل العملات الرئيسية الأخرى خلال الفترة جويلية إلى أكتوبر 2008، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع غالبية العملات العربية.

فمثلاً ارتفعت كل من الليرة السورية والدينار الجزائري والدرهم المغربي والدينار التونسي والجنيه المصري أمام الدولار، بنسب تراوحت بين 6.98 إلى 3.54 في المائة. أما فيما يخص تحركات أسعار الصرف العربية أمام اليورو، فقد سجلت انخفاضات في جل هذه العملات حيث كانت أعلاها للجنيه السوداني بلغت 33.76 في المائة.¹

5- في سنة 2009:

* بالنسبة للعملات العربية المثبتة أسعار صرفها مقابل الدولار، فقد ارتفعت قيمة عملات دول مجلس التعاون الخليجي مقابل اليورو بنسبة بلغت 5.1 في المائة، كما تحسنت مقابل اليورو كل من الدينار الاردني بنسبة 5.1 في المائة والفرنك الجيبوتي بنسبة 6.7 بالمائة، ويرجع سبب هذا التحسن إلى تحسن سعر صرف الدولار أمام اليورو والجنية الأسترليني خلال عام 2009، وبالنسبة للعملات العربية المثبتة بسلة من العملات قيمة الدرهم المغربي مقابل الدولار بنسبة 4 في المائة، إلا أنها ارتفعت مقابل اليورو بأقل من 01 في المائة .

* وفيما يتعلق بالعملات العربية التي تتبع نظم تعويم سعر الصرف، فقد تراجعت قيمة الدينار التونسي مقابل كل من الدولار بنسبة 9.6 في المائة واليورو بنسبة 4.1 في المائة، وانخفضت أيضاً قيمة الدينار الجزائري بنسبة 12.5 في المائة أمام الدولار وبنسبة 7.7 في المائة أمام اليورو، وبالنسبة للجنيه المصري فقد انخفضت قيمته مقابل الدولار بنسبة 2.1 في المائة، وتحسنت بنسبة 2.9 في المائة أمام اليورو.

وفي إطار جهود الدول العربية في مواجهة تأثيرات الأزمة المالية العالمية على استقرار سعر الصرف خلال عام 2009، فقد تمكن البنك المركزي المصري من تدبير الموارد اللازمة لمواجهة تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج وتعزيز ثقة المتعاملين في سوق الصرف والمحافظة على استقرار الصرف، وذلك من خلال سوق ما بين البنوك، بحيث حرص البنك المركزي المصري على التدخل الحذر للحفاظ على استقرار السوق الصرف والعمل على عدم عودة ظاهرة الدولار، أما في الاردن، فقد ساهمت السياسة التي اتبعتها البنك المركزي بعدم مجاراة جميع قرارات البنك الفيدرالي الأمريكي

¹ - تقرير الاقتصادي العربي الموحد، لسنة 2008 و 2009 .

بتخفيض أسعار الفائدة، في توسيع الهامش بين أسعار الفائدة على الدينار الاردني والدولار الأمريكي والحفاظ على تدفقات رؤوس الأموال وتخفيف الضغوطات نسبيا على قيمة الدينار.

6- في سنة 2010:

* بالنسبة لعملات المثبتة أسعار صرفها مع الدولار فقد ارتفعت كلها مقابل اليورو وذلك بسبب استمرار تحسن الدولار خلال 2010.

* اما فيما يتعلق بالعملات العربية التي تتبع نظم تعويم سعر الصرف، فقد تحسنت قيمة الجنيه السوداني مقابل كل من الدولار بنسبة 0.4 في المائة واليورو بنسبة 5.3 في المائة خلال عام 2010، في حين تراجع قيمة الدينار التونسي مقابل كل من الدولار بنسبة 6.1 في المائة واليورو بنسبة طفيفة بلغت 0.02 في المائة، اما الجنيه المصري فقد انخفضت قيمته مقابل الدولار بنسبة 1.4 في المائة، وتحسنت مقابل اليورو بنسبة 3.5 في المائة، وبالنسبة للدينار الجزائري فقد تراجع قيمته مقابل الدولار بنسبة 2.4 في المائة، وتحسنت بنسبة 3.5 في المائة مقابل اليورو.¹

ومن خلال ما سبق، فالدول العربية المثبتة لأسعار صرفها بالدولار خاصة النفطية منها، تواجه صعوبات لإدارة سعر الصرف فيها في ضوء زيادة الاحتياطات الخارجية، حيث لا تملك السلطات النقدية أدوات السياسة النقدية الفاعلة للتحكم في هذه التدفقات المالية، وامتصاص السيولة في الاقتصاد بواسطة أسعار الفائدة التي تتبع التغيرات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتبقى أدوات السياسة المالية وحدها في يد السلطات الوطنية لتحويل التدفقات المالية النفطية إلى الاستثمار المحلي والأجنبي.

كما تواجه الدول العربية التي تتبع عملاتها نظام صرف معوم ومدار صعوبات في الحفاظ على أسعار صرف توازنية في حالة اتجاه قيمة الدولار الأمريكي نحو التراجع مجددا مقابل العملات الرئيسية وخاصة اليورو.

إذن يمكن القول الدول العربية المثبتة عملاتها للدولار تماما يتأثر سعر صرفها بتقلبات سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى، اما الدول التي تتبنى نظام سعر صرف أكثر مرونة فتختلف العوامل المؤثرة عليه فقد تكون تقلبات عملات الشركاء الاقتصاديين وبعض العوامل الاقتصادية والاجتماعية المحيطة بهذه البلدان وخاصة الجنيه المصري المعوم تعويما حرا.

¹ - تقرير الاقتصادي العربي الموحد، لسنة 2011

المبحث الثالث: سياسات سعر الصرف

تعتبر سياسة الصرف من أهم السياسات الاقتصادية الكلية ، وذلك لكونها تشكل إلى جانب السياسات الأخرى، حماية للاقتصاد المحلي من الأزمات الداخلية والخارجية .
ولتوضيح أكبر لسياسات الصرف ركزنا في هذا المبحث على ماهية هذه السياسة من تعريف وأهداف والعوامل المؤثرة على هذه السياسة، وبعدها تطرقنا على أهم سياسات أسعار الصرف وهي سياسة تخفيض وأيضاً الرقابة وعملية التغطية.

المطلب الأول: أهداف وأدوات سياسة سعر الصرف

تظهر استقلالية سياسة سعر الصرف يوم بعد يوم من السياسة النقدية وذلك لاختلاف إداراتها وأهدافها عنها وهي كما يلي:

الفرع الأول: مفهومها:

تعتبر سياسة سعر الصرف من أهم السياسات الاقتصادية في الوقت الحالي ، إذا أنها تعبر عن مجموع التوجيهات والتصرفات التي لها انعكاسات على نظام وواقع سعر الصرف، كما تعتبر أهم مجالات السياسة الاقتصادية والتي تأخذ من معطيات سعر الصرف موضوعاً لتدخلها معتمدة في ذلك على العلاقة الموجودة بين سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الأخرى ، فهدفها الرئيسي والشامل هو تحقيق الرفاهية العامة ، فهي تسعى إلى تحقيق معدل نمو اقتصادي جيد والبحث عن التشغيل الكامل والتوازن الخارجي ، والتحكم في التضخم¹.

الفرع الثاني: أهداف سياسة سعر الصرف:

من أهم أهداف سياسة سعر الصرف نذكر منها:²

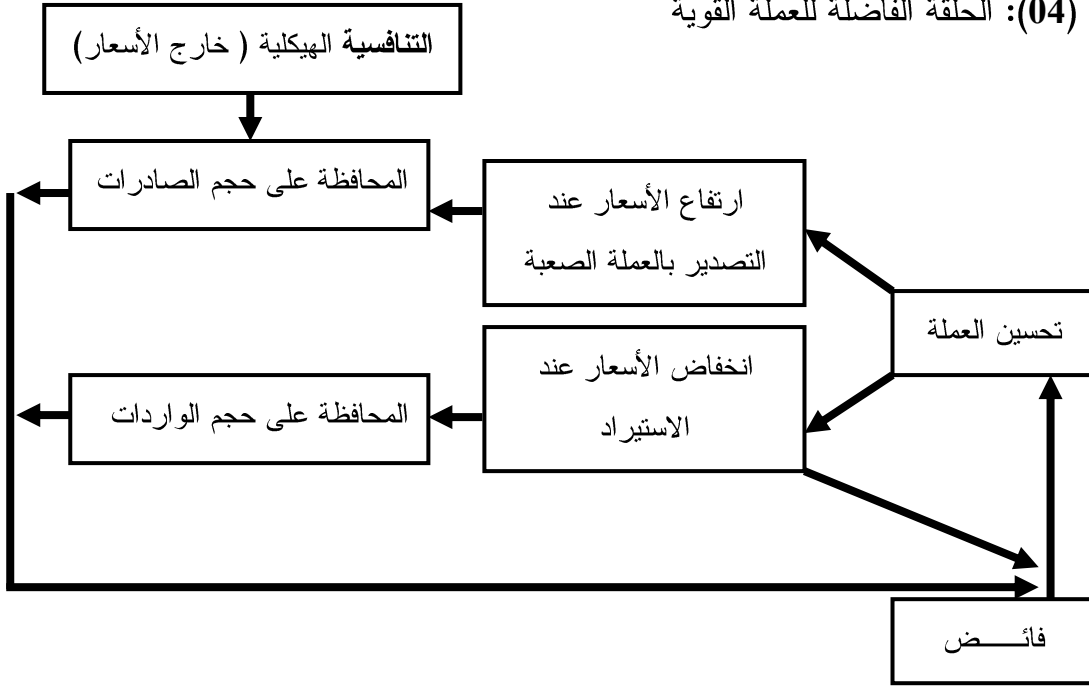
أولاً- مقاومة التضخم: يؤدي تحسين سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات ، ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم، وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط ، وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسين تنافسيتها.

وتسمى هذه الظاهرة بالحلقة الفاصلة للعملة القوية، وتم اعتمادها كأساس للسياسة المناهضة للتضخم التي تبنتها فرنسا انطلاقاً من سنة 1983. والشكل التالي يوضح ذلك:

¹ - بن شلاط مصطفى مرجع سابق، ص 38.

² - قدي عبد المجيد: مرجع سابق، ص ص 131-132.

الشكل رقم (04): الحلقة الفاضلة للعملة القوية



المصدر: قدي عبد المجيد، مرجع سابق، ص 132.

ثانيا- تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير) ، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها. ويزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا (إحلال واردات) والسلع التي يمكن تصديرها، كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصر العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.

ثالثا- توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دورا مهما في توزيع الدخل بين الفئات او بين القطاعات، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد اولية، زراعة)، نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكبر ربحية ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال ، وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فتقلص استثمارها .

رابعا- تنمية الصناعات المحلية: يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية فقد قام البنك الفيدرالي الألماني عام 1948 بتخفيض هام للعملة مما شجع

الصادرات ، وفي مرحلة ثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية ، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة التخفيض ايضا لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات .

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار سياسة سعر الصرف:

ارتبطت سياسات أسعار الصرف منذ مدة طويلة ولا زالت ترتبط حتى وقتنا الحاضر بما يمكن أن نسميه نظام النقد العالمي ، فتطور هذا النظام وتغيره ينعكس بشكل كبير على سياسات أسعار الصرف التي تنتهجها الدول المختلفة ، فاي دولة ليس بمعزل عن العالم الخارجي ، بل هي ترتبط بالعلاقات مع هذا العالم وبالتالي تخضع لأنظمة واعتبارات لا يمكن تجاهلها ، ومن هنا فاختيار الدولة لسياسة معينة لأسعار الصرف يخضع لعوامل كثيرة بعضها يتعلق بالدولة نفسها وبعضها الآخر يتعلق بالمحيط الخارجي وفيما يلي أهم العوامل المؤثرة في اختيار سياسة سعر الصرف.¹

الفرع الاول: الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة:

إن الدول التي تتمتع باستقرار سياسي واقتصادي تحقق معدلات متزايدة من النمو وزيادة في حجم التبادل التجاري مع العالم ، تستطيع أن تتبع سياسات أكثر استقرارا و نجاحا وفاعلية، وتعطي حافزا لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها، وبالتالي تدعم من مكانتها النقدية وتعزز من استقرارها الاقتصادي على عكس الدولة المضطربة، والتي تعاني من أزمات سياسية واقتصادية، والتي نجدها غير قادرة على إتباع سياسة أسعار صرف ثابتة ومستقرة مما يؤدي إلى فشل سياستها باستمرار .

الفرع الثاني: السياسة العالمية والحروب والكوارث:

إن ما يحدث في مجال السياسة وما ينشأ عنه من تحولات في علاقات الدول ، وتغيرات في مراكز القوى والتحالفات وغيرها من الأمور ، بالإضافة إلى حالات الحروب والكوارث الطبيعية كل ذلك يخلق ضغوطات على موازين المدفوعات ويؤدي بالدول لاتخاذ واللجوء إلى سياسات أسعار صرف تتلاءم مع المستجدات، في سبيل محاولة تحقيق الاستقرار النقدي والمالي ومنع حالات الانهيار والأزمات الاقتصادية الحادة.

الفرع الثالث: القدرة النسبية للدولة للتدخل في أسواق الصرف:

إن الدول التي تمتلك موارد مالية كافية وعندها احتياطات بالعملات الأجنبية بكميات وافرة وكبيرة ، أكثر قدرة على التدخل في أسواق الصرف والدفاع عن أسعار الصرف ، وبالتالي انتهج سياسات ناجحة وفعالة لأسعار الصرف على عكس الدول الفقيرة وذات المديونية الخارجية المرتفعة والتي تعاني من نقص في مواردها واحتياطياتها بالعملات الأجنبية فهذه الدول لا تستطيع أن تؤثر بشكل فعال وتتدخل بأسواق العملات بالقدر اللازم والكافي ووضع حد للمضاربات على عملاتها الوطنية والتي تجرى في أسواق الصرف الرسمية او في الأسواق الموازية او السوداء.

¹ رنا نافذ سوقي الطاق، مرجع سابق،صص52-54

الفرع الرابع: كون العملة صعبة أو سهلة:

إن الدول التي تركز عملاتها على اقتصاديات قوية ونشطة والتي يطلق عليها تسمية أو مصطلح العملات الصعبة، تتحدد أسعار صرفها خارج إطار سيطرة دولها، وذلك لأنها تتداول ويتم التبادل بها على نطاق واسع جدا في العالم، وهذه العملات تحتل أهم حيز ونشاط في أسواق أسعار الصرف العالمية، وبالتالي تتحدد أسعار صرف هذه العملات بناء على عوامل كثيرة أهمها المضاربات والتوقعات وغيرها، وبالتالي فالدولة لا تستطيع السيطرة على ما يجري من تغيرات في أسعار صرف عملتها، وتكون سياسة أسعار الصرف التي تنتهجها متأثرة إلى حد بعيد بما يحدث خارج حدودها.

الفرع الخامس: حرية الدولة:

من حيث تقيدتها أو إتباعها لبرنامج تصحيح اقتصادي معين أولا، وذلك لأن مثل هذا البرنامج يحتم على الدولة انتهاج سياسات معينة، كما أن القوة الاقتصادية والسياسية والمكانة التي تحتلها في التجارة الدولية أثر كبير في انتهاجها لسياسة صرف معينة دون الأخرى.

الفرع السادس: الشركاء التجاريين للدولة:

إن من أهم العوامل التي تؤثر على سياسة أسعار الصرف بشكل مباشر الشركاء التجاريين للدولة وعلاقتها الاقتصادية مع العالم الخارجي، والأهمية النسبية للعملات المختلفة في تغطية هذه المعاملات.

الفرع السابع: نظام النقد العالمي*:

إن للنظام النقد الدولي أثر كبير على مختلف المراحل التاريخية على سياسات أسعار الصرف، فسياسة سعر الصرف الثابتة كانت هي الخيار الوحيد بسبب إلزام الدولة بقاعدة الذهب، وفي ظل نظام بروتن وودز أيضا كانت سياسة أسعار الصرف الثابتة هي السائدة، ولكن أعطاه هذا النظام مرونة قليلة ومحدودة تمثلت بهامش 1% عن أسعار التعادل في البداية ثم 10%، أما المرحلة ما بعد هذا النظام فقد أعطت مرونة أكبر لأسعار الصرف وبالتالي للسياسات.

فظهرت سياسات متعددة لأسعار الصرف التي تراوحت بين التعويم الكامل المطلق وأسعار الصرف الثابتة بناء على وضع الدولة، ومما سبق نجد أن لتطورات نظام النقد الدولي أثر بالغ في اتباع سياسة أسعار صرف دون أخرى.

إذن في الأخير يمكن القول أن سياسات أسعار الصرف ارتبطت وترتبط بشكل كبير بآخر عنصر وهو تطورات النظام النقد العالمي بالإضافة بشكل أقل إلى العوامل الأخرى.

* : نظام النقد الدولي : هو مجموعة الترتيبات الاتفاقيات والإغراق الدولية التي تحكم التعامل بين مختلف العملات الدولية لتسوية المدفوعات الدولية أو تبادل الحقوق والالتزامات النقدية بين الأفراد والحكومات في مختلف المجتمع الدولي

المطلب الثالث: أدوات سياسات أسعار الصرف:

لوصول إلى الأهداف سابقة الذكر تستخدم السلطات النقدية عدة أدوات وسياسات مختلفة نذكرها فيما يلي:

الفرع الأول: سياسة تعديل سعر الصرف:

عندما ترغب السلطات النقدية في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض العملة أو إعادة تقويمها لما تتدخل في ظل نظام سعر الصرف الثابت، وعندما تتدخل في ظل نظام سعر الصرف العائم فتعمل على التأثير على تحسين أو تدهور قيمة العملة.

أولاً- سياسة تخفيض قيمة العملة:

1- مفهومها:

تعرف هذه السياسة على أنها عملية تقنية تقوم بموجبها السلطات العمومية بتخفيض قيمة عملتها المحلية اتجاه قاعدة نقدية معينة ، إذن التخفيض هو إجراء رسمي لإعادة النظر في تحديد سعر صرف العملة المحلية والعودة إلى المستوى التوازني الحقيقي مع باقي العملات خاصة القوية منها، قصد التحكم في الصعوبات التجارية للدولة من خلال تحفيز الصادرات أو الضغط على الواردات وكذا حرية خروج رؤوس الأموال إلى الخارج¹، فمن الجانب السيكولوجي التخفيض هو فقدان الثقة في العملة اما الجانب السياسي هو الإحساس بالهزيمة.

فكثيراً ما تلجأ الكثير من الدول إلى تخفيض العملة كوسيلة للتغلب على بعض المشكلات الاقتصادية وخاصة مشاكل الميزان التجاري².

فعندما ترتفع الأسعار المحلية ارتفاعاً تضخيمياً يصبح لدينا سعرين للعملة ، الأول مرتفع حددته الدولة ولا يتعامل به في السوق والثاني يتحدد تبعاً لقوى السوق، فإذا تجاهلت الدولة هذه الظاهرة امتنعت عن تصحيح سعر عملتها ، فإن ذلك يؤدي إلى :

- نتيجة انخفاض الصادرات البلد يصبح الميزان التجاري للدولة في حالة عجز لأن الأسعار المحلية مرتفعة وليس بإمكانها المنافسة في الأسواق الخارجية بينما تتزايد الواردات لانخفاض الأسعار في الخارج.
- عدم دخول رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة تدهور قيمة العملة في سوق الصرف وكذلك هجرة رؤوس الأموال الأجنبية الموجودة داخل البلد خوفاً من استمرار تدهور قيمة العملة، وحتى تتجنب الدولة هذه النتائج يجب أن توحد بين سعري الصرف الموجودين في السوق، ويكون

¹ - مجدي محمود شهاب: "الاقتصاد الدولي" ، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص 258.

² - بن شلاط مصطفى، مرجع سابق، ص 42.

ذلك عن طريق تخفيض السعر الرسمي للعملة، وعند القيام بتخفيض العملة يجب الأخذ بعين الاعتبار كل المتغيرات التي لها علاقة في تحديد نسبة التخفيض وتتمثل هذه العوامل في :

- قيمة عجز الميزان التجاري
- كميات وأسعار الصادرات والواردات
- الأجور والنفقات للأعوان الاقتصاديين
- يجب أن تتراوح نسبة التخفيض بين 10% و 15% حتى يسهل التحكم فيه .

2- شروط نجاح سياسة تخفيض قيمة العملة:

يترتب على عدم مرونة الطلب المحلي على الواردات زيادة قيمة الواردات بنسبة أكثر من زيادة الصادرات، وهذا لا يؤدي إلى نجاح سياسة التخفيض في إعادة التوازن في ميزان المدفوعات، ومعنى ذلك أنه إذا كان طلب الدولة مرنا فإن التخفيض يعود بالنفع عليها، أما في حالة الطلب على الواردات وعرضها للصادرات قليل المرونة فإن التخفيض يعود بالضرر على الدولة، وإذا أدى التخفيض إلى الحصول على مزايا فيشترط لذلك ألا تقوم الدول الأخرى بتخفيض قيمة عملاتها، كما يشترط لنجاح الدولة في الحصول على فائدة من التخفيض ألا يتردد الشك في الأسواق النقدية بأن هذا التخفيض سيتبعه تخفيض آخر .

إذن لنجاح سياسة التخفيض يجب توفر الشروط التالية:¹

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كاف من المرونة، بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض.
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات.
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية، وعدم ارتفاعها بعد التخفيض حتى لا ينعكس هذا الارتفاع في صورة ارتفاع لأسعار تكلفة المنتجات المحلية.
- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها مما يزيل الأثر المترتب على التخفيض.
- استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.
- الاستجابة لشرط مارشال- برنر والقاضي بأن يكون : $e_n + e_n' > 1$ أي مجموع مرونة الطلب ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح.

إلا أن التخفيض حتى وإن تحققت شروطه لا يؤدي بالضرورة إلى التحسن الفوري في وضعية ميزان المدفوعات، حيث يكون هناك تدهور في وضعيته أولاً، وبعد ذلك يبدأ بالتحسن ذلك أنه في

¹ - قدي عبد المجيد: مرجع سابق، ص 134-135.

المدى القصير تبقى حجم الصادرات والواردات ثابتة بالنظر إلى بنية الجهاز الإنتاجي ، عادات الاستهلاك والعقود المبرمة قبل تغير أسعار الصرف ، إذ تتأثر قيمة الصادرات والواردات بعملية التسوية ، كما قد تتسم تغيرات الأسعار بالبطء فتؤثر على حركة الصادرات والواردات، ليتبعها في مرحلة مواءمة اتجاه الكميات نحو الارتفاع لكي تغطي أثر السعر كما يتوقف نجاح التخفيض على طبيعة التدهور في ميزان التجاري الذي يجب ألا يكون كبيراً جداً، مع الإشارة إلى أن التخفيض من شأنه رفع أعباء المديونية الخارجية المصدرة بالعملات الأجنبية.

ثانياً- سياسة رفع قيمة العملة (إعادة تقييمها):

الرفع من القيمة الخارجية للعملة معناه أن يعاد تقييم العملة وهو عكس تخفيض العملة فإذا كان التخفيض يؤدي إلى إزدهار قطاع الصادرات فإن رفع قيمة العملة يؤدي إلى نتائج سلبية على قطاع الصادرات يتمثل في انخفاض مداخيل المصدرين بالعملة المحلية لقاء السلع المصدرة بالمقارنة مع عائداتهم قبل رفع قيمة العملة ، على العكس فإن هذه العملية لها الأثر الإيجابي بالنسبة للمستوردين حيث ترتفع مداخيلهم وذلك لانخفاض أسعار السلع المستوردة مقارنة السلع المحلية. وان من أسباب هذه السياسة هو رغبة السلطات النقدية في مكافحة التضخم لأن أسعار السلع المستوردة تنخفض وبالتالي يعكس هذا الانخفاض على الأسعار المحلية، وينتج على هذا الإجراء انخفاض القدرة التنافسية للسلع الوطنية.

وتقوم بهذه السياسة فقط البلدان التي تمتلك مواقع هامة في الأسواق الدولية وقدرات تنافسية كبيرة إضافة إلى احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية ، وقد قامت ألمانيا بهذا الإجراء عدة مرات ترفع قيمة المارك مقابل الدولار والعملات الأخرى ، وهذا الإجراء لم يضعف القدرة التنافسية للسلع الألمانية بسبب الرواج الهائل الذي عرفه الاقتصاد الألماني ، وبالعكس انعكس هذا الإجراء سلباً على موازين التجارة للدول الأخرى، وسبب هذا الرفع هو طلب من طرف المجموعة الاقتصادية الأوروبية من أجل تخفيف الضغط على العملات الأوروبية الأخرى.

وكذلك التجربة اليابانية في رفع قيمة الين الياباني حيث وصل سنة 1995 إلى 80 ين للدولار مقابل 240 ين للدولار سنة 1980، وجاء الارتفاع نتيجة للضغوط الأمريكية في إطار الحرب التجارية لإرغام اليابان على تخفيض صادراتها الموجهة إلى الولايات المتحدة الأمريكية والسوق الأوروبية وباقي الدول، ولا يكون ذلك إلا برفع تكلفة الصادرات اليابانية برفع سعر صرف الين وتخفيض قدرته التنافسية في كل الأسواق العالمية¹، إذن في الأخير يمكن اعتبار سياسة التخفيض الأكثر استخداماً من قبل الدول، وذلك من أجل زيادة تنافسية صادراتها أما عملية رفع العملة فتكون قليلة الاستخدام إلا في

¹ - نيرمين السعدتي: " سياسات سعر الصرف في الدول النامية"، مجلة السياسات الدولية ، العدد 144، 2001، ص 217.

حالة محاربة التضخم او تكون بضغط من طرف القوى العظمى لتخفيض القدرة التنافسية للصادرات الدول المنافسة مثلما تفعله الآن الولايات المتحدة الأمريكية اتجاه الصين لإعادة تقويم عملتها.

الفرع الثاني: سياسة الرقابة على الصرف:

أولاً- سياسة الرقابة على الصرف وأهدافها:

ظهر نظام الرقابة على الصرف الأجنبي على نطاق واسع وشكل لم يعهده العالم من قبل، خلال الأزمة الاقتصادية الكبرى 1929-1933، عندما انتشر العمل بها في ألمانيا وأمريكا اللاتينية، حيث شهد العالم انهيار قاعدة الذهب الدولية وحدث اختلال كبير في المدفوعات الدولية وهذا بسبب الأزمة الاقتصادية العالمية.

ففي هذا النظام تتحقق المساواة بين الصادرات والواردات، ويكون ذلك عن طريق تدخل الدولة بتحديد الواردات والرقابة على حركة رؤوس الأموال فالتوازن في سوق الصرف في ظل نظام الرقابة يتحقق عن طريق التدخل المباشر للدولة في ظروف الطلب والعرض¹.

وفي ظل هذا النظام ايضاً لا تسمح الدولة للمقيمين فيها بحرية بيع وشراء النقد الأجنبي بلا قيد ولا شراء ولكنها تلزم كل من يحصل على عملات أجنبية من الخارج ببيعها للسلطات الرسمية مقابل العملة الوطنية، وعلى كل من يرغب في الحصول على عملات أجنبية لتسوية اي نوع من المدفوعات إلى الخارج أن يطلب من هذه السلطات الترخيص له بذلك، فجوهر نظام الرقابة يتمثل في توزيع الكمية التي تحصل عليها الدولة من الصرف الأجنبي على اوجه الطلب الممكنة.

ويمكن تلخيص قواعد نظام الرقابة على الصرف كما يلي:²

- عدم السماح بحرية تحويل العملة الوطنية إلى عملات أخرى إلا في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدولة.
- إخضاع حركة تصدير واستيراد الصرف الأجنبي لقواعد خاصة.
- منع التسوية القبلية للواردات.
- إلزام كل مصدر أن يضع كل ما يحصل عليه من عملات أجنبية إلى مجمع العملات الأجنبية وإلزام كل مستورد أن يشتري العملة التي يريدتها من نفس المجمع، ويتم البيع والشراء بسعر صرف تحدده الدولة.

• تقوم الدولة في بعض الأحيان بمنع تصدير رؤوس الأموال والتفرقة بين العمليات الجارية و حركات رؤوس الأموال، فتسير الأولى وتمنع الثانية، كما تلجأ في بعض الأحيان إلى ما يعرف بنظام تجميد

¹ - عادل أحمد حشيش: مرجع سابق، ص 130.

² - سامي عفيفي حاتم: مرجع سابق، ص 68.

حسابات الأجانب ، اي منعهم من استعمالها او التصرف فيها، وتفتح لهم مكانها حسابا بالعملة المحلية ، حتى تجبرهم على الشراء من هذه الدولة مقابل تصدير بعض السلع إليه.

ولنظام الرقابة على الصرف عدة أهداف غير تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وهي:

- المحافظة على القيمة الخارجية العملة بأعلى من قيمتها الحقيقية ، وذلك بتقييد الطلب الأجنبي بما يتناسب مع القدر المتاح منه، وهو ما يؤدي إلى وجود جزء من الطلب الداخلي على الصرف الأجنبي دون إشباع ، وتلجأ السلطات النقدية إلى هذا النظام لعدم رغبتها في تخفيض قيمة العملة إلى المستوى الذي يحقق التوازن المنشود في سوق الصرف الأجنبي.

- حماية الصناعة المحلية من المنافسة الأجنبية ويكون ذلك عن طريق رفض الترخيص بالصرف للمستوردين او عن طريق فرض سعر صرف مرتفع على العملات الأجنبية.

- دعم خطط الدولة عن طريق إعطاء معاملة تفضيلية للواردات الأساسية التي تخدم مشروعات التنمية الاقتصادية ، ومن الوسائل التي تخدم هذا الغرض استخدام نظام الرقابة للحد من استيراد السلع الكمالية ، لتوفير العملة الصعبة المستخدمة في استيراد السلع الأساسية الاستهلاكية و السلع الإنتاج اللازمة لتنفيذ هذه الخطط.

- تنمية الاحتياطي النقدي من الذهب والعملات الأجنبية سواء كان عن طريق فرض ضريبة على بيعها ، او منح علاوة بمناسبة شراؤها ، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع السعر الفعلي للعملات عن السعر الرسمي المقرر لها.

- توجيه رؤوس الأموال الأجنبية إلى ميادين تنسجم فيها الاستثمارات الأجنبية مع متطلبات السياسات الاقتصادية للدولة.

- يستخدم نظام الرقابة ايضا كأداة للسيطرة على قطاع التجارة الخارجية .

- تحقيق أهداف سياسية او ممارسة الضغوط الاقتصادية ، ومن الأمثلة على ذلك ما سعت إليه دول اوربا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية من فرض حصار اقتصادي على مصر بتجميد أرصدها عقب تأميم قناة السويس.

ثانيا- وسائل الرقابة على الصرف الأجنبي:

الرقابة على الصرف جزء لا يتجزأ من سياسات التخطيط الاقتصادي فوضع خطة اقتصادية تتطلب إحكام الرقابة على الصرف الأجنبي (التجارة الخارجية) وقد تكون مباشرة او غير مباشرة .

1- وسائل الرقابة المباشرة:

أ-التدخل المباشر: يتضمن التدخل المباشر في سوق الصرف تثبيت سعر الصرف عند مستوى أقل او أعلى من سعر الصرف السائد في السوق الصرف، وذلك عن طريق شراء او بيع العملة المحلية مقابل الأجنبية عند مستوى السعر المحدد.

ب-تقييد الصرف الأجنبي: يتم تجميع العملات الأجنبية المكتسبة في البنك المركزي للدولة وتقييدها ومن أهم الوسائل هي :

* التخصص طبقا للولويات وذلك لتمويل الواردات الضرورية

*أسعار الصرف المتعددة بهدف التقليل من الواردات وزيادة الصادرات بالعملات الأجنبية.

* الحسابات المجمدة: تقييد المدفوعات على الواردات التي تستحق للدائنين الأجانب في شكل حساب مجمدة بالبنك المركزي¹.

ج-اتفاقيات المقاصة: الاتفاق بين دولتين بفتح لكل منهما حساب للدولة الأخرى بعملتها المحلية ببنكها المركزي حيث أن تسوية المدفوعات يتم حسب الاتفاق على أسعار صرف معينة وتعرف هذه الاتفاقيات باسم الاتفاقيات الثنائية

د-اتفاقيات الدفع: وهي الاتفاقيات الثنائية لكنها أكثر شمولاً وعمومية حيث تشمل إضافة إلى المعاملات بالسلع معاملات الخدمات مثل رسوم الشحن.

2- وسائل الرقابة غير مباشرة على الصرف:

أ-القيود الكمية: تتمثل في تقييد وحظر الواردات عن طريق حصص الاستيراد وسياسات الشراء التي تتبعها المؤسسات التجارية الحكومية، وتهدف إلى الحد من الواردات بالرفع من الضرائب والرسوم الجمركية وهذا للحد من العجز في ميزان المدفوعات.

ب-تقديم إعانات التصدير: تهدف هذه الإعانات إلى تنشيط الصادرات وزيادة قيمتها الكلية وتكون أكثر فعالية في حالة مرونة الصادرات المرتفعة.

ج-رفع سعر الفائدة: هذه العملية تؤثر في أسعار الصرف من خلال تأثيرها على حركات رؤوس الأموال داخل وخارج الدولة ، فعند زيادة أسعار الفائدة تزيد تدفقات رؤوس الأموال وبالتالي يزداد الطلب على العملة ومنه ارتفاع في قيمتها الخارجية. بالإضافة إلى هذه السياسات المستخدمة من طرف الدولة هناك أيضا بعض الوسائل أو الإدارات المستخدمة في ظل اختلاف أنظمة أسعار الصرف وهي مثلا:²

د-استخدام احتياطات الصرف: ففي ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر عملتها فعند انهيار العملة تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية ، عندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي باستخدام سياسة تخفيض العملة.

¹ - بن شلاط مصطفى: مرجع سابق، ص 58.

² - عبد المجيد قدي: مرجع سابق، ص 137.

أما في ظل نظام سعر الصرف العائم تقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها إلا أن الاحتياطات لا تكفي للتصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة.

هـ- استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة مثلما حدث في الأزمة المالية في تايلندا سنة 1997 وهذا سنراه في الفصول التالية.

و- إقامة سعر صرف متعدد: يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة.

ملخص الفصل الثاني:

- من خلال قيامنا بدراسة مختلف الجوانب المتعلقة بأسعار الصرف نستخلص مايلي:
- سعر الصرف يجسد أداة ربط بين الاقتصاد المعن وباقى الاقتصاديات فضلا أنه ربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية .
- هناك عوامل كثيرة مؤثرة في تحديد سعر الصرف نذكر منها ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات ، تغير معدلات التضخم، التغير في معدلات سعر الفائدة، تدخلات السلطة النقدية ، العوامل السياسية والعسكرية.
- اما النظريات المفسرة لسعر الصرف فهناك الكثير ولكن أهمها نظرية تعادل القوة الشرائية التي تتطلب من فكرة أساسية ومن أن القيمة التوازنية في المدى الطويل تتحدد بالنسبة بين أسعار محلية وخارجية، ايضا نظرية تعادل أسعار الفائدة ، حيث يرتكز محورها على البعد النقدي وكذلك نظرية الأرصدة ونظرية مستوى الإنتاجية.
- يعبر النظام النقدي الدولي عن مجموعة الترتيبات والاتفاقيات والأعراف الدولية التي تحكم التعامل بين مختلف العملات الدولية لتسوية المدفوعات الدولية.
- ولكن تطورت هذه الأنظمة خاصة بعد الأزمات النقدية التي عرفها العالم ، وأصبحت معظم البلدان تتجه إلى نظام التعويم حيث أصبحت هناك عدة أنواع من أنظمة أسعار الصرف ولكن في مجملها يمكن تقسيمها إلى أنظمة ثابتة وأنظمة معومة.
- يقصد بأنظمة سعر الصرف الرسمية بأنها الأنظمة المعلنة رسميا من طرف الحكومات اما الفعلية فهي المطبقة فعلا ، وتختلف اسباب هذا التناقض حسب هدف كل دولة.
- للتحول من نظام التثبيت إلى نظام الصرف المعوم يجب أن يكون منظم وأن تكون شروط معينة لنجاحه وإلا ستكون النتائج وخيمة.
- بعد أزمات العملة التي ضربت العديد من الدول خاصة الناشئة منها ، ظهرت بما يسمى بظاهرة التفريغ ، وهي توجيه معظم الدول إلى نظام الصرف المعوم والخروج من الثابت ولهذا ظهر الجدل حول مزايا نظام التعويم بالمقارنة بالنظم الأخرى لتحديد سعر الصرف .
- تتبنى غالبية الدول العربية أسعار صرف اما مثبتة للدولار او بسلة من العملات الرئيسية او بسلة من الحقوق السحب الخاصة ،والقليل منها يستخدم نظام التعويم المدار ومصر واليمن فقط تستخدمان نظام التعويم الحر.
- يعرف سوق الصرف على أنه سوق يتم فيه تبادل العملات فيما بينها، هناك نوعين لسوق الصرف آجل والعاجل ، اما وظائفه فهي تسوية المدفوعات الأجنبية والتحكيم والموازنة ، وأيضا عملية التغطية.

- أما العوامل المؤثرة في تحديد سياسة أسعار الصرف فهي عديدة ولعل أهمها هي تطورات النظام النقد العالمي بالإضافة إلى اعتبارات أخرى منها الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة.
- تعتبر سياسة سعر الصرف من أهم السياسات الاقتصادية ، وذلك لأن نجاحها يمكن حماية الاقتصاد من الأزمات المالية الخطيرة ، حيث من أهداف من السياسات هي مقاومة التضخم ، تخصيص الموارد، توزيع الدخل، تنمية الصناعات المحلية.

تمهيد:

بفضل التطور التكنولوجي خاصة في مجال المعلومات والاتصالات والمواصلات، أصبحت هناك تغيرات كبيرة في العالم خاصة منها الاقتصادية والاجتماعية...إلخ.

وهذه التغيرات في مجملها بسبب ما يسمى بالعولمة التي جعلت العالم قرية واحدة، فهي تسعى في المجال الاقتصادي إلى إلغاء القيود على التجارية التي تحد من انتقال السلع وهي العولمة التجارية، وأيضا سعت لإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بين الدول، من خلال تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات ، وهو ما يعرف بالعولمة المالية، وبسبب هذا أصبحت الدول التي ليس لديها فوائض تستقبل تدفقات مالية ضخمة، وأصبحت تحظى باهتمام المستثمر الأجنبي ، والذي أصبح بدوره تمكنه من تنويع محفظته المالية لتقليل المخاطر ، ورغم هذه الإيجابيات للعولمة إلا أنها لا تخلوا من السلبيات المتمثلة في آثار العولمة المالية خاصة على أسواق رأس المال.

ولهذا قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

- مفاهيم عامة حول حركة رؤوس الأموال
- الاستثمار الاجنبي غير المباشر
- العولمة المالية وآثارها

المبحث الأول: حركة رؤوس الأموال الدولية (رأس المال الأجنبي):

في هذا المطلب سنتطرق لمفاهيم عامة حول رأس المال الأجنبي من ناحية التعريف والأشكال وأهم النظريات التي درست الاستثمارات الأجنبية.

المطلب الأول : مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية:

هناك عدة تعاريف نذكر منها:

1. تعرف على أنها: " انتقال للحقوق والديون فيما بين الدول وكذلك تم تعريفها بأنها القوة الشرائية النقدية التي تنتقل بين الدول دون أن تخصص لشراء سلع استهلاكية.

2. وتعرف أيضا: " على أنها تدفق للموارد الاقتصادية للغير، بهدف استخدامها خارج الدولة صاحبة الموارد الاقتصادية ويشمل ذلك المساعدات والقروض والاستثمار الأجنبي المباشر¹.

إذن تدخل حركة رؤوس الأموال الدولية (المستحقات الدولية)، في إطار ما يعرف بالتمويل الدولي والذي يمثل ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير رؤوس الأموال دوليا حيث يندرج ضمن الجانب النقدي والمالي للعلاقات الاقتصادية الدولية، وتأتي أهمية التمويل الدولي كوسيلة هامة لسد الفجوة بين المدخرات المحلية للبلد الممول والتي تعادل رأس المال الأجنبي اللازم لتحقيق معدل النمو المطلوب، وهنا برز الدور الحيوي لرأس المال الأجنبي في عملية التنمية الاقتصادية خاصة بالنسبة للدول النامية التي تسعى إلى معالجة النقص المستمر في ادخاراتها المحلية والإيفاء بالتزاماتها المالية في خضم تفاعلاتها الاقتصادية الدولية.

المطلب الثاني: أشكال رأس المال الأجنبي (حركة رؤوس الأموال الأجنبية):

تتخذ حركات رأس المال الدولي أشكال متعددة يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أشكال من التدفقات وهي:

الفرع الاول : القروض الأجنبية:

شكلت القروض الأجنبية لعقود متعددة وما تزال شكلا مهما ورئيسيا من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وإن اختلفت الأهمية النسبية لهذا النوع في الآونة الأخيرة لصالح تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وهذا ما سنبينه من خلال التوزيع النوعي لهذه التدفقات التي تمثل القروض التي تمنحها المحافل الدولية إلى الدول المحتاجة إلى تمويل بناء على مجموعة من القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة وفقا لظروف السوق مع التعهد بردها وبدفع فائدة عليها وفق شروط معينة.

ويمكن التمييز من نوعين من القروض وهما:

¹ - أحمد عبد الكريم مبارك الشتران: أثر تدفق رأس المال الأجنبي على ميزان التجاري الأردن، رسالة ماجستير، غ. منشورة، جامعة آل البيت، الأردن، 1997، ص 01.

أولاً- القروض العامة: وهي تلك القروض التي تمنحها الحكومات الأجنبية على أسس تجارية، وذلك بغض النظر عما إذا كانت الجهة التي تتلق القرض، حكومة أو أي جهة خاصة وتتميز هذه القروض بما يلي:

- يقدم القرض العام بشكل مبلغ من العملة القابلة للتحويل
- تشترط الدولة المقرضة على الدولة المقترضة ضرورة إنفاق القرض في الحصول على احتياجات التنمية الاقتصادية من أسواق الدول المضيفة.

ثانياً- القروض الخاصة: وهي تلك القروض التي ترد إلى الدولة من الأفراد أو الهيئات الأجنبية الخاصة بغض النظر عن صفة المقرض ، وتأخذ هذه القروض صوراً ثلاث:

1- تسهيلات الموردين أو قروض الصادرات: وهي القروض الائتمانية التي تقدمها الشركات الأجنبية الخاصة وكبار المصدرين وغيرهم من الموردين الأجانب لتوريد سلع وخدمات البلد المقرض.

2- قروض البنوك التجارية الأجنبية الخاصة: وهي عبارة عن تسهيلات مصرفية تحصل عليها الدول النامية من هذه البنوك لتمويل العجز الموسمي والمؤقت في حصيللة النقد الأجنبي.

3- الائتتاب في السندات التي تصدرها الدولة في مشروعاتها: يمكن للدولة أن تحصل على رأس المال الأجنبي عن طريق قيام الدولة التي ترغب بالاقتراض بطرح سندات ذات قيمة معينة وبسعر فائدة معين وتستهلك بعد حلول أجل معين لكي يكتتب فيها المستثمرون الأفراد أو الهيئات الخاصة في هذه الدول الخارجية.

وتجدر الإشارة إلى أن الدول النامية فشلت في إدارة القروض الخارجية والاستفادة منها كمصدر أجنبي للتمويل، ففي تقرير للبنك الدولي يشير إلى أن عام 2003 شهد زيادة في إجمالي القروض الخارجية للبلدان النامية لتصل إلى 2.89 تريليون دولار وهي تشكل نسبة 34.3% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، وبلغت نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي الصادرات والخدمات مجموع هذه البلدان حوالي 18%.

وسبب فشل هذه الإدارة وتفاقم المديونية الخارجية للدول النامية ترجع إلى مايلي¹:

- انخفاض أسعار معظم المواد الأولية المكونة لحصيللة النقد الأجنبي
- سوء إدارة القروض الأجنبية
- تفاقم أعباء خدمة الدين القروض الخارجية
- تراجع الطلب العالمي على صادرات الدول النامية وارتفاع أسعار النفط
- ارتفاع أسعار الفائدة على قروض المصارف الدولية

¹ - لوزاد عبد الرحمن اليمني، منجد عبد اللطيف الخسالي: مقدمة في المالية العامة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص

أما بالنسبة للدول العربية فالجدول التالي يبين تطور القروض الخارجية في سنوات مختارة

جدول رقم 06: تدفقات القروض الخارجية لمجموع الدول العربية

السنوات	اجمالي القروض الخارجية (مليون دولار)	نسبة القروض من إجمالي الناتج الإجمالي	نسبة خدمة الدين الخارجي من إجمالي الصادرات
96	141421	%68	%17
97	132122	%60	%16
98	136874	%56	%18
99	134422	%53	%17
2000	127731	%48	%15
2001	125662	%45	%14
2002	138211	%46.4	%15.7
2003	147693	%45.6	%15.7
2004	15184	%42.1	%12.2

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2005، أبو ظبي، سبتمبر، 2005.

ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه انخفاض في حجم القروض الخارجية، وهذا يشمل أيضا نسبة إجمالي الدين من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة خدمة الدين إلى إجمالي الصادرات، إذن تشير هذه البيانات إلى تحسن في هذه المؤشرات، وسبب هذا التراجع هو ارتفاع أسعار النفط مما أثر إيجابا على معدل النمو في الناتج الإجمالي، إلا أن هذا لا يشمل جميع الدول العربية إذا تم التحليل بشكل منفرد لكل دولة، لاختلاف ظروف كل بلد، لكن بالنظر إلى نسبة القروض إلى إجمالي الناتج ونسبة خدمة الدين نجد أن الدول العربية لم تكن موفقة في إدارة هذه القروض وإن هذا التدفق لم يكن فعالا، وهذا ما حفز الدول العربية للبحث عن مصادر أخرى للتمويل بعد فشل القروض الخارجية في تحقيق هدفها في هذه البلدان.

الفرع الثاني: المعونات الأجنبية:

تتجه غالبية الآراء إلى اعتبار المساعدات الأجنبية على أنها كافة التحويلات الدولية التي تتم وفقا لشروط وقواعد ميسرة بعيدا عن القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة، وتقسم هذه المعونات إلى:

أولاً- المنح: وتعرف على أنها التحويلات النقدية والعينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية أو إنسانية ، وهي تحويلات لا ترد، وتجدر الإشارة إلى أن المساعدات العسكرية لا تدخل تحت هذا المفهوم لأنها تختلف في أهدافها المباشرة عن المعونات الاقتصادية¹.

ثانياً- المساعدات الميسرة : وهي قروض ميسرة واجبة السداد تدخل في نطاق المديونية الخارجية وتتم وفقا لقواعد وشروط أيسر من مثيلاتها في الأسواق المالية الدولية، حيث نقل أسعار الفائدة لهذه القروض عن المعدلات العادية، أو من حيث احتوائها على فترات سماح تكون عادة أطول ، أو من حيث طول مدة السداد ، وقد تكون هذا المساعدات:

- مساعدات نقدية تخصصها الدول المانحة
 - مساعدات عينية لعل من أهمها السلع الغذائية ، السلع الرأسمالية والمساعدات الفنية.
 - مساعدات البرامج أو القطاعات وهي المساعدات التي تقدم إلى دول معينة تهدف مساعدتها على زيادة معدلات التنمية الاقتصادية فيها ، دون تحديد مشروعات بذاتها وتتولى الدول المستفيدة وضع أسس توجيه هذه المعونات.
 - مساعدات المشروعات المحددة وهي أضيق نطاقا من سابقتها والتي تقدم من أجل تنفيذ مشروع معين.
 - مساعدات مباشرة أو غير مباشرة : فالمباشرة هي الصورة العادية المنظورة للمساعدات الأجنبية من منح وقروض ميسرة، وأما غير المباشرة لا نقل أهمية من الناحية الاقتصادية عن المباشرة ومن ذلك الإعفاءات الجمركية .
 - المساعدات الفنية: وتعني تقديم الخبرة الفنية المتخصصة وإقامة مراكز التدريب لضمان كفاءة استخدام الاعتمادات المالية والمعدات الحديثة التي يتضمنها برامج المعونات.
- وتعتبر المعونات من الدول الصناعية المتقدمة ومن دول النفط من أهم مصادر التمويل للدول النامية ذات الدخل المنخفض.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام المدخل الادخاري والضريبي ، المدخل الإسلامي ، المدخل الدولي ، الطبعة الثانية ، مكتبة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، 1998، ص 309.

الجدول رقم 07: نسبة المساعدات الإنمائية إلى الناتج القومي الإجمالي في المجموعات الدولية المانحة:

السنوات	مجموعة الداك* (لجنة المساعدات الإنمائية)	الدول العربية المانحة للمساعدات
1980	0.36	3.27
1985	0.31	1.33
1990	0.31	1.91
2000	0.22	1.1
2003	0.25	0.90

المصدر: نوزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص 265.

ولكن ما يلاحظ هي هذه المساعدات هو انخفاضها الملحوظ من عقد السبعينات كما هو مبين في الجدول رقم "06" .

ويعود هذا الانخفاض إلى عوامل منها:¹

- تزايد العجز في موازنات الدول المانحة التي تعاني من أزمات اقتصادية مستديمة.
- انتهاء الحرب الباردة وما اتبعه من انخفاض في الأهمية الاستراتيجية للمساعدات وضعف الدافع السياسي وراء منح المعونات لأهداف إستراتيجية .
- أن هناك قناعات لدى بعض الحكومات للدول الصناعية في أن حل مشاكل الدول النامية لا يأتي بزيادة المعونات الخارجية الرسمية إليها، حيث في نظرهم أن هذه المساعدات ساعدت الدول على تأجيل الإصلاحات وأدت إلى تراكم المشاكل .
- انخفاض أسعار النفط منذ بداية الثمانينات أدى إلى هبوط عائدات دول OPEC إذن في الوقت الذي تعد فيه المعونات ضرورية للعديد من الدول النامية بمختلف أحجامها وصورها فإن الأهم من ذلك هو مدى فاعليتها ، اما الشكل الثالث فيتمثل في الاستثمار الأجنبي بأنواعه ولأهميته خصصنا له المطلب الموالي.

المطلب الثالث: الاستثمار الأجنبي

أصبح الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المعاصر من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية ، وبالذات في الدول النامية ودول أوروبا الشرقية وآسيا، وقد زادت أهمية ودور الاستثمار الأجنبي في عملية التنمية في كل الدول النامية، بعد التغيرات التي طرأت على النظام المالي الدولي في

* : الداك لجنة خاصة بالمساعدات الإنمائية متكونة من مجموعة من الدول المتقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية ومجموعة من الدول الأوروبية واليابان).

¹ - العقون نادية، تحرير رؤوس الأموال وآثارها على ميزان المدفوعات حالة الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بسكرة ،

أعقاب أزمة المديونية الخارجية منذ أوائل عقد الثمانينات ، حيث أدت إلى انكماش المصادر الأخرى للتمويل، كما هي مبينة في الجدول الموالي.

الجدول رقم: " 08 " التوزيع النوعي لتدفقات رؤوس الأموال الدولية لسنوات مختارة ، نسبة مئوية (% من إجمالي التدفقات).

السنوات	السنوات	السنوات	نوع التدفق
98-90	89-83	82-75	
24	16	50	القروض المصرفية
11	21	11	المساعدات
1	33	21	تدفقات رسمية
9	9	7	ائتمانات خاصة
34	18	9	استثمار أجنبي مباشر
21	3	2	استثمار أجنبي غير مباشر

المصدر: مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية ، تقرير التجارة والتنمية للأمم المتحدة، نيويورك، 1999، ص 166.

حيث تشير هذه البيانات أن هناك تغيرات في التوزيع النوعي لمسار تدفقات رؤوس الأموال التي تسير في صالح الاستثمار الأجنبي المباشر أو في الحافظة المالية في البورصات على حساب الأنواع الأخرى ، وهذا بسبب أن الاستثمارات الأجنبية غير خالقة للمديونية وغير خاضعة لمشروطة المصادر الأخرى ، واهم اسباب نمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة أو غير المباشرة هي:¹

- انتشار إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال وفك القيود الأخرى المفروضة عليها في الدول الرأسمالية والدول النامية.
- إزالة القيود النقدية على المدفوعات الخارجية الجارية من قبل عدد كبير من الدول النامية في أوائل الثمانينات ودول شرق أوروبا، وقد كان لتوجه كل من الصين والهند نحو إزالة القيود عام 1994 الأثر الكبير في تحسين نسبة نمو التجارة الدولية.
- قيام عدد كبير من الدول الرأسمالية بالتوجه نحو الخصخصة بداية الثمانينات إضافة إلى العديد من الدول النامية.
- التحرير الواسع للأسواق المالية على نطاق عالمي.
- رغبة المستثمرين الأجانب في تحسين الأداء من خلال زيادة عوائد استثمار المحفظة والتنويع وتقليل المخاطر .
- التوجه نحو تعويم أسعار صرف العملات الرئيسية.
- تحديث أسواق الأوراق المالية وزيادة درجة المنافسة فيما بينها.

¹ - أحمد طه محمد العجلوني: آثار العولمة المالية على المصارف الإسلامية الأردنية والاستراتيجيات المقترحة لمواجهتها، رسالة دكتوراه في التمويل ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2004، ص 116.

نمو سوق العملات الدولية الوطنية، مما وسع من التجمع الدولي للسيولة المتاحة للمستثمرين الدوليين مما سمح بالتمويل من خلال استثمار المحفظة.

الفرع الأول: التفرقة بين الاستثمار المحلي والأجنبي:

أولاً- الاستثمار المحلي: هو الاستثمار الذي يمول برأس المال المحلي، سواء كان مصدر التمويل من القطاع العام أو الخاص، ويدار هذا النوع من الاستثمار من قبل مستثمرين محليين يحملون جنسية البلد المحتضنة للاستثمار.

ثانياً- الاستثمار الأجنبي: وهي تلك المشاريع الاستثمارية التي تجاوزت حدود الدول الأم (صاحبة الموارد الاقتصادية) بهدف تحقيق الأرباح وتحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية المختلفة، ويمول هذا النوع من الاستثمار من قبل المستثمر الأجنبي أو بالمشاركة مع المستثمر المحلي في حصة من رأس المال تكفل له السيطرة أو الإشراف على المشروع الاستثماري¹.

ويعرف أيضاً على أنه عبارة عن الاستثمار الناشئ عبر الحدود نتيجة انتقال رؤوس الأموال الاستثمارية وشتى الموارد الاقتصادية بين الدول المختلفة بهدف جني الأرباح وتحقيق المنافع². ويعرفه فريد النجار: " بأنه عبارة عن كل استثمار خارج موطنه ينشأ في دولة مضيضة ، سعياً وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية والمالية والسياسية سواء كانت هدف مؤقت أو لأجل طويل³.

ومن التعاريف السابقة للاستثمار الأجنبي يمكن تعريفه بأنه انتقال لرؤوس الأموال خارج الدولة صاحبة هذه الأموال إلى دول أخرى أو أسواق أخرى بهدف تحقيق الأرباح أو إيجاد أسواق أخرى، وقد تكون أيضاً لأهداف سياسية أو اجتماعية.

الفرع الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي:

تتصف أشكال الاستثمار الأجنبي بالتعدد والاختلاف سواء من حيث النوعية أو الأهمية النسبية ، ويرجع السبب في ذلك إلى تعدد المعايير المستخدمة في تصنيف تلك الاستثمارات ويمكن تقسيم الاستثمار الأجنبي إلى أنواع عديدة وهي كمايلي:

أولاً- تصنيف الاستثمار وفقاً للناحية الزمنية: وينقسم إلى شكلين:

1- الاستثمارات قصيرة الأجل: وهي الاستثمارات التي تتضمن تحركاً في رأس المال لمدة نقل

عن سنة واحدة مثل شراء الأوراق المالية والكمبيالات والحوالات التجارية ومنح الاعتمادات.

2- الاستثمارات طويلة الأجل: وتتضمن تحركات رؤوس الأموال بين البلدان المختلفة لمدة تزيد

عن سنة واحدة ، وتتمثل في الاستثمارات المباشرة وغير مباشرة، والتي سنقوم بعرضها

¹ - عماد الأغا، الاستثمار الأجنبي في الأردن، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 2002، ص 17.

² - نضال العزام ، محددات الطلب على الاستثمارات الأجنبية ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك، الأردن، 1994، ص 23.

³ - فريد النجار ، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 23.

بالتفصيل، ومن شأن هذه الاستثمارات طويلة الأجل أن تساهم في تنمية الاقتصاد المتلقي لهذه التدفقات.¹

ثانياً- تصنيف أنواع الاستثمار الأجنبي حسب صفة القائم بالاستثمار:
ويمكن تقسيمه إلى:

- 1- الاستثمار الأجنبي الخاص: وهو الاستثمار الذي يقوم به فرد أو شركة أو هيئة خاصة ذات .
- 2- الاستثمار الأجنبي العام: وهو الاستثمار الذي يقوم به دولة أو هيئات ذات كيان عمومي قومي أو دولي.

ثالثاً- تصنيف أنواع الاستثمار الأجنبي وفقاً لمعيار السيطرة والتحكم بالاستثمار:

ويعتمد هذا التصنيف على مدى قوة إدارة كافة العمليات الإنتاجية والتسويقية المتعلقة بالمشروع الاستثماري الأجنبي وهو نوعان:

1- الاستثمار الأجنبي المباشر:

تتعدد تعاريف الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب اختلاف المعايير الاقتصادية والقانونية وكذا المشاكل المترتبة عن قياس تدفقاته وقد أخذنا أهم التعاريف على المستوى الدولي وهي :

- حيث يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً وفقاً لدليل إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي عام 1993، على أنه ذلك النوع من أنواع الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم في اقتصاد ما على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر، (حيث يشار إلى الكيان المقيم بمصطلح " المستثمر المباشر" وإلى المؤسسة باصطلاح " 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 المؤسسة².

- أما بالنسبة لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (O.C.D.E) فإنها تتبنى تعريفين للاستثمار الأجنبي المباشر، فالتعريف الأول للاستثمار الأجنبي المباشر هو ذلك الاستثمار القائم على نظرة تحقيق علاقات تعطي إمكانية تطبيق فعلي على تسيير المؤسسة بواسطة:

- إنشاء أو توسيع مؤسسة ملحقة، فرع.... إلخ
- المساهمة في مؤسسة جديدة قائمة من قبل.

أما التعريف الثاني يشمل في أن كل شخص طبيعي، كل مؤسسة عمومية أو خاصة كل حكومة، كل مجموعة من الأشخاص الطبيعيين الذين لهم علاقة تربطهم ببعضهم البعض، كل مجموعة في المؤسسات لديها الشخصية المعنوية والمرتبطة فيما بينها، تعتبر مستثمراً أجنبياً إذا كان لديها

¹ - هشام غرابية، نضال عزام ، محددات الطلب على الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد الأردني ، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد 13، عدد01، 1997، ص 33.

² - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية ، الكويت ، 2007، ص 49.

مؤسسة للاستثمار المباشر، ويعني كذلك فرع أو شركة تابعة تقوم بعمليات استثمارية في بلد غير بلد إقامة للمستثمر الأجنبي¹.

- ويعرف أيضا الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه الاستثمار الذي يتم الحصول من خلاله على مصالح مستمرة في مشروع معين يعمل في اقتصاد غير اقتصاد الجهة المستثمرة ، وذلك من خلال الدور الفعال في ملكية المشروع².
- كما ينظر للاستثمار المباشر على أنه أي تدفق للإقراض أو زيادة في قومية التملك لأي شركة أو فرع في دولة أجنبية، حيث تشكل رعايا البلد المستثمر النسبة الأكبر من مجمل الملكية في تلك المؤسسات³.

وبالتالي يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتيح للمستثمر الأجنبي الحصول على المنافع في دولة أخرى وذلك من خلال إدارة المشروع والسيطرة الكاملة على عملية التنظيم والإدارة في حالة حصوله على التملك الكلي المشروع أو في حالة المشاركة مع مستثمر محلي، وقد تكون هذه الأهداف أما اقتصادية وهي تحقيق الأرباح وإيجاد أسواق جديدة وقد تتعدى إلى الأهداف سياسية أو أيضا اجتماعية.

وينقسم هذا الاستثمار إلى شكلين رئيسيين وهما:

أ- الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي:

وهو الشكل الأكثر تفضيلا من جانب الشركات متعددة الجنسيات ، وذلك بسبب ما تتمتع به هذه الشركات من حرية كاملة في الإدارة والإشراف على هذه المشروعات ، وكبر حجم الأرباح المتوقع الحصول عليها، من جراء هذا الاستثمار ، بالإضافة إلى إمكانية التغلب على القيود التجارية والجمركية المفروضة من قبل الدول المضيفة على الواردات.

ب- الاستثمار المشترك:

ويعرف هذا الاستثمار على أنه أحد مشروعات الأعمال يشارك فيه طرفان ويكون أحد اطراف الاستثمار ، شركة دولية تمارس حقا كافيا في الإدارة والسيطرة ولكن دون أن تتمتع بالسيطرة الكاملة على تلك العمليات ، وتعتبر المشاركة في إدارة المشروع من العناصر الحاسمة في التفرقة بين هذا الشكل وعقود الإدارة واتفاقية التصنيع ومشروعات تسليم المفتاح وهي استثمارات غير مباشرة. ويمكن القول أن هذا النوع ينطوي على مشاركة المستثمر الأجنبي مع المستثمر المحلي من خلال المساهمة في حصة من رأس المال ، أو من خلال تقديم الخبرة الفنية اللازمة لإقامة المشروع

¹ - سلمان حسين، الاستثمار الأجنبي المباشر، والميزة التنافسية الصناعية بالدول النامية ، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 04.

² - فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الوراق للنشر والتوزيع، عمان ، الطبعة1، 2004، ص 171.

³ - قدرى أحمد عبد الرحمن العتيبي: أثر الاستثمار الأجنبي على أداء الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000/1998 ، رسالة ماجستير في التمويل المصارف، جامعة آل البيت، 2004، ص 33.

أو المعرفة والتكنولوجيا والمهارات التسويقية ، بحيث يكون لكل طرف من أطراف الاستثمار الحق في المشاركة والإشراف على عملية التنظيم وإدارة المشروع¹.

وقد أثبت الاستثمار الأجنبي المباشر مرونته خلال الأزمات المالية ففي دول شرق آسيا ظل هذا الاستثمار مستقرا خلال أزمة المالية سنة 1997، وعلى خلاف ذلك فإن الأشكال الأخرى من تدفق رؤوس الأموال الخاصة مثل الأسهم وتدفقات الديون بخاصة قصيرة الأجل كانت عرضة لتقلبات كبيرة في مسارها خلال نفس الفترة .

2- استثمار أجنبي غير مباشر:

ويتمثل هذا الاستثمار في شراء الأسهم والسندات والمشاركة في مختلف المشروعات القائمة في أي بلد أجنبي أي الاستثمار الأجنبي في الأسواق المالية²، ولكن إذا كان التحليل هنا من الناحية الكلية وسيتم التفصيل في الاستثمار في المطالب الآتية فيما بعد.

إما إذا كنا ننظر إلى الاستثمار الأجنبي غير مباشر من منظور التحليل الاقتصادي الجزئي فإننا سنكون خارج ما يعرف بالاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية ، إذ ينصب الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أشكال مختلفة للاستثمارات التي تعمل على تسهيل مهمة الشركات متعددة الجنسيات في التقدم إلى مرحلة الاستثمار الأجنبي المباشر ويمكن لنا أن نضع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في هذه الحالة في ثلاثة أشكال رئيسية:

أ- **التراخيص أو الامتياز:** التراخيص أو امتياز الإنتاج تعتبر من الوسائل المتاحة أمام الشركات الأجنبية لنقل انتاجها إلى الأسواق الخارجية، وترخيص الامتياز أو الإنتاج يعني بيع خبرة فنية أو السماح للمستثمر المحلي باستخدام العلامات التجارية وشروط أخرى تتعلق بمواصفات الإنتاج³. وغالبا ما يكون هذا الشكل من الاستثمار في قطاع الخدمات (كالمطاعم العالمية والفنادق وغيرها)، غير أنه يؤخذ على هذا الشكل من الاستثمار ، هو أنه لا يساهم في تحويلات النقد الأجنبي.

ب- **عملية تسليم المفتاح:** وهي عبارة عن اتفاق بين الطرف الأجنبي والطرف المحلي بمقتضاه يقوم الطرف الأول بإنشاء المشروع الاستثماري والإشراف عليه إلى غاية تسليم مفتاح تشغيله، كما هو الحال في قطاع الإنشاءات أو المباني أو إنشاء المصانع ومحطات الكهرباء والفنادق والإنفاق وغيرها، ويلقي هذا الاستثمار رواجاً كبيراً خاصة لدى الدول النامية - لاعتبارات سياسية واقتصادية - إلا أنه لا يساهم في تحسين ميزان المدفوعات من خلال تدفق النقد الأجنبي⁴.

¹ - Tong, Yueting, *foreign direct investment, export, and firm Performance in south east Asia* . University of californian, Degree : PHD,2000,P142.

² - عبد الحميد عبد المطلب، "العولمة الاقتصادية"، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2006، ص 190.

³ - عبد المنعم السيد علي وفتح الله سعد، *الاستثمار الأجنبي في الأردن*، حجمه وهيكله واتجاهاته وآثاره التنموية، المؤتمر العلمي الثاني حول أهمية الاستثمارات الجارية في التنمية على الاقتصاد الأردني، جامعة أربد، 2001، ص 20.

⁴ - فريد النجار، مرجع سابق، ص 23.

ج- عقود التصنيع وعقود الإدارة: عقود التصنيع هي عبارة عن اتفاق بين شركة أجنبية وشركة وطنية (خاصة أو عامة) يتم بموجبه قيام الشركة الوطنية بتصنيع وإنتاج سلع ما نيابة عن الشركة الأجنبية، وعادة ما تكون هذه الاتفاقيات طويلة الأجل، أما عقود الإدارة¹ فهي عبارة عن اتفاقيات تقوم بمقتضاها شركة متعددة الجنسيات بالإشراف على إدارة كل أو جزء من العمليات والأنشطة الوظيفية الخاصة بمشروع استثماري معين في الدولة المضيفة مقابل عائد مادي معين أو مقابل المشاركة في الأرباح.

وينتشر الشكل الأخير من الاستثمار في مجالات الخدمات مثل الفنادق العالمية والسياحية والطيران والمستشفيات ، كما يلعب دورا فاعلا في تحقيق درجة من التقدم التكنولوجي، بالإضافة إلى تنمية مهارات وقدرات القوى العاملة المحلية ، ولكن ما يؤخذ عليه أيضا هو عدم مساهمته في توفير النقد الأجنبي للدولة المضيفة.

الفرع الثالث: النظريات المحددة للاستثمار الأجنبي والمناخ الاستثماري: أولا- النظريات المحددة للاستثمار الأجنبي:

سنتناول في هذا المحور الدوافع والمحددات التي تؤدي إلى انتقال رأس المال عبر الحدود، فهناك العديد من النظريات المفسرة لهذا الانتقال، أشارت هذه النظريات إلى بعض المبررات والدوافع وراء الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير مباشر ومن أهم هذه النظريات:

1- نظرية عدم كمال السوق:

تقوم هذه النظرية على افتراض غياب المنافسة الكاملة في أسواق الدول المضيفة ونقص في السلع والخدمات في أسواقها، مما يمنح ميزة نسبية لشركات الدول الأجنبية (المانحة) التي تتمتع بقدرات وخصائص ومزايا تنافسية كالخصائص التكنولوجية والتمويلية والتنظيمية والإدارية، وبالتالي مغزى هذه النظرية بني على أساس عدم قدرة الشركات الوطنية على منافسة الشركات الأجنبية طبقا للخصائص سابقة الذكر، وهذا ما يشكل حاجزا للاستثمارات الأجنبية في الدول النامية والتحكم في أسواقها المحلية ، هذا يعني أن عدم اكتمال السوق في الدولة المضيفة يعتبر عنصر جذب للدول الأجنبية في توجيه الاستثمارات نحو هذه البلدان.

ومن الانتقادات الموجهة لهذه النظرية هي أن تحقيق المكاسب الناتجة عن استغلال الخصائص الاحتكارية يتوقف على الإجراءات والسياسات المتبعة في الدول المضيفة كالرسوم الجمركية والضرائب.

¹ - عبد الحميد عبد المطلب : العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص 195.

2- نظرية الحماية:

وترى هذه النظرية خلاف النظرية السابقة حيث أن اختلاف المزايا النسبية بين الدول المانحة والدولة المضيفة ليس كافياً لتدفق الاستثمارات، بل أن سلوك الشركات في الدول الأجنبية يتوقف على مدى ما تمارسه الدول المضيفة من رقابة وشروط وقوانين الاستثمار ، لذلك لجأت الشركات الأجنبية إلى إجراءات حماية كرد فعل على هذه الإجراءات مثل العمل على عدم تسريب الابتكارات الحديثة ، واحتكار براءات الاختراع، من أجل إجبار الدول النامية المضيفة على تغيير قوانين الاستثمار، وهذا يعني أن نظرية الحماية ترى أن حماية الشركات الأجنبية لأنشطتها يمهّد الطريق أمام تدفق الاستثمارات الأجنبية ، وهذا ما حصل بالضبط في أغلب البلدان العربية عندما شرعت بإعادة النظر في الإطار التشريعي والتنظيمي وإلغاء القوانين المقيدة لحركة رأس المال الأجنبي¹.

3- نظرية دورة حياة السلعة:

تعطي هذه النظرية تفسيراً لحركة التجارة الدولية وأسباب انتشار الاختراعات والتقدم التكنولوجي، بالإضافة إلى أنها تقدم تفسيراً لدوافع الاستثمار استناداً إلى دورة حياة المنتج (السلعة) في مراحلها المختلفة، ففي المرحلة الأولى وهي مرحلة الابتكار التكنولوجي تتميز الشركة بمزايا مقارنة بالسوق المحلي، ولكن مع مرور الزمن ينتشر هذا الابتكار التكنولوجي شيئاً فشيئاً ويصبح المنتج أكثر نمطية، عندها تلجأ هذه الشركات في المرحلة الثانية إلى نقل الإنتاج والاستثمار إلى الخارج، وذلك لانخفاض التكاليف والإنتاجية بعدما قلت ميزتها في الأسواق الداخلية، فتنقل إلى الدول الفقيرة كثيفة العمالة والتكلفة المنخفضة، ويصبح المنتج شائعاً في المرحلة الثالثة ، وفي المرحلة الرابعة تستطيع البلدان ذات التكاليف المنخفضة من تصدير المنتج بشكل معاكس إلى دولة الاختراع.

والواقع العملي الذي يؤيد هذه الافتراضات هو أن الصناعات الإلكترونية بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية قبل إنتاجها في بريطانيا وفرنسا، ومن ثم انتقلت إلى الدول النامية مثل تاوان وسنغافورة ، واهم انتقادات هذه النظرية هو أن البحوث التجريبية أثبتت استخدام الشركات المتعددة الجنسيات نفس المستوى التكنولوجي عند الاستثمار الأجنبي ، حيث أن بعضها لم ينتظر إلى أن ينضج المنتج ويتقدم حتى أن معظم الإنتاج الدولي كان يعتمد على هذه الأساليب التقنية.

4- نظرية الموقع:

يرى أنصار هذه النظرية أن قرار الاستثمار الأجنبي في الدول النامية يرتبط بموقع الدولة المضيفة أي بالمتغيرات المحيطة بها، وتحدد هذه النظرية العوامل المحددة للاستثمار في الدول المضيفة وهي كما يلي:

- العوامل التسويقية مثل منافذ التوزيع، وكالات الإعلان، حجم السوق، درجة التقدم التكنولوجي.
- العوامل المرتبطة بالتكاليف: مثل القرب من المواد الخام، انخفاض مستويات الأجور.

¹ - نوزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص 169.

- الإجراءات الحمائية مثل التعريف الجمركية والقيود المفروضة على التجارة الخارجية.
 - العوامل المرتبطة بمناخ الاستثمار الأجنبي مثل الاتجاه العام نحو مدى قبول الاستثمار الأجنبي
 القيود المفروضة على ملكية الأجانب ، حرية إجراءات تحويل العملات الأجنبية...إلخ.
 ونجد من خلال عرض هذه النظريات أنه من الصعوبة تقرير أي من النظريات ملائم لتحديد
 قرار الاستثمار في الدول النامية بسبب اختلاف الظروف والمتغيرات لكل بلد، ولكن نجد أن نظرية
 الموقع قد تكون الأكثر شمولاً وقبولاً بالنسبة للدول النامية.

ولهذا سعت أغلب الدول المضيفة إلى تنمية وتطوير ما يعرف بالمناخ الاستثماري الجاذب
 لرؤوس الأموال الأجنبية وتفعيل حركتها الدولية.¹

ثانياً- المناخ الجاذب للاستثمار الأجنبي: ويعرف على أنه منظومة من المتغيرات التي تصنع البيئة
 المناسبة لاستغلال وتوطين رأس المال الأجنبي وتنظيم تدفقه، وهو فحص الجهة المستقبلة أي هو
 الطرف الآخر المقابل للمحددات التي تحكم الدول المانحة، إذن القرار الاستثماري ليس مقصوراً على
 إستراتيجية الاستثمار لطرف واحد بل هو نتاج محددات تخص الدول المانحة ومناخ استثماري يخص
 الدول المضيفة.²

أما المؤسسة العربية لضمان الاستثمار فقد عرفت على أنه: "مجموع الأوضاع القانونية
 والاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تكون البيئة التي تتم فيها الاستثمار".³

ويمكن تعريفه أيضاً: "على أنه مجموع الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والسياسية
 التي تؤثر في ثقة المستثمر وإقناعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون آخر، وهذه مسألة تتفاعل فيها
 العوامل الموضوعية مع العوامل النفسية، كما أن العناصر المكونة لهذا المناخ تتفاوت من بلد لآخر".⁴
 ونرى مما سبق أن المناخ الاستثماري لا يقف عند حدود العوامل الاقتصادية فقط بل يتجاوز
 ذلك إلى الظروف السياسية والاجتماعية والقانونية في الدول المضيفة، وفيما يلي أهم عوامل وشروط
 المناخ الاستثماري المناسب:

1- العوامل التسويقية والقانونية: وتتمثل في:

- وجود تشريعات استثمارية متكاملة تتسم بالوضوح والثبات وتخلو من القيود التي تعيق
 الاستثمار.

- استقلال الجهاز القضائي وفعاليته.

- وجود تشريعات اقتصادية عادلة.

¹ - عبد السلام أبو قحف: اقتصاديات الاستثمار الدولي، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1991، ص 47.

² - نوزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص 171.

³ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ضمان الاستثمار، العدد 70، الكويت، 1993، ص 3.

⁴ - نايف قاضي، مناخ وتجارب الاستثمار في الأردن، المؤتمر السادس لرجال الأعمال و المستثمرين العرب، الإسكندرية، 1999، ص

- وجود الضمانات الكاملة والكافية للمستثمر التي تكفل له حرية النشاط وعدم التأميم أو المصادرة.
- 2- **الوضع السياسي والأمني** : ويشمل مستوى الاستقرار السياسي والوضع الأمني مثلا من حيث أحداث الشغب والتوترات الطائفية، وطريقة تداول السلطة، ومدى تنامي عدد دور المنظمات المجتمع المدني، كذلك مستوى العلاقات بين دول الجوار والعالم الخارجي ،كل هذه المؤشرات وغيرها تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثمار للدول المانحة.
- 3- **العوامل الاقتصادية¹ وتتمثل في:**

- الوضوح الكامل للمنهج الاقتصادي وفلسفته في دستور البلاد والتشريعات الصادرة بمقتضاه.

- انتهاج أسلوب سليم في السياسات الاقتصادية الكلية خاصة فيما يتعلق بأسعار الصرف وسعر الفائدة وعدالة النظام الضريبي، وأيضا تحسين أداء السوق المالي إذا كان موجودا في الدولة المضيفة.

- تقوم الدولة المانحة بمطابقة إجمالي الاستثمارات للبلد والبلدان المجاورة وتدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد للسنوات السابقة، وأيضا حجم التجارة مع العالم الخارجي ومستوى العلاقة التجارية مع المصدرين والمستوردين الكبار.

- محاربة التضخم وتحجيمه لتجنب تشويه النمط الاستثماري وعدم دفع المستثمرين إلى توجيه استثماراتهم في مجالات المضاربة .

- منح الإعفاءات الضريبية المشجعة، وليس الإسراف في منح الإعفاءات دون هدف ، حتى لا تكون قاعدة الإعفاءات هي العامل الفعال في تحفيز المستثمر ، وإنما هي واحدة من عدة حوافز .

- التسهيل وتبسيط إجراءات الاستثمار، مثل تبسيط الإجراءات في إصدار تراخيص إقامة المشاريع الاستثمارية والحصول على العقار....إلخ

- وجود أيدي عاملة ماهرة ومدربة وإقامة تسهيلات تدريبية وتعليمية جيدة

- توفير بيئة أساسية متكاملة (تسهيلات خدمات الموانئ، المطارات، النقل....إلخ)

- توفير سلسلة عريضة من الخدمات الضرورية المناسبة مثل مراكز المعلومات المصارف الدولية شركات التأمين.

4- وضع البلد وفق المؤشرات الدولية:²

تستخدم المكونات الأساسية سابقة الذكر كعناصر مكونة لمقاييس ومؤشرات دولية تقيس مستوى وطبيعة البيئة القادرة على استقدام روس الأموال الأجنبية ، لذا تسعى الدول المضيفة إلى تحسين بيئتها الاستثمارية من أجل رفع درجة توقعها في المؤشرات الدولية ومن أهم المؤشرات الدولية ما يلي:

¹ - قدي احمد عبدالرحمن العتيبي: مرجع سابق، ص51.

² - نورزاد عبد الرحمان الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص ص 173،174.

أ- مؤشر التقويم السيادي: ويستخدم هذا المؤشر لقياس وتقويم المؤسسات المالية والشركات داخل القطر عند الشروع في إصدار الأسهم والسندات في أسواق هذا البلد، ويصدر من طرف مؤسسة الفائنشال تايمز بالاستناد إلى وكالات الائتمان الدولية، وعلى أساس هذا المؤشر تصنف الدول حسب درجة المخاطرة الاستثمارية .

ب- مؤشر المركب للمخاطر القطرية: يصدر هذا المؤشر شهريا منذ عام 1980 من قبل المجموعة الدولية للمخاطر القطرية لفوضى قياس مخاطر الاستثمار ويعطي 140 دولة منها 14 دولة عربية ويتكون من 03 مؤشرات فرعية وهي:

- مؤشر تقويم المخاطر السياسية، مؤشر تقويم المخاطر الاقتصادية، مؤشر تقويم المخاطر المالية.

ج- المؤشر المركب لمكونات السياسة الاقتصادية: وهو أكثر المؤشرات شيوعا بالنسبة للدول العربية، وتستخدم من قبل مؤسسة العربية لضمان الاستثمار في الوطن العربي ويأخذ في عين الاعتبار: التوازن الداخلي، التوازن الخارجي ، السياسة النقدية

د- مؤشر البنك الدولي لإجراءات دخول الاستثمار للقطر:

ويستخدم هذا المؤشر من قبل البنك الدولي من خلال إصدار قاعدة بيانات توضح بيئة أداء الأعمال، والتي تعكس مدى سهولة أو تعقيد إجراءات الأعمال في الدول المضيفة للاستثمار ويتألف هذا المؤشر من خمسة محاور في حسابه وهي:

أسواق الائتمان ، إجراءات دخول الاستثمار، الإفلاس ، تطبيق العقود، قوانين العمالة ويدخل في قاعدة البيانات 115 دولة منها 10 دول عربية.

ووفقا لبحوث تطبيقية لمستوى مناخ الاستثمار في الوطن العربي خاصة والدول النامية عامة وجد انها دون المستوى المطلوب في قدرتها على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، ففي عام 2003 بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي 653 مليار دولار ، وكانت حصة الدول المتقدمة 467 مليار دولار أي بنسبة 71%، في حين في الدول النامية 155.7 مليار دولار أي بنسبة 23%، في حين لم تتجاوز حصة البلدان العربية سوى 8.62 مليار دولار عام 2003 مقارنة بـ 5.3 مليار دولار عام 2008.

وإن كان الاتجاه تصاعدي إلا أنه لا يزال يشكل قيمة متدنية من إجمالي التدفقات العالمية وهذا كله حسب بيانات صادرة عن الأمانة العامة لمؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية الأونكتاد.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المحفظي

في ظل توسع وانتشار أسواق الأوراق المالية لم تعد المحفظة الاستثمارية تقتصر فقط على الأصول الحقيقية بل تنوعت لتشمل أيضا الأصول المالية مثل الأسهم والسندات ، وبرز شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يطلق عليه الاستثمار الأجنبي غير المباشر¹ .

لمعرفة كل ما يتعلق بهذا الاستثمار قسمنا هذا المبحث إلى :

المطلب الأول: الاستثمار الاجنبي المحفظي وعلاقته بالاستثمار الاجنبي المباشر.

الفرع الاول : مفهوم الاستثمار المحفظي وخصائصه :

رغم الاهتمام الكبير للمفكرين والاقتصاديين ورجال الأعمال أكثر بالاستثمار الأجنبي المباشر ، إلا أن الاستثمار المحفظي يشكل أهمية كبيرة في اتجاهات المحفظة الإستثمارية في الدول المتقدمة خاصة ، وأصبح من اهم تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وهذا بسبب بلوغ درجة عالية من تطور الأسواق المالية ممثلة بالأسواق الاندماجية، بفضل التكنولوجيا العالية في مجال الإتصالات والمعلومات، وتسارع التداول، ادى الي زيادة تدفقات الاستثمار المحفظي ولكن يبقي ضئيلا بالمقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم(09): تدفقات الاستثمار الاجنبي الخاص الى الدول الناشئة والنامية الوحدة: مليار دولار

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الاستثمار الاجنبي المباشر	291.5	303.6	441.4	467	310.6	324.8
الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية	32.1	-45.2	81.1	-66.1	98.8	197.5

المصدر: صندوق النقد الدولي، افاق الاقتصاد العالمي، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، سبتمبر 2011، ص202.

وتعددت تعاريف الاستثمار المحفظي وكان أهمها ما يلي

التعريف الأول : يعرف الاستثمار الاجنبي في المحافظ المالية على انه " تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية من دون ان يكون للمستثمر الحق في ادارة موجودات الشركة، ومن دون ان يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في ادارة اعمال ذلك المشروع، وتكون الدوافع الرئيسية للمستثمرين في محافظ الاوراق المالية الحصول على الارباح من خلال الاستفادة من فروقات الأسعار وكذلك تقليل المخاطرة من تنويع المحافظ الاستثمارية، وعادة ما تقوم الاسواق المالية بالوساطة في عمليات ذلك الاستثمار."

¹ نقصد هنا بالاستثمار الاجنبي غير المباشر بالاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية.

التعريف الثاني : وهناك من يعرفه بأنه " تملك الاجانب للأسهم والسندات الخاصة او الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار او للحصول على ارباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة او الاسهم بشرط ان لا يملك الاجنبي من الاسهم ما يخوله حق ادارة المشروع".¹

التعريف الثالث: يعرف الاستثمار الأجنبي بالمحافظ بأنه تلك التدفقات بين الدول المختلفة التي تتجه نحو الاستثمار في الأسواق المالية العالمية وليس الاستثمار المباشر بإقامة المشروعات في الدول الأجنبية".²

التعريف الرابع: " يتمثل الاستثمار المحفظي في استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشتركة الدولية والتي تحظى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الاستثمار في هذه المؤسسات".³

التعريف الخامس: "وهو الاستثمار الذي يتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات القابلة للتجارة والتبادل ويمثل هذا النوع الأموال الساخنة في البورصات"⁴

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الاستثمار المحفظي الاجنبي : " بأنه الاستثمار غير المقيمين في أوراق الملكية وأيضاً أدوات الدين غالباً في البورصة ، تهدف لتحقيق أرباح قصيرة أو طويلة وتوزيع المخاطر ، بحيث لا يمكن للمستثمر اكتساب حق الرقابة أو الإدارة في الجهة المصدرة للأوراق المالية.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج الخصائص المميزة لهذا الاستثمار وهي كما يلي:

- سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيضة والأسواق المستهدفة، حيث يسعى المستثمرون إلى تعديل مراكزهم وبالتالي الخروج والدخول إلى أسواق الأوراق المالية المحلية وفقاً لتطور هذه الأسواق وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.
- يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، حيث يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف قراراتها الاستثمارية بطول الأمد وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه.
- صعوبة تحكم الأسواق المالية المضيضة في هذه الاستثمارات وضبطها ، حيث قد تنسحب بصورة مفاجئة نتيجة لعوامل عديدة ، الأمر الذي يؤثر على استقرار أسواق الأوراق المالية في الدولة المضيضة ، مثلما حصل في الأزمة المالية الأخيرة.
- قد لا يساهم هذا النوع من الاستثمار الأجنبي بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني وذلك لأنه يتمثل في استثمار في الأوراق المالية المدرجة في البورصة .

¹ حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان ، الطبعة الأولى ، 2011، ص ص 111،112.

² - هالة حلمي السعيد: مرجع سابق، ص 38.

³ - ماهر كنج ، مروان عوض: " المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، ط1، 2004، ص60.

⁴ - شذى جمال حطيب، صغفق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لراس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع الأردن ط1، 2008، ص33.

- يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وإعطاء المعلومات سرعة وشفافية عالية.¹
- ينحصر الاستثمار المحفظي في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر.
- الهدف الرئيسي له هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي مع تخفيض المخاطرة من خلال هذا التنوع.
- يعتبر مصدر تمويل هام للدولة ومختلف الشركات التي تطرح أوراقا مالية في الأسواق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها.

الفرع الثاني: تصنيف الاستثمار المحفظي الأجنبي:

يمكن تصنيف المستثمر الأجنبي إلى نوعين أساسيين وهما مستثمرين أجنبى أفراد ومستثمرين أجنبى مؤسسات.

فيعرف الأول على أنه المستثمر الذي لديه قدر من المدخرات بما يمكنه من تكوين محفظة أوراق مالية يستفيد من خلالها من مزايا التنوع المحلي والدولي معا، إذا تعدت المحفظة حدود السوق المحلي للمستثمر الأجنبي، ويتسم هذا النوع من المستثمرين بارتفاع درجة الشفافية المالية لديه بالإضافة إلى الخبرة والدراية الكافية بأحوال أسواق المال الدولية وكيفية الاستفادة من فرص الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة.

وبصفة عامة يتخذ المستثمر الأجنبي الفرد قراراته الاستثمارية من خلال أوامر الشراء أو أوامر البيع لشركات السمسرة في الأوراق المالية وفي بعض الأسواق المالية المتقدمة، يمكن للمستثمر إعداد أوامر الشراء أو البيع من خلال شبكة المعلومات الدولية.

أما النوع الثاني من المستثمرين الأجنبى فيختص بالمؤسسات المالية، والتي تتسم بالنقل المالي الكبير في الأسواق المالية لما لها من رؤوس أموال ضخمة بالإضافة إلى الخبرة والدراية الكاملة بغرض الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة، كما يتصف هذا النوع من المستثمرين بأنه القائد في معظم الأسواق المالية الناشئة، حيث أن قرارات المستثمرين من المؤسسات تعتبر مرشدا لكثير من المستثمرين المحليين بصفة خاصة.

كما يتميز أيضا هذا النوع من المستثمرين بتوافر التقنيات الحديثة بالإضافة إلى المعرفة العلمية والعملية التي تمكنه من اقتحام السوق المالي، وتوجيه قرارات المستثمرين الآخرين طبقا لرؤيته الذاتية وتحقيقا لأهدافه الاستثمارية في السوق المالي.

¹ - عاطف علاونة، الاستثمارات في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية الاستثمارية، دمشق، 2008/08/17، ص 04.

الفرع الثالث: علاقة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية بالاستثمار الأجنبي المباشر:

كما سبق الإشارة إليه فالاستثمار الأجنبي ينقسم إلى استثمار أجنبي مباشر واستثمار أجنبي غير مباشر، وهذا الأخير يتكون أيضا من استثمار في المحفظة واستثمارات مالية أخرى، وعند الحديث عن الاستثمار المحفظي وعلاقته بالاستثمار الأجنبي المباشر يجب ان لا نغفل على أنه يمكن أن يكون الاستثمار المحفظي استثمار أجنبي مباشر.

حيث أن معيار: "الشكل" في الحقيقة يعتبر معيار غير كاف للحكم أن الاستثمار المحفظي لا يمكن اعتباره استثمار أجنبي مباشر ، لذلك فقد ذهب الكثير من الخبراء والباحثين الاقتصاديين إلى إيجاد معيار أكثر وضوحا يستند إليه في الحكم على اعتبار الاستثمار المحفظي استثمار أجنبي مباشر أم لا؟

وهو مدى مساهمة المستثمر الأجنبي في إدارة المشروع فيما يتعلق بالإشراف والرقابة في إدارة المشروع الاستثماري، وفي الواقع الاقتصادي يتخذ هذا المعيار صيغتين أساسيتين هما:¹
الصيغة الكيفية والصيغة الكمية، فوفقا للصيغة الأولى فإن الاستثمار الذي يتجسد ميدانيا ويعتبر بدون شك استثمار أجنبي مباشر، أما الاستثمار الذي يتجسد ميدانيا مع عدم تمتع المستثمر الأجنبي بالخاصية السابقة ، يطلق عليه باستثمار أجنبي غير مباشر، أما الصيغة الثانية فهي تتعلق بنسبة رأس المال المملوك من طرف المستثمر الأجنبي في المشروع ، والتي تسمح بمعرفة هل الاستثمار مباشر أو غير مباشر؟

والذي يمكن استخلاصه هو أن خاصية إمكانية حيازة المستثمر قدر من السلطة التي يمكنه من الرقابة وإدارة المشروع هي المعيار الرئيسي في التفرقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر (المحفظي).

غير أن هذا المعيار في الحقيقة قد يدخل عليه استثناء مما قد يجعله غير دقيق وهو ما يؤكد عليه جيل بورنان بقوله: "المشتريات المنعزلة لأسهم شركة ما من قبل مؤسسة أخرى ، والتي إذا أخذت على حدى ، ذات مظهر توظيفي يمكن أن تؤدي إلى السيطرة الحقيقية على هذه الشركة".²
وهو ما تؤكد في الواقع العملي أيضا من خلال ما يعرف بعمليات الاستحواذ الذي تقدم عليها بعض الشركات الضخمة للشركات الأقل حجما خاصة التي تعاني من عسر مالي و تحقق أرباح غير تنافسية أو التي تتخذ قرارات تزعج المساهمين فيها، مما يترتب عليه إقدام المساهمين على التخلي عن أوراق هذه الشركات ، الأمر الذي تجده بعض الشركات الضخمة فرصة لا تعوض للسيطرة عليها وضمها إلى مجموعتها وذلك من خلال شراء كميات كبيرة من أوراقها المالية في البورصة ،وهو ما يمكنها من

¹ - فارس فضيل : أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر ، مصر والعربية السعودية ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، مارس، 2004، ص 14.

² - جيل بروتان: "الاستثمار الدولي"، ترجمة علي مقلد، علي زهور، مكتبة الفكر الجامعي ، لبنان، ص 11.

الحصول على كامل رأس المال أو نسبة كبيرة منه تجعل الشركة الضخمة ذات قدرة على ممارسة حق الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة الشركة التي تخلى عنها المساهمين فيها.

أن هذه النقطة الأخيرة تدخل في الصيغة الكمية، والتي تركز على نسبة امتلاك حصة في رأس المال من طرف المستثمر الأجنبي، الذي يقدم استثماراته في شكل أوراق مالية، حيث من خلال هذه النسبة يمكن التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وذلك من خلال حق المستثمر في الإشراف والرقابة، واختلف الاقتصاديون والهيئات الدولية والإقليمية وأيضاً الدول في تحديد مقدار الحصة في رأس مال الشركة للمستثمر الأجنبي لتحديد الحق في الإشراف والرقابة.

وفي هذا الصدد يرى بعض الاقتصاديين أن الاستثمار الأجنبي يكون مباشراً إذا كان المستثمر الأجنبي يمتلك 10% على الأقل من الأسهم العادية من حقوق تصويت داخل المؤسسة، في حين يرى آخرون عتبة الإشراف والرقابة في حدود 25% على الأقل، في حين أن الهيئات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، يرى بأن النسبة التي يمكن اعتبار الاستثمار فيها استثماراً مباشراً هي نسبة تتراوح بين 25% و 50%.

أما المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات فتري، بأنه إذا قام طرف غير مقيم ليس له أي حقوق ملكية سابقة في مؤسسة مقيمة قائمة بشراء نسبة 10% أو أكثر من حصة رأس المال أو القوة التصويتية، تسجل كاستثمار مباشر، وفي حالة حيازة غير مقيم لحصة سابقة تقل عن 10% من ملكية المؤسسة كاستثمارات محفظة أوراق مالية، وإذا تم شراء حيازات إضافية بحيث يصل إجمالي حيازاته إلى الحد الذي يؤهلها للتغيير من وضعية استثمارات الحافظة إلى وضعية الاستثمار المباشر (10% أو أكثر)، فلا تسجل كمعاملة استثمار مباشر إلا الحيازات الإضافية فقط، أما الحيازات السابقة فلا تسجل في ميزان المدفوعات (لتسجيلها سابقاً تحت بند استثمارات الحافظة خلال فترة تدفقها)، بل تنعكس في وضع الاستثمار الدولي باعتبارها عملية إعادة تصنيف من استثمارات حافظة إلى استثمار مباشر.¹

أما الدول فيختلف في تحديد عتبة الملكية التي تعطي حق الإشراف والرقابة في نسب متفاوت بين 10% إلى 100% وهذا ما يبيئه الجدول التالي:

¹ - تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤسسة العربية لعمال الاستثمار، الكويت، 2007، ص ص 49، 50.

الجدول رقم(10): تحديد عتبة الملكية التي تعطي حق الرقابة الاشراف في دول مختارة

عتبة الملكية	%10	%20	%25	%50	%100
الدولة	الدانمارك الو. م. ا	فنلندا فرنسا إسبانيا	أستراليا اليابان بريطانيا ألمانيا	النمسا كندا	هولندا

المصدر: صايفي عمار: مرجع سابق، ص 97.

إذن يمكن أن يكون الاستثمار المحفظي استثمارا أجنبيا مباشرا، وذلك يتوقف على النسبة ملكية المستثمر الأجنبي التي تمكنه من الحق في الرقابة والمشاركة في إدارة المشروع الاستثماري.

المطلب الثاني: قنوات الاستثمار المحفظي¹

ويقصد بقنوات الاستثمار المحفظي السبل المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأجنبية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية ، وبصفة عامة يقصد بها قنوات انتقال رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية ومن بين هذه القنوات نجد:

الفرع الاول: صناديق الاستثمار:

تتمثل هذه الشركات في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد كبير من الأفراد عن طريق إصدار الأسهم أو ما يعرف بـ " وثائق الاستثمار"، حيث تستخدم متحصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات الشركات المختلفة سواء كانت في الداخل أو في الخارج. وهذه الصناديق تسمح لكل من صغار وكبار المستثمرين من المشاركة فيها، وتمكنهم بذلك من تحقيق التنوع والإدارة الجيدة لاستثماراتهم وذلك من خلال تشكيل صناديق استثمار خاصة بها منوعة تنوعا جيدا ومدارة بشكل مدروس من قبل مديري محافظ أكفاء، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى نوعين هما:²

- صناديق استثمار مفتوحة، صناديق استثمار مغلقة.

الفرع الثاني: المحافظ المشتركة:

تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد والضمان وشركات التأمين ، والتي تستثمر الأموال المجتمعة بدل من

¹ - صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، غ منشورة، جامعة بومرداس، 2009/2008، ص 28.

² - للمزيد من التفصيل أنظر أدوات الاستثمار في الفصل الأول

إنفاقها مباشرة ، وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستثمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين من جهة ورغباتها الدائمة في خلق دخول جديدة، وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في أسواق منظمة وغير منظمة، وهي تتسم بكفاءة مهنية و إدارية عالية من شأنها بناء سياسات استثمارية سليمة تكفل أقصى العوائد عند التعامل بالأدوات المتاحة لها مهما كانت قيمتها ومصدرها ، ومن ثم فالمحافظ المشتركة تتلخص أعمالها في إعادة استثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية، وقد تعاظم دورها في السنوات الأخيرة حيث أصبحت ذات وزن كبير على مستوى الأسواق بسبب ضخامة الأموال التي تستثمر بها، إلى درجة أنها أصبحت تؤثر في السياسات المالية والنقدية المتبعة من طرف الدولة المضيفة.

الفرع الثالث- الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية:

الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية أو الدولية للأوراق المالية ، وهي أوراق يتم تشغيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية ، مما يسمح بتداولها في دول كثيرة ، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توفر شروطا معينة للتسجيل في الأسواق المالية العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات ونسب استغلال الطاقة الإنتاجية ومدى إتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى التزام سياسات ومبادئ الإفصاح والشفافية وغيرها، ويؤدي تسويق هذه الإصدارات عالميا إلى توسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الإقليمية بالإضافة إلى خفض تكلفة رأس المال ، بالإضافة إلى دور هذه الإصدارات الإيجابي على استقرار سوق الأوراق المالية من حيث خفض هذه التقلبات ، كما تتمتع الشركة المصدرة بفرض الحصول على التمويل الأجنبي، أيضا يتاح لها رفع المستوى المحاسبي بما يتماشى مع الأعراف الدولية ، بالإضافة إلى ارتفاع درجة الإفصاح والشفافية التي تتمتع بها التقارير المالية حتى تتماشى مع المتطلبات العالمية لتسجيلها في الأسواق المالية الخارجية ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية:

- شهادات الإيداع الدولية، شهادات الإيداع الأمريكية، شهادات الإيداع الأوروبية

الفرع الرابع- الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية:

ويكون ذلك إما عن طريق شراء وبيع أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار المحفظي خطورة لأن المستثمر عندها سيكون في حالة مواجهة لمخاطر تغيرات أسعار الصرف، وكذلك مختلف القواعد والقوانين المنظمة لعمل السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى، وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية الأجنبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المحلية.¹

¹ - محمد صلاح الحناوي ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية، 2002، ص 389.

المطلب الثالث: محددات الاستثمار المحفظي والمشاكل المرتبطة به:

للاستثمار المحفظي محددات متنوعة تحكمه وتضبط تحركاته وقد قسمت إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية .

الفرع الاول: العوامل الداخلية:

ترتبط هذه العوامل بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضاً ببنية سوق الأوراق المالية المحلية وهي كما يلي:

أولاً-السياسات الاقتصادية الكلية:

تعتبر السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة من طرف الدولة المحدد الرئيسي الأول لتدفقات الاستثمار المحفظي سواء كان ذلك في شكل تدفقات قصيرة أو طويلة الأجل ، حيث يؤدي مثلاً تطبيق برامج ناجحة لاستقرار الأسعار إلى زيادة معدلات العائد على الاستثمار ، وزيادة جاذبية السوق المحلي للمستثمر الأجنبي ، وأيضاً ترتبط هذه التدفقات بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذا لتأثيرها على سوق الأوراق المالية، فارتفاع معدل النمو الاقتصادي وانخفاض معدل التضخم واستقرار أسعار الصرف من شأنه زيادة نمو سوق الأوراق المالية ومن ثم زيادة تدفق الاستثمار المحلي والأجنبي على الأدوات المالية.

1- النمو الاقتصادي:

إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة من شأنه إثارة الانتباه وزيادة الاهتمام لدى المستثمر الأجنبي ، وبالتالي تحفيزه للإقبال على الاستثمار في السوق المحلية من أجل الاستفادة من عوائد مرتفعة ، هذا الإقبال للمستثمرين الأجانب يرافقه زيادة في الطلب على الأوراق المالية المتداولة في البورصة المحلية وهو ما يعني زيادة تدفقات الاستثمار المحفظي إلى داخل البلد.

2- معدل التضخم:

لمعدل التضخم تأثير كبير ومباشر على سياسات التسعير وحجم الأرباح وبالتالي حركة رؤوس الأموال ،ومن ثم فإن انخفاض معدل التضخم يعد من العوامل الهامة لزيادة تدفقات الاستثمار المحفظي، إذ أن قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية طبقاً لنظرية المحفظة يتوقف على درجة المخاطرة ومعدلات الفائدة المتوقعة، هذه الأخيرة في الواقع تتوقف على الربح أو الخسارة الناجمة عن تقلبات السعر السوقي للورقة المالية في السوق، وكذلك على معدل التضخم في فترة الاستثمار ، فثبات معدل التضخم أو انخفاضه قد يرتب للمستثمر عوائد مستقرة أو متزايدة من حيث قوتها الشرائية الأمر الذي يحفز على الاستثمار، بينما ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للعوائد المتحصل عليها من طرف المستثمر مما قد يدفع هذا الأخير إلى تجنب القيام بعملية الاستثمار أو الاتجاه إلى عمليات الاستثمار قصيرة الأجل، والابتعاد عن عمليات الاستثمار طويلة الأجل.

3- سعر الصرف:

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية ، حيث تشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات.¹

فالاستثمار مثلا في أسواق الأوراق المالية الناشئة يتضمن أصولا مقومة بعملات أجنبية وهي بالتالي عرضة لمخاطر العملة، ويقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة ، مما يؤدي إلى عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، ويمكن أن تلعب هذه المخاطر دورها في الاتجاه الآخر أيضا، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية للمستثمر وتخلق عائدا غير متوقع وترتفع مخاطر تقلبات العملة في الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ولاسيما في حالات وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة.

إذن استقرار سعر الصرف يشجع الاستثمار المحفظي والرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب في هذا السعر وعدم استقراره، يؤدي الى عدم تشجيع تدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي بل يؤدي إلى خروجها.

4- الخصوصة:

إن التوسع في الخصوصة وخاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية وذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركة في شكل أسهم وسندات للاكتتاب العام من طرف المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة. ما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة ،كما تؤدي إلى زيادة كمية ونشاط السوق المحلية وزيادة جاذبية للمستثمرين المحليين والأجانب.

5- الحوافز الضريبية:

يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية وعملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية، ومن ثم الاستثمار في هذه الأوراق ، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء عن الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية ، وإيراداتها الجارية المتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات، وعلى الأرباح الرأسمالية ،زيادة في الربح الصافي للمستثمر، وهو ما يترتب عليه

¹ - هالة حلمي السعيد: دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، العدد 62،

ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية، وبالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية¹، الأمر الذي يشجع الاستثمار المحلي والأجنبي في السوق المحلي.

ثانياً-بنية سوق الأوراق المالية:

ولأهمية الاستثمار المحفظي في دفع عجلة التنمية تم وضع مجموعة من التدابير الخاصة ببنية سوق الأوراق المالية من شأنها جذب المستثمر المحلي والأجنبي وهي كما يلي:²

1-تنظيم سوق الأوراق المالية:

إن الإطار التشريعي والتنظيمي المرن والفعال له القدرة على التكيف مع المتغيرات المحيطة به محلية أو دولية، وذلك من خلال تسهيل المعاملات المالية، وزيادة المنافسة داخل السوق وأيضاً توفير الحماية للمستثمرين، وهذا يؤدي إلى تدعيم ثقة المستثمرين ويؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى اسواق الأوراق المالية وذلك من خلال:

- الوصول إلى سوق عادلة تتاح فيها كافة المعلومات المالية لجميع المستثمرين عن طريق سن وتنفيذ التشريعات الخاصة بسوق رأس المال اللازمة لضبط التعامل داخل السوق.
- تدريب الجهات الرقابية للإشراف على القوانين المنظمة لعمل السوق، ومراقبة الأداء بشكل حيادي، وذلك لحماية كل الأطراف في السوق، مع تجنب تحويل هذه الرقابة إلى تقييد التي تحد من الفعالية، وتؤدي إلى خروج المستثمر المحلي والأجنبي.
- تسهيل عملية الدخول والخروج من وإلى السوق لتشجيع المنافسة بين المتعاملين، وعدم فرض قيود على الاستثمارات الأجنبية.
- حماية حقوق المساهمين التي تتضمن حقوق التسجيل، حقوق التصويت، حقوق الاشتراك في الإدارة، توزيعات أرباح الأسهم.

2-الإفصاح وتوافر المعلومات:

إن أهم العقبات والمشاكل التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية هي نقص المعلومات، بالغموض الذي يكتنف حركة الأسعار وتقييم الأسهم يؤدي إلى عزوف المستثمرين عن توجيه إخباراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية.

فالإفصاح والشفافية تعد ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة، فالشفافية تعني نشر البيانات والمعلومات الكافية من شركات المساهمة المسجلة في البورصة، حيث يجب على هذه الشركات التخلي عن السرية في نشر المعلومات، والإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية بطريقة سليمة وعادلة يؤدي إلى استقطاب المستثمر الأجنبي.

¹ - أميرة حسب الله، "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البنية الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية، مصر، دار الجامعة، مصر 2004، ص 54.

² - المرجع نفسه: ص 55، 56.

3- جودة وتنوع الأوراق المالية:

والمقصود بجودة الأوراق المالية هو مدى اطمئنان المستثمر إلى أنه سوف يحصل على العائد الدوري للأوراق المالية ، وكذلك مدى اطمئنانه إلى استرداد قيمة الأوراق المالية نفسها، أما فيما يخص تنوع الأوراق المالية فيقصد به وجود عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي توافق رغبات معظم المستثمرين من حيث المدة ، قيمة الإصدار....إلخ، فهذا التنوع والجودة يؤدي إلى استقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب والمحليين بسبب وجود الكثير من الخيارات أمام المستثمرين ومن ثم تعظيم العائد والتقليل من المخاطرة.

4- وجود شبكة واسعة من السماسرة وشركات الاستثمار والمؤسسات المالية:

إن وجود سماسرة يعتبر أمرا ضروريا في أسواق الأوراق المالية، حيث يكفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السماسر بتنفيذها على وجه السرعة دون حضور المستثمر، فهو يعتبر بمثابة وكيل يتولى تنفيذ الأوامر (بيع وشراء) نيابة عن المستثمر، ووجود شبكة متكاملة من صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية المختلفة كالبنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد والتي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء من شأنه زيادة تدفقات الاستثمار المحفظي.

الفرع الثاني: العوامل الخارجية:

ويتمثل في تلك التغيرات التي تحدث على المستوى العالمي وبالتالي ليست تحت سيطرة الدولة المستقبلية ومن اهم هذه العوامل هي:

أولاً-الاتجاه الدولي المتزايد نحو تبني ما يعرف بالتححر المالي:

والذي نتج عنه تغير في البنية التنظيمية للأسواق المالية بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة ،حيث عمدت الكثير من الدول إلى محاولة ربط ودمج أسواق الأوراق المالية بعضها ببعض، وقد ساعد في ذلك الثورة التكنولوجية الهائلة من وسائل متقدمة للاتصال السريع كالحاسوب والهاتف ومع توفر شبكات للإتصالات العالمية مثل الأنترنت، يضاف إلى ذلك أيضا اتجاه بعض الدول المتقدمة إلى تخفيف بعض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تصدرها الدول النامية ومشروعاتها في أسواق هذه الدول.

ثانياً-الدورات الاقتصادية التي تحدث في الدول المتقدمة:

والتي ترافق في بعض الحالات مع حدوث انخفاض في معدلات الفائدة القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل، وهو ما يدفع المستثمرين في هذه الدول إلى البحث عن فرص بديلة ذات عوائد مرتفعة لتوظيف أموالهم ، حيث أنه عندما تكون معدلات الفائدة أو معدلات العائد على الأوراق المالية الأجنبية أكثر منها في الأوراق المالية المحلية للمستثمر فإن ذلك سيدفع هذا الأخير إلى توجيه أمواله للاستثمار في الأصول المالية للدول الأجنبية.

ثالثاً-الاتجاه المتزايد نحو محافظ استثمارية دولية:

خاصة من طرف صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد وذلك نتيجة لما بحوزتها من أموال ضخمة، فهي إذا تستهدف تشكيل محافظ تتناسب مع سياستها وإستراتيجيتها في تحقيق أهدافها إذ عادة ما يتم توجيه هذه الأموال الضخمة إلى أسواق الأوراق المالية للدول التي تشهد نمو ملحوظا في اقتصادياتها.

وتجدر الإشارة في الأخير أن المحددات السابقة الذكر تخص الأسواق المالية المتقدمة والنامية على حد سواء، والواقع المعاش يبين أن الدول المتقدمة ونسبة لتطور أسواق أوراقها المالية قد تجاوزت الكثير من هذه المحددات والتي أصبحت صعبة التحقيق فقط بالنسبة للدول النامية عامة والدول العربية خاصة، ومن أهم العوامل التي تحد من الاستثمار المحفظي في الدول النامية نجد:

- قلة عدد شركات المساهمة المدرجة في أسواق الأوراق المالية وصغر حجمها

- ضعف درجة التنوع وقلة الأوراق المالية التي تصدرها في الشركات وغيرها من العراقيل.

ولكن لا يجب التعميم على كل الدول النامية حيث يمكن استثناء بعض الدول الناشئة خاصة في شرق آسيا، والتي حققت قفزة نوعية في استقطاب أحجام ضخمة من الاستثمار المحفظي والذي برز خاصة في سنوات التسعينات ، وهذا ما سنتطرق له بالتفصيل في الفصل الثاني من الباب الثاني¹.

الفرع الثالث: المشاكل المرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية:

تنشأ المخاوف من أن تؤدي التدفقات الخاصة بالاستثمار المحفظي إلى الأضرار باستقرار الاقتصاد الكلي بالرغم من أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات للموامة، فالتدفقات غير المستقرة يمكن أن تؤدي إلى زعزعة الاقتصاد المحلي عند دخولها وكذلك عند خروجها.

ففي بداية التسعينات كان هناك مشكلة تتعلق بالحصول علي قدر من رؤوس الأموال أكثر من اللازم، وقد نشأ هذا القلق من زيادة تدفق رؤوس الأموال الى البلدان النامية بسبب تأثيره على الاقتصاد الكلي وآثاره الأخرى في البلد المتلقي، بالإضافة إلى تدفقات رؤوس الأموال يمكن أن تمثل مشكلة إذا كانت قصيرة الأجل وشديدة التقلب.

ويمكن أن تقسم هذه المشكلات المرتبطة باستمرارية تدفق الاستثمارات في المحفظة إلى:²

أولاً-حالة خروج رؤوس الأموال:

إن احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قرارا مفاجئا بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه وهذا الاحتمال بتغيير اتجاه التدفق شبيه بحالة القروض المصرفية قصيرة الأجل، ويمكن أن تكون بالغة الضرر من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما . ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال إلى:

¹ - صايفي عمار: مرجع سابق، ص 109.

² - هالة حلمي السعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 21، 22.

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الأموال الساخنة ، وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع لاجتذابه عادة إما لوجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات تؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.
- حالة خروج رؤوس الأموال بسبب صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الظروف التي تؤثر على العائد من هذه التدفقات وفي كلتا الحالتين سيكون رد فعل المستثمر هو بيع ما يملكه في أوراق محلية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية ويشتري بعائدها عملة أجنبية مما يؤدي إلى ضغوط على العملة المحلية، وقد يؤدي اعتمادا على نظام سعر الصرف إما إلى ارتفاع سعر الفائدة المحلية أو انخفاض في سعر العملة المحلية أو كليهما.

ثانيا- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في المحفظة:

من الآثار المترتبة على الزيادة في تدفق رؤوس الأموال، أن الحجم الأكبر من رؤوس الأموال التي تدخل إلى البلد من أسواق رأس المال المحلية تؤدي إلى التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلعة المحلية، وما قد يتبع ذلك من تسارع في معدلات التضخم ، وتبعاً لنظام سعر الصرف، إما حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (سعر الصرف المعوم) أو انخفاض في أسعار الفائدة (سعر الصرف الثابت)، وارتفاع سعر العملة الحقيقي يؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

وكل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين (أجانب ومحليين) من الاستثمار، ويمكن في الوقت نفسه أن تضر بالاقتصاد إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة، وتحدث الخسارة في الاقتصاد بكامله بسبب عمليات الإفلاس والتأثير الهيستيري عندما ترتفع أسعار الفائدة أو سعر الصرف.

المبحث الثالث: العولمة المالية وآثارها على الدول النامية

إن المتتبع للاقتصاد العالمي والعلاقات الاقتصادية الدولية يلاحظ بوضوح التغيرات الجذرية التي ما فتئت تطرأ على بيئة الأعمال الدولية سواء كانت هذه التغيرات عالمية أو إقليمية مما أدى إلى بروز أوضاع اقتصادية عالمية وإقليمية معاصرة، وما على الدول والمؤسسات إلا تتبع هذه المتغيرات من أجل استغلال الفرص المتاحة وتجنب التهديدات.

ويمكن اعتبار العولمة من أبرز هذه الظواهر والتي تحمل في طياتها معان كثيرة يصعب حصرها، فهناك من يصفها بالسرعة الكبيرة في المبادلات وآخر يسميها اقتصاد سوق عالمي أو الرأسمالية العالمية أو تجارة بلا حواجز، ومنهم من يشرحها على أنها الهيمنة لقوى العظمى على البلدان المتخلفة بزعامة الولايات المتحدة الأمريكية، إن كان أساس العولمة اقتصادي إلا أنها تمس مختلف المجالات السياسية، الثقافية الى غير ذلك، والذي يهمنها هو العولمة الاقتصادية والتي تنقسم إلى العولمة المالية وعولمة الإنتاج وسنركز على التعريف بالعولمة المالية وأهم مخاطرها خاصة على الدول النامية .

المطلب الأول: مفهوم العولمة الاقتصادية

الفرع الأول: تعريف العولمة الاقتصادية:

أنه لمن الصعب تحديد وصياغة تعريف دقيق ومحدد للعولمة ويرجع ذلك إلى اختلاف فهم هذه الظاهرة ومسبباتها ونتائجها واتجاهات المفكرين وإيديولوجياتهم ، لكن رغم ذلك يمكن القول أن أول من أضاف مصطلح الكونية (العولمة) معرفيا هو عالم السوسولوجيا الكندي مارشال ماك لوهان عندما صاغ في نهاية عقد الستينات مفهوم القرية الكونية ، اما من الناحية اللغوية هي ترجمة للكلمة الفرنسية Mondialisation والتي هي ترجمة للكلمة الإنجليزية Globalization والكلمتان تعنيان الكوكبة والكونية، والعولمة في اللسان العربي من العالم ويتصل بها فعل عولم على صيغة فوعل¹.

ومن أجل تفصيل وتدقيق أكثر لمفهوم العولمة يمكن الاعتماد على التعريف الموالي الذي يعرف العولمة من خلال إبراز أهم العمليات التي كشفت عن جوهرها والمتمثلة أساسا من².

- العملية الأولى تتعلق بانتشار المعلومات حيث تصبح مشاعة لدى جميع الناس
- العملية الثانية تتعلق بتذويب الحدود بين الدول
- العملية الثالثة تتمثل في زيادة معدلات التشابه بين الجماعات والمجتمعات والمؤسسات.

ومن خلال هذا التعريف يمكن أن نستنتج أن العولمة قد أنتجت تقدما في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال مع سهولة انتقاله بين مختلف المجتمعات ومختلف البلدان، مما أدى ذوبان الحدود القانونية بين الدول ،مما يسهل عملية انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال والأشخاص.

¹ - أسامة أمين الخولي، "العرب والعولمة"، بحوث ومناقشات الندوة الفكرية ، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998، ص 62.

² -بن زاوي نسرین، أثر العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أم البواقي ، 2006، ص 09.

مثلما قلنا سابقا فالعولمة تنقسم إلى عولمة اقتصادية واجتماعية وثقافية واتصالية...، والذي يهتما في بحثنا هذا هو مفهوم العولمة الاقتصادية.

فيعرفها سيمون رايس: "على أنها سلسلة من الظواهر الاقتصادية المتصلة في جوهرها ، وتشمل هذه الظواهر تحرير الأسواق ورفع القيود عنها وخصخصة الأصول ، وتراجع وظائف الدولة (خاصة فيما يتعلق بالرفاهية الاجتماعية)، وتوزيع الإنتاج التصنيعي عبر الحدود (من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر، وتكامل أسواق رأس المال)¹.

وقد عرفها الأستاذ محمد الأطرش: "على أنها اندماج أسواق العالم في حقول انتقال السلع والخدمات والرساميل والقوى العاملة ضمن إطار من رأسمالية حرية الأسواق بحيث تصبح الأسواق سوقا واحدة كالسوق القومية"².

وعرفت أيضا: "على أنها تعتمد على مفهوم السوق أي سوق بلا حدود فهي بهذا تمثل الاقتصادات العالمية المفتوحة على بعضها، أو بمعنى آخر شيوع الليبرالية التي تقيم الاقتصاد والتبادل الحر كنموذج مرجعي، وعلية فان عبارة اقتصاد السوق تعتبر بمثابة العنوان الذي يختصر العولمة التي هي في الأساس اقتصادية."³

كما عرفت أيضا: "بأنها مرحلة من مراحل تطور النظام الرأسمالي العالمي وفيها تذوب الشؤون الاقتصادية للدولة القومية في الإطار العالمي دون اعتبار للحدود السياسية للدول، وفيها ينتقل الانتاج الرأسمالي من عالمية التبادل والتوزيع إلى عالمية الإنتاج وإعادة الإنتاج في ظل هيمنة الدول المتقدمة والشركات متعددة الجنسيات والمنظمات العالمية، وإنهاء أي تدخل للدول في النشاط الاقتصادي وتبني كل ما هو في مصلحة رأس المال الذي يتجه نحو إنتاج المعلومات."⁴ كما عرفها صندوق النقد الدولي: "بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل متعددة منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، التدفقات الرأسمالية الدولية، وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا."⁵

¹ - حشماوي محمد،الاتجاهات الجديدة للتجارة الدولية في ظل العولمة الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، علوم الاقتصاد والتسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 80.

² - بن زاوي نسرين، أثر العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، مرجع سابق ، ص 09.

³ - أسامة أمين الخولي، مرجع سابق ، ص 52.

⁴ - فتحي أبو الفضل وآخرون، دور الدولة والمؤسسات في ظل العولمة ، مكتبة الأسرة، مصر ، 2004،ص 29.

⁵ - عمر صخري، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، صندوق النقد الدولي ، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 05.

وعرفها البعض: "بأنها زيادة درجة الاعتماد المتبادل بين الدول على المستوى العالمي من خلال زيادة حجم ونوعيات التبادل التجاري سواء بالنسبة للسلع والخدمات بالإضافة إلى استقبال رؤوس الأموال والتكنولوجيا بين الدول المختلفة"¹

ونستنتج أخيرا بأن دلائل العولمة الاقتصادية يمكن معرفتها من خلال العناصر التالية:²

- توسع التجارة العالمية بشكل أسرع من الإنتاج العالمي
 - نمو الاستثمار المباشر بشكل أسرع من التيارات التجارية
 - نمو رؤوس الأموال المتداولة على نطاق عالمي بشكل أكبر من الاستثمارات المباشرة
- وفي الأخير ومن خلال ما سبق يمكن التعبير عن العولمة الاقتصادية على أنها اقتصاد سوق يحكمه النظام الرأسمالي الدولي حيث تدوب الشؤون الاقتصادية للدولة في الإطار العالمي، ينجر عنه زيادة حجم التجارة الدولية، وعولمة الإنتاج، وأيضا زيادة انتقال رؤوس الأموال والتكنولوجيا، العمالة بين الدول المختلفة، حيث تظهر هيمنة الدول العظمى على الدول النامية، وذلك بالطبع بمساعدة أدوات العولمة وهي صندوق النقد والبنك الدوليين، والمنظمة العالمية للتجارة، وأيضا تزايد دور شركات متعددة الجنسيات.

الفرع الثاني: عوامل بروز وانتشار العولمة الاقتصادية

هناك العديد من العوامل والمتغيرات التي برزت في العقود الأخيرة أدت إلى بروز هذه الظاهرة.

أولا- انهيار الشيوعية:

لقد كان لسقوط النظام الشيوعي على الساحة العالمية بعد انهيار الإتحاد السوفياتي الأثر الكبير في فسخ المجال أمام النظام الرأسمالي لإدارة الاقتصاد العالمي، حيث بعدما كانت القطبية الثنائية هي السائدة بعد الحرب العالمية الثانية، واحتدام الصراعات في ما يسمى بالحرب الباردة، حيث انقسم العالم إلى معسكرين معسكر مساند للنظام الرأسمالي بقيادة الولايات المتحدة الأمريكية وآخر مساند للنظام الإشتراكي بقيادة الإتحاد السوفياتي متمثلة في الدول التي تنتهج الاقتصاد المخطط، أي التي لم تفتح أسواقها بعد إمام الاستثمارات الأجنبية.

وبالتالي فلسقوط الإتحاد السوفياتي وجمهورية برلين الأثر الكبير في توسيع النظام الرأسمالي العالمي، وتحقيق سيادته وسيطرته عالميا المبنية على اقتصاد السوق.³

¹ - نبيل حشاد، الجات والمنظمة التجارة العالمية أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مكتبة الأسرة، مصر، 2001، ص 13.

² - فرحات غول، مؤشرات تنافسية المؤسسات الاقتصادية في ظل العولمة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 07.

³ - محمد أمين، الفكر العربي بين العولمة والحداثة، سلسلة كتاب قضايا فكرية، العالم للكتاب، 1999، ص 11.

ثانيا-تحرير التجارة الدولية وتخفيض الحواجز:

ويقصدون بتحرير التجارة الدولية هو تكامل الاقتصادات المتقدمة والنامية في سوق عالمية واحدة مفتوحة لكافة القوى الاقتصادية في العالم وخاضعة لمبدأ التنافس الحر، حيث أن نهاية الحرب العالمية الثانية دفعت الدول الأوروبية بالبحث عن إعادة بناء نظامها الاقتصادي والتجاري والنقدي الذي تدمر من خلال هذه الحرب، فتم بذلك إنشاء الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة في عام 1947 المنبثقة عن مؤتمر هافانا عام 1947، والتي دعت إلى نبذ كل صور التدخل في التجارة الدولية وقيامها على مبادئ حرية التجارة.¹

وعملت GATT على تخفيض الحواجز والقيود التي تعوق المبادلات الدولية، خاصة الرسوم الجمركية، وكان هذا التخفيض على فترات متتالية مرورا بمختلف الجولات التي عرفتها GATT، وهذا ما أدى إلى تطور التجارة الدولية وسهولة انتقال السلع بين مختلف البلدان وعرفت بذلك حركة التجارة العالمية تطورا هائلا خاصة بعد الثمانينات كما يبين ذلك:

الجدول رقم (11): نمو الصادرات والواردات في الدول المتقدمة والنامية التغير السنوي %

2012 - 2003		2002 - 1993		السنة
نمو الواردات	نمو الصادرات	نمو الواردات	نمو الصادرات	
4.1	4.7	6.5	6.2	الدول المتقدمة
9.4	8.3	7.3	8.3	الدول النامية

La Source: Perspectives De L'économie les tensions d'une reprise à deux vitesses chômage, matières premières et flux de capitaux ,Avril 2011, P 210.

Et: UNCTAD,Hand book of statistique United Nations Publication, 2003, P 16/25.

ثالثا-الثورة التكنولوجية وتعميق العولمة الاقتصادية:

من الملاحظ في السنوات الأخيرة تطورا مذهلا في مجال المعلوماتية والاتصالات والمواصلات والتكنولوجية كثيفة المعرفة، هذه الثورة عمت عولمة جميع جوانب الحياة الاقتصادية من حركة السلع ورؤوس الأموال والخدمات واليد العاملة المؤهلة (الأدمغة)، بحيث أدت إلى تقليل المسافات الاقتصادية والجغرافية بين البلدان، وقد لعبت ثورة التكنولوجيا باختلاف مجالاتها دورا كبيرا في تنمية المبادلات وزيادة ربحية المؤسسات بفعل رفع الإنتاجية الناجم عن تحسين وسائل النقل والإبداعات في مجال الاتصال والمعلومات، مما ساهم في تسريع ظاهرة العولمة وذلك من خلال:²

¹ - سامي عفيفي حاتم، قضايا معاصرة في التجارة الدولية، بدون ناشر، القاهرة، 2004، ص 64.

² - سميحة فوزي، النظام العالمي الجديد وانعكاساته الاقتصادية على الوطن العربي، مجلة البحوث والدراسات العربية، العدد 22، معهد البحوث والدراسات العربية، القاهرة، 1994، ص ص 43، 44.

- ثورة في الإنتاج تمثلت في احتلال المعرفة والمعلومات الأهمية النسبية الأولى في عملية الإنتاج.
 - نتيجة للثورة في عالم الاتصال والمواصلات، وما ترتب عنها من ثورة في التسويق فقد أصبح أمرا حتميا لضمان الاستمرار ، وقد يفسر ذلك جزئيا ، الاتجاه إلى تكوين التكتلات الاقتصادية والاندماج الاقتصادي والإقليمي.
 - النمو الكبير والمتعظم في التجارة الدولية والتدفقات المالية الناتجة من الثورة التكنولوجية من ناحية ، وتحرير التجارة الدولية من ناحية أخرى.
- رابعا-تزايد دور الشركات متعددة الجنسيات:

إن مجمل المتغيرات التي يعرفها العالم في كل المجالات سمحت بخروج هذه الشركات من دائرة التدويل إلى دائرة العالمية ، من خلال تمركز نشاطها في كل أنحاء المعمورة ، فأصبحت هذه الشركات عالمية النشاط، من إحدى سمات العولمة الاقتصادية وذلك باعتبارها أداة فعالة في تحقيق الاستثمار المباشر، وما يقابله من نقل التكنولوجيا والخبرات التسويقية والإدارية ، وأيضا زيادة مبادلة السلع والخدمات ورؤوس الأموال بصفة سريعة ونقلها إلى أبعد الحدود¹.

وفي الجدول (12) : الانتشار الجغرافي لأكبر الشركات العالمية

مؤشر الانتشار الجغرافي		عدد الشركات		الإقليم
2000	1990	2000	1990	السنوات
67.1	56.7	49	48	الاتحاد الأوروبي
62.9	41.2	25	30	أمريكا الشمالية
35.9	35.5	16	12	اليابان
51.3	73.00	5	10	الدول الصناعية الأخرى
48.5	-	5	-	الدول النامية

المصدر : د. نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشابي، مقدمة في المالية الدولية الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، سنة 2007، ص 229.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن بالنسبة للانتشار الجغرافي لازالت الشركات التي تعود للاتحاد الأوروبي هي الأكثر انتشارا من نظيرتها ،حيث وسعت الشركات من عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال عمليات الدمج والتملك في الولايات المتحدة الأمريكية و دول أمريكا اللاتينية ، ودول حوض البحر المتوسط ، والوقت الذي تحتفظ فيه الولايات المتحدة الأمريكية بانتشار واسع في أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي.

¹ - فرحات غول: مرجع سابق، ص 12.

- ومن المؤشرات التي تدل على تعاظم دور الشركات متعددة الجنسيات في تزايد عملية العولمة مايلي:
- أكبر 500 شركة متعددة الجنسيات في العالم يبلغ إجمالي إيراداتها 45% من الناتج المحلي الإجمالي ، كما تستحوذ في مجموعها على حوالي 40% من حجم التجارة العالمية¹. بل أن حوالي 80% من مبيعات العالم تتم من خلال هذه الشركات ، وهذا ما يوضح مركزها في التسويق الدولي من جهة، وأيضا على التجارة الدولية من جهة أخرى.
 - يعتبر حجم المبيعات السنوية للشركات متعددة الجنسيات من أهم المؤشرات المعبرة عن ضخامة هذه الشركات ، حيث ازداد حجم المبيعات هذه الشركات حتى 5503 مليار دولار سنة 1990 إلى 12500 مليار دولار في 2001، كما بلغت أكبر مائة شركة متعددة الجنسيات 2509 مليار دولار أي بنسبة 16% من إجمالي مبيعات كل شبكة هذه الشركات في الاقتصاد العالمي عام 2000 والبالغة 15680 مليار دولار.
 - كذلك تجاوزت الأصول السائلة من الذهب والاحتياطيات النقدية المتوافرة لدى الشركات متعددة الجنسيات حوالي نصف الاحتياطي الدولي منها ، ويدل هذا المؤشر على مقدار تحكم هذه الشركات في السياسة النقدية الدولية والاستقرار النقدي العالمي.²
 - التأثير على توجهات الاستثمار الدولي ، حيث وجد أن المتحكم في هذا الاستثمار هي الشركات متعددة الجنسيات حيث تركزت استثماراتها في عدد محدود من الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا واليابان، وبريطانيا ، حيث تستحوذ الدول المتقدمة على 85% من النشاط الاستثماري لتلك الشركات، أما الدول النامية فتحصل فقط على 15% من النشاط الاستثماري لهذه الشركات، وتركز معظمها في دول جنوب شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية، والباقي يوجه إلى الدول الإفريقية ودول جنوب الشرق الأوسط، وهذا كله يبين مدى تأثير الشركات على الاستثمار الدولي حيث أشارت تقارير الاستثمار الدولي الصادر عن الأمم المتحدة عام 2003 أن حجم هذا الاستثمار المتدفق في مناطق العالم المختلفة تلك السنة قد بلغ أكثر من 6000 مليار دولار³.
 - يضاف إلى ذلك الدور القائد الذي تلعبه الشركات متعددة الجنسيات في الثورة التكنولوجية ، فهي مسؤولة عن نسبة كبيرة من الاكتشافات التكنولوجية التي معظمها لجهود البحث والتطوير التي قامت بها هذه الشركات ، وأيضا يعتبر مصدرا لنقل المعرفة الفنية والإدارية والتنظيمية، من خلال التدريب وتوفير العمالة المتخصصة، فحسب المعطيات الإحصائية، تنفق هذه الشركات مصاريف عالية جدا على البحث والتطوير خاصة الدول الصناعية كاليابان

¹ - نوزاد عبد الرحمان الهبتي، منجد عبد اللطيف الخشابي، مقدمة في المالية الدولية، مرجع سابق، ص 229.

² - رضا عبد السلام، محددات الاستثمار في عصر العولمة، دار السلام للطباعة والنشر ، القاهرة، 2002، ص 46.

³ - عبد الله غانم ، اثر العولمة الاقتصادية على الأنظمة المصرفية العربية اشارة الى حالة الجزائر، أطروحة غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية والاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، سنة 2007-2008، ص 173.

والولايات المتحدة الأمريكية و ألمانيا التي بلغت فيها نسبة الإنفاق على البحث إلى الناتج القومي الإجمالي 3.1%، و 2.7% و 2.5% على التوالي خلال الفترة 1997-2002.

خامسا-الاستثمار الدولي المباشر:

لقد كان للعوامل السابقة الذكر مساهمة كبيرة في نمو حجم الاستثمارات الدولية المباشرة بصفة خاصة ، حيث كثرت المشاريع الاستثمارية بشتى أنواعها خارج البلدان الأصلية (شركات مختلطة، عقود الترخيص، التحالفات الإستراتيجية...) ، فأصبح الاستثمار لا يعتمد على تصدير رأس المال فقط ، وإنما تصدير التنظيم كذلك ونقل الموارد البشرية والتكنولوجيا والخبرات الإدارية ، وهذا ما أدى إلى تعميق ظاهرة العولمة خاصة بالنسبة للدول المضيفة .

الجدول رقم(13): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بحسب المنطقة 2008-2010

بالنسبة المئوية من التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي

المنطقة	التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر			التدفقات الخارجة من الاستثمار الأجنبي المباشر		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
اقتصادات متقدمة	55.3	50.9	48.4	80.7	76.7	80.7
اقتصادات نامية	45.7	49.1	51.6	19.3	23.3	19.3

المصدر: تقرير الاستثمار العالمي لعام 2011، ص 5.

ونلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك تكافؤ فيما يخص التدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي المباشر بين الدول النامية والدول المتقدمة التي تقريبا 50% لكلا الطرفين، وبالعكس بالنسبة للتدفقات الخارجة للاستثمار الأجنبي المباشر حيث يلاحظ السيطرة التامة بالنسبة للدول المتقدمة والتي تسيطر على حوالي 80% من هذه الاستثمارات ، وهذا كله يوضح أو يعمق العولمة من خلال نقل التكنولوجيا والخبرات الإدارية والبحث عن الأسواق بين الدول خاصة للدول المتقدمة.

سادسا-تزايد المعاملات الخاصة بالتجارة الإلكترونية:

تعرف التجارة الإلكترونية بأنها عمليات البيع والشراء بين الأفراد ، وبين الشركات من خلال شبكة الأنترنت.¹

ولقد توسعت التجارة الإلكترونية كثيرا حتى أصبحت تشمل عمليات البيع والشراء المعلومات نفسها جنبا إلى جنب مع السلع والخدمات، ولا تقف التجارة الإلكترونية عند هذا الحد، بل أصبحت أشبه بسوق إلكتروني يتواصل فيه البائعون والوسطاء والمشترون ، وقد تطور حجم التجارة الإلكترونية تطورا هائلا ومنتسارعا منذ منتصف التسعينات من القرن العشرين .

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، دار الجامعية، مصر ، 2006، ص ص 45،46.

والجدول رقم (14): تطور حجم التجارة الإلكترونية خلال الفترة 1995-2002

السنوات	حجم التجارة الإلكترونية بالمليار دولار	معدل النمو السنوي
1995	0.1	-
1996	3	2900
1997	22	633.30
1998	74	236.40
1999	180	143.20
2000	377	109.40
2001	317	90.20
2002	1234	26.80

المصدر: نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوخي منها والتخفيف من أثارها دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 142.

وتعكس هذه الأرقام التطور الهائل في معاملات التجارة الإلكترونية حيث خلال سبع سنوات فقط أرفقت هذه المعاملات بما فيه 1233.9 مليار دولار، وكل هذه التطورات في التجارة الإلكترونية عبر العالم عمقت من العولمة الاقتصادية. ومن خلال التعريف بالعولمة الاقتصادية وأهم أسبابها يمكن استخراج أهم سماتها أو خصائصها وهي كما يلي:

- الاعتماد الاقتصادي المتبادل، وذلك بسبب الثورة التكنولوجية والمعلوماتية مع تزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية، الذي ساعد بشكل واضح على ترابط شامل إجراء العالم، وبالتالي إسقاط حاجز المسافات بين الدول والقارات الذي أدى إلى زيادة إمكانية التأثير والتأثير المتبادلين.
- تقسيم جديد للعمل الدولي: حيث لم يعد تقسيم العمل كما هو في السابق يتمثل في تخصص بعض البلاد في المواد الأولية والسلع الغذائية، وتخصصات أخرى في المنتجات الصناعية مثلا بل تعدى إلى تقسيم العمل داخل السلعة الواحدة حيث هذا النوع من التخصص من أهم مظاهر تقسيم العمل بين البلاد الصناعية، وبعضها البعض، كذلك حالات متزايدة بين البلاد الصناعية والنامية.
- القطبية الاقتصادية وذلك بعد انهيار المعسكر الشيوعي وسيادة نموذج اقتصاد وآليات السوق بانتصار المعسكر الرأسمالي.

الفرع الثالث: أدوات العولمة الاقتصادية

ولتوضيح هذه الأدوات قسمناها إلى ثلاثة أدوات وهي المؤسسات المالية الدولية و شركات متعددة الجنسيات وفي الأخير التكتلات الاقتصادية الدولية
أولاً-المؤسسات المالية والدولية: وتزايد دور هذه المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة وتعميق العولمة ،خاصة بعد انهيار المعسكر الإشتراكي وتلاشت المؤسسات الاقتصادية لهذا المعسكر وظهور المنظمة العالمية للتجارة لتنظيم كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لإدارة العولمة.

1- صندوق النقد الدولي: أنشئ هذا الصندوق بموجب اتفاقية بريتون وودز التي عقدت عام 1944 وأصبحت نصوصها نافذة في 27 ديسمبر 1945 وبدأ نشاطه عام 1947 ، عدد أعضائه 183 دولة. ويختص صندوق النقد الدولي بتقديم القروض إلى الدول الأعضاء لمعالجة العجز المؤقت في موازين مدفوعاتها، حيث تدعو هذه الدول إلى تبني سياسات التثبيت والتي تكون فيها إجراءات محددة طرف الصندوق على الدول الأعضاء مقابل تقديم قروض وهذه الإجراءات ما يلي:¹

- تحرير نظام الصرف الأجنبي وإلغاء القيود على المستوردات.
 - فرض برنامج تقييدي صارم مضاد للتضخم .
 - السماح بالاستثمار الأجنبي ، وفتح الاقتصاد أمام التجارة الدولية الحرة.
- كل هذه العوامل اسهمت في دعم اتجاهات العولمة وتخفيف مزيد من الدافع والحافز والوظائف للانخراط في تيار عولمة الاقتصاد العالمي.

2- البنك الدولي: يعد البنك الدولي توأم صندوق النقد الدولي في النشأة وفي الدول التي تبنت قيام كل منهما، وتعتبر العضوية المسبقة في صندوق النقد الدولي من الشروط الأساسية للانضمام إلى البنك الدولي. وجاءت وظيفة البنك الدولي مكملة لسابقه وذلك لأنه يتولى معالجة الاختلالات في موازين المدفوعات المرتبطة باختلال الهيكل الاقتصادي (تصحيح هيكل طويل الأجل)، ويهدف البنك الدولي إلى:

- توفير التمويل اللازم إلى إعادة تعميم ما دمرته الحرب العالمية الثانية
- المساعدة في تنمية البلدان النامية من خلال تقديم التمويل الاستثماري اللازم لإقامة مشروعات إنتاجية.

ولتحقيق هذه الأهداف فإن البنك تستخدم وسيلتين:²

¹ - أحمد طه محمد العجلوني: مرجع سابق،ص 118.

² - فليح حسن حلف: مرجع سابق، ص 200.

- منح القروض اللازمة لإقامة الاستثمارات المطلوبة بالعملة الأجنبية سواء لإعادة البناء أو لأغراض التنمية
- تقديم المساعدة الفنية والخبرة والاستشارات الخاصة بالجدوى الاقتصادية للمشروعات و بهذه الاهداف تغلغل رأس المال الأجنبي في البلدان النامية والسيطرة على مواردها وأيضاً فتح أسواقها وزاد من تعميق العولمة.

3- المنظمة العالمية للتجارة:

لقد كان المفترض أن تنشأ إلى جانب كل من صندوق النقد والبنك الدوليتين منظمة العالمية للتجارة بعد الحرب العالمية الثانية، وبناءاً على اتفاق هافانا عام 1947، إلا أن ممانعة بعض الدول الصناعية خاصة الولايات المتحدة الأمريكية حال دون ذلك، وبدلاً من ذلك قد تم الإعلان عن الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة الجات، ودخلت هذه الاتفاقية حيز التنفيذ في عام 1984، حيث كان يجري تنفيذ بنود هذه الاتفاقية من خلال أمانة دائمة في جنيف، وكان من مهام الجات الإشراف على جولات المفاوضات حول تجارة السلع والخدمات والإجراءات المتعلقة بتنظيم التجارة الدولية بين الدول الأعضاء الموقعة على الاتفاقية¹، بعد انتهاء آخر جولة للجات في الأوروغواي والتي استمرت من 1986 إلى غاية 1993 بمشاركة 125 دولة تم من خلالها تحويل منظمة الجات إلى منظمة التجارة العالمية في اتفاق وقع عليه دول الأعضاء في مدينة مراكش المغربية عام 1994، وبأشرت أعمالها سنة 1995، وبهذا فقد استقرت الدعامة الثالثة من دعامات النظام الاقتصادي الليبرالي الحديث إلى جانب الصندوق والبنك الدوليين وتحولت إلى مؤسسة كونية كبرى ذات قوانين محددة ومطبقة بشكل حازم من قبل كل الأعضاء، حيث أصبحت تضم في عضويتها في العام 2002 أكثر من 144 دولة، إضافة إلى 32 دولة قدمت طلب الانضمام إليها.

وأهم المبادئ الرئيسية التي تقوم عليها هذه المنظمة هي:²

- تحرير التجارة الدولية وذلك من خلال تخفيض التعريفات الجمركية وتخفيض القيود غير الجمركية أو إزالتها.
- عدم التمييز بين الدول الأعضاء، أي تطبيق شرط الدولة الأولى بالرعاية ويفيد بأنه إذا ما منحت دولة ما ميزة تجارية لدولة أخرى فإن ذلك يسري على جميع الدول الأعضاء.
- تحديد قواعد السلوك في المعاملات التجارية الدولية، وذلك من خلال وضع ضوابط تحد من سياسة الإغراق، وتجنب دعم الصادرات.
- مبدأ المعاملة الوطنية، ويعني أن تلتزم الأطراف المتعاقدة بأن تعطي السلعة المستوردة معاملة مماثلة للسلعة المناظرة لها والمنتجة محلياً وذلك فيما يتعلق بالضرائب والرسوم وغيرها.

¹ - نعمان عبد الله علي غلاب : أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، ص 35.

² - احمد طه محمد العجلوني، مرجع سابق، ص 121.

ثانيا- التكتلات الاقتصادية الدولية:

التكتل الاقتصادي عبارة عن تجمع يضم مجموعة من الدول تتفق فيما بينها على أسس للتعامل التجاري والمالي ، بحيث تنطبق هذه الأسس على الدول المنطوية تحت لواء هذا التجمع، وقد يتدرج مستوى التنسيق فيما بين دول الجمع من الاتفاق على توحيد التعريفات الجمركية والمناطق الحرة المشتركة إلى درجة التكامل ثم الاندماج الاقتصادي التام بين دول هذا التكتل. وتلعب التكتلات الاقتصادية دورا متناميا في الاقتصاد العالمي سواء من جهة عددها أو من جهة حجمها ، وتقبل عليها الدول المتطورة كما الدول النامية ففي خلال الفترة من 1948 الى عام 1994 تم إحصاء ما لا يقل عن 100 تنظيم تجاري.

1- التكتلات الاقتصادية الرئيسية:

على الرغم من وجود عدد كبير من التكتلات الاقتصادية الدولية إلا أنه يوجد ثلاثة تكتلات رئيسية تتميز بالقوة الاقتصادية والسياسية اللازمة لتغطيتها الفعالية وقوة التأثير وهي:
 أ- **الاتحاد الأوروبي:** وهو أفضل نموذج للتبادل الحر على كافة الأصعدة ولقد تطورت السوق الأوروبية المشتركة من 12 دولة أوروبية عام 1959 إلى كيان أكثر تماسكا وانسجاما هو الاتحاد الأوروبي الذي أعلن عنه في 01/01/1993 ليضم 15 دولة ومع ظهور العملة الوحدة الأورو واكتمال مؤسساته ، يمكن القول أن الاتحاد الأوروبي أصبح كيانا متكاملًا على جميع الأصعدة ، ويلعب دورا حيويا وفعالًا في منظومة الاقتصاد العالمي.

ب- **تكتل النافتا:** ومثال عن ربط شبكات من التعاون بين الدول المتقدمة والدول أقل نموا وهو حال المكسيك، وتكونت هذه السوق في جانفي 1994 التي تضم الولايات المتحدة الأمريكية ، كندا ، المكسيك، بكثافة سكانية تقدر بـ 350 نسمة ، وتهتم فقط بالجانب التجاري.

ج- **تكتل جنوب شرق آسيا:** يهدف هذا التكتل على بناء اقتصاد قوي يركز أساسا على تشجيع الصادرات وزيادة التبادل التجاري بين دول المنطقة ، وقد نجح هذا التكتل في الرقي باقتصاديات المنطقة إلى صفوف الدول الحديثة أو الناشئة ، ويرجع ذلك إلى سياسة هذا التجمع الموجهة إلى الخارج والجاذبة لرأس المال الأجنبي ، مما جعله نموذجا يحتذى به¹.
 وأهم الآثار الاقتصادية الناجمة عن هذه التكتلات هي:²

- عولمة الأسواق المالية الوطنية وأدواتها المحلية، وذلك من خلال عولمة التداول بالأوراق المالية الحكومية .
- عولمة الاقتراض المتبادل بين المصارف الدولية، والاتجار بالصرف الأجنبي وبالأسهم وبكميات ضخمة ، وعلى مدار الساعة.

¹ - أحمد سيد مصطفى، المدير العربي وظاهرة العولمة ، فرصة أم تحدي؟. مجلة افاق اقتصادية، عدد 78، 1999، ص ص 129، 130.

² - أحمد طه ، محمد العجلوني، مرجع سابق، ص 123.

- اختفاء أو تضيق خطوط الفصل بين المؤسسات المالية المختلفة ذاتها وكذلك بين غيرها من المؤسسات غير المالية ، بحيث غدت الشركات الدولية متقدمة الجنسية تقدم خدمات مالية شاملة.

ثالثاً- الشركات متعددة الجنسيات:

تعرف هذه الشركات على انها تلك الشركات التي تمتد فروعها إلى عدة دول وتحقق نسبة هامة من إنتاجها الكبير السلعي والخدمي خارج دولها الأصلية، وذلك من خلال إستراتيجية عالمية موحدة، تتسم باستخدامها لأحدث المنجزات التكنولوجية ، وتدار بصورة مركزية في موطنها الأصلي:¹ وتعتبر شركات متعددة الجنسيات إحدى السمات الأساسية للعولمة فهي تؤثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل تكنولوجيا، والخبرات التسويقية والإدارية، وتأكيد ظاهرة العولمة في كافة المستويات الإنتاجية والمالية والتكنولوجية والتسويقية والإدارية، ويضاف إلى ذلك أن تلك الشركات العملاقة ذات الإمكانيات التمويلية الهائلة تلعب دور كبير في الثورة التكنولوجية التي نقلت الفن الإنتاجي إلى أن يصبح فنا إنتاجيا كثيف المعرفة، وبالتالي فهي من هذا المنظور تعمق الاتجاه نحو العولمة وبالتحديد العولمة الاقتصادية.²

المطلب الثاني: العولمة المالية:

ويحتوي هذا المطلب على مفهوم العولمة واهم مظاهرها وأخيرا اسبابها.

الفرع الاول: المقصود بالعولمة المالية المعاصرة:

يعتقد البعض أن العولمة المالية ظاهرة حديثة نسبيا، ولكن المتتبع لتاريخ النظام الرأسمالي يلاحظ أنها تزامنت مع نشوء وتطور هذا النظام مرورا بالتجارين ، والثورة الصناعية والحرب العالمية الثانية وحتى يومنا هذا، مع وجود فارق يتمثل في أن درجة التكامل بين الأسواق المالية في الماضي لم تكن عليه مثل ما هو الحال اليوم، نظرا لأن التكامل الحالي كبير جدا سواء من حيث تقارب معدلات العائد على الاستثمارات المالية أو تقارب أسعار الفائدة المحلية مع نظيرتها العالمية ، كما ارتبطت أسواق المال المحلية مع العالم الخارجي، إضافة إلى اتساع مدى حرية رأس المال عبر الحدود الوطنية مقارنة بمسيرة السوق المالية العالمية في الماضي البعيد أو حتى القريب.³

¹ - نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سابق، ص 223.

² - عبد المطالب عبد الحميد، آلية تعامل القيادات الإدارية مع التحولات الاقتصادية للقرن الواحد والعشرين، منشورات أكاديمية السادات، مصر 1995، ص 234.

³ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا ، كلية العلوم الإدارية المالية، الأردن ، 2005، ص 05

أولاً- تعريف العولمة المالية:

هناك الكثير من التعاريف الخاصة بالعولمة المالية كما هو الحال بالعولمة بصفة عامة ولهذا سنقوم بإعطاء أهم التعاريف وهي:

• أن العولمة المالية هي خلق سوق وحيدة لرؤوس الأموال على المستوى العالمي كله مرتبطة بعولمة أسواق السلع والخدمات¹.

• أيضا تعرف العولمة المالية على انها نتاج قيام علاقة وطيدة بين العولمة والنظام المالي من خلال القيام بعمليات التحرير المالي والاتجاه نحو الانفتاح على الأسواق الدولية، وتزايد تكامل وارتباط أسواق رؤوس الأموال المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بكل أنواعها وأخذها بالتدفق عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية التي تكونها شبكة معقدة بين الدول.²

وبالتالي فالعولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي وجوهرها هو تحرير حساب رأس المال، وذلك من خلال إلغاء الحظر على المعاملات المالية بميزان المدفوعات.³

ثانياً- مؤشرات العولمة المالية :

على الرغم من صعوبة القياس الدقيق لظاهرة العولمة المالية ، فإنه يمكن الاستدلال عليها من خلال مؤشرين هما:⁴

المؤشر الأول: هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى ان المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996، وعلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام والجدول التالي يبين ذلك.

¹ - Dominique Pliphon, les en jeux de la Mondialisation au - dela ses my thes Casbah- édition , Alger, Novembre 1997, P 69.

² - عبد المطالب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، اسكندرية ، 2007، ص 32.

³ - بن ثابت، علا، مرجع سابق، ص 47.

⁴ - صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، العدد2، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002، ص 206، 207.

الجدول رقم (15): تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات 1970-2002.

الدولة	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996	2002
الولايات المتحدة الأمريكية	2.8	4.2	9.0	35.1	89.0	135.3	151.5	297
اليابان	-	1.5	7.7	63.0	120	65.1	82.8	134
المانيا	3.3	5.1	7.5	33.4	57.3	169.4	196.8	348
فرنسا	-	-	8.4	21.4	53.6	179.6	229.2	960
ايطاليا	-	0.9	1.1	4.0	26.6	252.8	435.4	-
بريطانيا	-	-	-	367.5	690.9	-	-	-
كندا	5.7	3.3	6.9	26.7	64.4	194.5	234.8	464

المصدر: أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية المالية، الأردن، 2005، ص 9.

المؤشر الثاني: هو تطور النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فالإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام، والجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (16): متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي للفترة 1986-1995.

البيان	1986	1989	1992	1995
رقم التداول العالمي المقدر	188	590	820	1190
نسبة الزيادة السنوية المقدر	-	%46.4	%11.6	%13.2
نسبة التداول العالمي المقدر من:				
- الصادرات العالمية من السلع والخدمات	7.4	15.8	17.4	19.1
- إجمالي الاحتياطات عدا الذهب	36.7	75.9	86.0	84.3

المصدر: أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية المالية، الأردن، 2005، ص 9.

بالإضافة إلى ما سبق يبين حجم التعامل المالي العالمي مدى أهمية وانتشار العولمة المالية، حيث نمت معاملات المؤسسات المالية نموا متعاضما وهائلا في الأعوام الأخيرة من القرن العشرين

كنتيجة لسيادة مبدأ الحرية الاقتصادية في كافة أنحاء المعمورة ، وذلك من خلال تعاملات الصرف الأجنبي واستثمارات المحفظة المالية، وقد أظهرت الدراسة التي يصدرها بنك التسويات الدولية (يقوم بها كل ثلاث سنوات) في شهر نيسان عام 2001 بأن متوسط التعامل في أسواق الصرف الحاصرة بلغت 1.2 تريليون دولار أمريكي ، كما بلغ معدل التعامل في أسواق المشتقات 1.4 تريليون دولار، ومع نهاية أيلول لنفس العام بلغت القروض القائمة بمدة سنة أو أقل للبنوك الدولية 4.5 تريليون دولار كما بلغت إصدارات السندات في نفس الفترة 6.7 تريليون دولار، كما تجاوزت عقود المشتقات الخاصة بتداول العملة الأجنبية 17 تريليون دولار.

وبمقارنة بسيطة مع الناتج المحلي الإجمالي العالمي ، والبالغ 31 تريليون دولار ، يمكن أخذ تصور واضح عن حجم وأهمية التدفقات المالية الدولية.¹ وفي الأخير لا يمكن ان نغفل عن تزايد الصناديق السيادية خاصة في السنوات العشر الاخيرة كأهم مؤشرات العولمة، حيث عام 1999 كانت 21 صندوقاً، وأصبحت 44 صندوقاً في سنة 2007 ، حيث بلغت موجوداتها نحو 216 تريليون دولار.²

ثالثاً - مظاهر العولمة المالية:

تبرز العولمة المالية من خلال ثلاث مظاهر تعرف بـ Les trois D أو الدالات الثلاث وهي:

- تراجع الوساطة المالية Disintermediation financier
- إلغاء الحواجز الفاصلة بين الأسواق Declogosement des marchés
- إلغاء القيود التنظيمية Déréglementation

1- تراجع الوساطة: ويقصد بها اقدام المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية (التمويل المباشر) دون المرور على الجهاز المصرفي (التمويل غير المباشر) قصد القيام بعمليات التوظيف والاقتراض ، أي تفضيل إصدار الأوراق المالية عن اللجوء إلى البنوك ، ويتم ذلك عن طريق الانتقال التدريجي من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية، ويصبح دور الوسطاء الماليين مجرد تقديم الاستشارات والقيام بعمليات تخص الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لعملائهم وليس لهم علاقة مباشرة بنشاطهم الرئيس المتمثل في قبول الودائع وتقديم القروض.

ولقد أدت أزمة المديونية منذ بداية 1980 إلى تقليص دور البنوك التجارية بانسحاب عدد كبير من البنوك وامتناعها عن تقديم المزيد من القروض بسبب عدم وفاء المقترضين بالتزاماتهم ، كما أن لظهور التوريق ساعد على إرتفاع نسبة التمويل بالأوراق المالية منه بالقروض البنكية لأن عملية الإقراض أصبحت تكلف البنوك تكاليف كثيرة مقارنة بعملية التوريق التي أصبحت أكثر نجاعة، وخير مثال على تراجع الوساطة حالة فرنسا هي بعد الإصلاحات التي قامت بها في الثمانينات

¹ - أحمد طه العجلوني، مرجع سابق، ص 127.

² - حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 48.

والمتعلقة بإصلاح السوق المالية، اتجه الاقتصاد شيئاً فشيئاً نحو اقتصاد السوق المالية كما يبينه الجدول التالي.

الجدول رقم(17): تطور معدل الوساطة المالية في فرنسا خلال الفترة 1994-2007.

السنوات	معدل الوساطة (الموسع)	معدل الوساطة (الضيق)
1994	76	55
2000	66	44
2001	64	42
2002	62	41
2003	60	40
2004	59	40
2005	59	40
2006	60	42
2007	60	42

Source :Jean-Francois GOUX,Macroeconomie Monetaire et Financiere,4^e édition ,economica ,France ,2008 ,p90.

ويبين الجدول تراجع الوساطة المالية أي التمويل عن طريق الاستدانة لصالح التمويل المباشر أي اقتصاد الأسواق المالية.

2- إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق:ومن بين المظاهر الرئيسية للعولمة ،حيث يقتضي ذلك الانفتاح المالي للأسواق الوطنية على الأسواق الأجنبية ورفع الحواجز الفاصلة بينها، ولكن لا يكون على المستوى الدولي فقط، لكن يكون الانفتاح أيضا داخل هذه الأسواق أي أسواق النقد ، أسواق راس المال وأسواق الصرف ، أي يصبح بإمكان المستثمر أن يبحث عن أفضل العوائد بالانتقال من عملية لأخرى ، أو من ورقة مالية لأخرى، أي إلغاء تقسيم أو تجزئة الأسواق ،وهذا يعني إمكانية التعامل في مجموعة من النشاطات على عدد من الأسواق أكثر اتساعا من الماضي.

وتجدر الإشارة إلى الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ،والتي برزت أولا في الولايات المتحدة الأمريكية قد توصلت إلى إلغاء بعض المميزات التقليدية التي كانت تفصل بين البنوك التجارية وبنوك الاستثمار المتخصصة في توظيف القيم المنقولة ، وفي بريطانيا تم المزج بين وظائف الوسطاء الماليين والسماسة ، كما سمح أيضا لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية ، أما في فرنسا فقد تم إنشاء السوق الآجلة الدولية حيث اتسعت سوق السندات وسوق ايصالات الإيداع¹، وبعبارة أشمل هذه الحركة المتزايدة لإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق ، سواء كانت وطنية أو أجنبية ، وتساعد عمليات التحرر المالي ، تهدف إلى وضع مزيد من التحفيز لجلب المستثمرين ورؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

¹ - أسماء بلميهوب، العولمة المالية واثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ماجستير ، جامعة سطيف، 2004، ص 11.

3-التخفيف من القيود التنظيمية: ولا يقصد به إلغاء كل القوانين والتنظيمات التي تسيّر الأسواق وإنما السعي لجعل القوانين الموجودة أكثر فعالية، وهذه الموجة انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية وانتشرت في كل العالم الصناعي.¹

ويمكن الدافع في ذلك في بروز تيار يهدف إلى الحد من تدخل السلطات وإزالة الحواجز أمام المنافسة ، وأدت هذه العملية إلى إعادة النظر في التخصص البنكي، الحواجز الموجودة في العديد من البلدان بين الوساطة المالية البنكية وغير البنكية، فعملية التخلص أو التخفيف من القيود تسعى إلى إزالة العراقيل على حركة رؤوس الأموال ، وبدأت هذه الحركة في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك لتشجيع المنافسة في السوق المالية ، بإلغاء تحديد سقف سعر الفائدة في النصف الثاني من عقد التسعينات ، أما لندن فقد كان أهم إجراء في أكتوبر 1986 بما يعرف بـ big bong الذي أدخل تحسينات على السوق المالية الإنجليزية ، بإلغاء العمولات الثابتة على المعاملات المالية ثم التفريق بين السمسار و صانعي السوق ، كما تم التعامل بالتسعيرة المستمرة بالإعلام الآلي ، وامتدت لتشمل الاتحاد الأوروبي باستثناء السوق الموحدة التي تعتمد على حرية تدفق رؤوس الموال وتحرير صرف العملات وإنشاء العملة الأوروبية الموحدة، وعلى العموم فإلغاء القيود التنظيمية يقتضي فتح الحواجز على تحركات رؤوس الأموال الابتعاد عن مراقبة الصرف ، فتح البورصات للمنافسة الخارجية أي تشجيع المنافسة محليا ودوليا وتدعيم الابتكارات المالية.²

الفرع الثاني: أسباب العولمة المالية:

هناك مجموعة من العوامل التي تضافرت وأدت إلى عولمة النشاط المالي واندماج أسواق رأس المال ولعل من أهمها:

أولاً- تنامي الرأسمالية المالية:³ حيث لم يكن للعولمة المالية أن تنمو أو تتسارع بشكلها الراهن والمتوقع دون التنامي الموازي في الرأسمالية ، وتمت الرأسمالية المالية من خلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتركيبتها الهيكلية المصرفية وغير المصرفية ، فأصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي، بحيث نمت المعاملات المالية نموا ملحوظا.

حيث ارتفعت قيمة العمليات في أسواق الصرف الأجنبي والأوراق المالية على المستوى العالمي عن عشر مرات منذ 1982 (أزمة المديونية وانخفاض المنح والمعونات والتمويل التعليمي)، متجاوزة بذلك حجم النمو في التجارة الدولية، فارتبط تنامي الرأسمالية بالاقتصاد الرمزي الذي تحركه

¹ - جاك آدا، عولمة الاقتصاد من الشكل إلى المشكلات، ترجمة مطانيوس حبيب ، دار طالاس للدراسات والترجمة والنشر، ط1، دمشق، 1998، ص 122.

² - بن ثابت علال: مرجع سابق، ص 51.

³ - شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 20.

رموز مؤشرات الثروة العينية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق ، كما تحركه مؤشرات البورصات.

ثانيا- ظهور فائض نسبي كبير لرؤوس الأموال:

إن النمو الهائل الذي حدث في تدفقات رؤوس الأموال الدولية عكس في ضوء عولمة الأسواق المالية حجما كبيرا من المدخرات والفوائض المالية التي لم تستطع أسواق المحلية استيعابها مما أدى للبحث عن فرص استثمارية خارجية بسبب انخفاض معدلات الربح والتدهور في المراكز التي تخرج منها هذه الأموال¹.

ثالثا- ظهور الابتكارات المالية:

صاحب ظهور العولمة المالية ابتكار العديد من الأدوات المالية الجديدة والتي عملت على استقطاب العديد من المستثمرين وسهولة وصولهم إلى الأسواق المالية المختلفة بسرعة فائقة وتنوع محافظهم المالية، فإلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة (الأسهم والسندات)، أصبح هناك ما يسمى بالمشنقات المالية والتي تهدف إلى التوخي من مخاطر سعر الصرف وأسعار الفائدة ومن أنواعها: الخيارات والعقود المستقبلية والمقايضات والعقود الآجلة* بحيث تطورت سوق المشنقات تطورا مذهلا، بحيث كان حجها عام 1987 لا يتجاوز المليار دولار ووصلت سنة 2000 الى اكثر من 14 مليار دولار.² وظهرت هذه الابتكارات تحت تأثير عاملين هما:

- الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي بعد الاتجاه نحو تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة.
- المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية، حيث تستخدم تلك الأدوات من أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة بما توفره للمستثمرين من إمكانية تغير مراكزهم المالية بسرعة في حالة حدوث تطورات أو توقعات جديدة³.

رابعا- ثورة المعلومات والتطور التكنولوجي:

خلال النصف الثاني من السبعينات والثمانينات شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة والتي نتجت عنها ثورة أخرى في عالم الاتصالات والإعلام الآلي والمعلومات والبرامج مما ساعد في تطوير الاندماج لأسواق المال الدولية وتسارع حركة العولمة ، كما حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل والاتصالات ، فانخفضت تكلفة المكالمات الهاتفية بحوالي 60 مرة منذ عام 1930، كذلك انخفضت تكلفة النقل بين الدول المختلفة نتيجة للتطور التكنولوجي، وكان لظهور الفاكس وشبكات الكمبيوتر المساهمة في تذليل عقبة الحدود الجغرافية ، فأصبح بالإمكان لملايير الدولارات أو أي من العملات

¹ - أحمد منير النجار، مرجع سابق، ص 11.

* : للمزيد من التفصيل عن الابتكارات أنظر المبحث الأول في الفصل الأول الباب الأول

² حسن كريم حمزة، مرجع سابق، 131.

³ - محمد عبد النبي محمد سلام: مرجع سابق، ص 59.

الأخرى ان تتجاوز الحدود في دقائق ، وهكذا فإن هذا التطور التكنولوجي المذهل رفع من سيولة الأسواق المالية وسهولة تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة كبيرة.¹

خامسا - تحرير القطاع المالي والمصرفي:

لم تقم الدول بإزالة القيود على حركات رؤوس الأموال فقط بل قامت أيضا بعمليات تحرير للقطاع المالي عن طريق قيامها بإزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة وخفض نسب الاحتياطي القانوني ، كما تمت إزالة العديد من الحواجز المؤسسية التي تفصل بين السوقين المحلي والدولي للأوراق المالية ،وقد ساعد إلغاء هذه القيود على اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق العالمية ، مما ترتب عليه إعطاء دفعة قوية لظهور عملية العولمة، والجدول التالي يوضح تواريخ بدء عمليات التحرر المالي في بعض دول العالم .

جدول رقم(18): بداية التحرر المالي لبعض الدول.

الدولة	بداية التحرر	الدول	بداية التحرر
الو. م . أ	1982	المكسيك	1989
كندا	1980	البيرو	1991
اليابان	1979	فنزويلا	1991
المملكة المتحدة	1981	مصر	1991
ألمانيا	1984	المغرب	1991
هونغ كونغ	1978	جنوب افريقيا	1980
اندونيسيا	1981	بنغلاداش	1988
كوريا الجنوبية	1978	الهند	1989
ماليزيا	1978	فرنسا	1984
الفلبين	1981	تايلاندا	1985
سنغافورة	1978	البرازيل	1989
تايوان	1979	شيلي	1974

المصدر: شذا جمال الخطيب، صغفق الركبي: مرجع سابق، ص24.

¹ - صالح مفتاح: مرجع سابق، ص 211.

سادسا-إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى القرن الماضي وعلى وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية، وهذا من خلال:

- توسع البنوك في نطاق أعمالها المصرفية على الصعيد المحلي والدولي، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل.
- دخلت المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين ، صناديق المعاشات ، صناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية في الفترة 1986-1995 أنخفض نصيب البنوك التجارية في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18% ، وارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى نحو 42%.
- ظهور الاندماج المصرفي بين البنوك التجارية بسبب المنافسة القوية من المؤسسات المالية غير المصرفية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية و اليابان والدول الأوروبية.¹

سابعا-تطور سوق السندات:

تعتبر سوق السندات أحد أهم الأدوات المالية المتداولة ، كما يعود تسارع عولمة الأسواق المالية إلى النمو الكبير في إصدار السندات وتداولها في تلك السوق، وخاصة السندات الحكومية التي تعتبر أساس سوق السندات عموماً.

وترجع تداعيات نمو سوق السندات إلى عام 1973 حيث صدرت سندات ما قيمة 7.8 مليار دولار ، وقد وافق ذلك ارتفاع أسعار النفط عالمياً، ولكن بسبب ارتفاع معدلات التضخم عالمياً في أواسط السبعينات إلى الثمانينات من القرن العشرين أعاق هذا كثيراً تطور هذا السوق.²

إلا أن معدلات التضخم عادت للانخفاض في الدول الصناعية المتقدمة فارتفعت الإصدارات على المستوى الدولي ، واستمر هذا الارتفاع بل الانفجار في سوق السندات في عقد السبعينات كما يوضحه الجدول التالي.

¹ - شذا جمال الخطيب، صغفق الركبي، مرجع سابق، ص 25/24.

² - أحمد منير النجار: مرجع سابق، ص 13.

الجدول رقم(19): تطور حركة السندات الداخلة لأهم الأسواق العالمية (1990-2006) مليار دولار

السنوات	1990	2001	2002	2003	2004	2005	2006
إيطاليا	39.7	312.1	348.5	465.8	536.7	566.7	605.7
فرنسا	40.8	526.7	731.3	1029.3	1308.1	1340.2	1722.1
بريطانيا	192	772.8	867.3	106.4	1230.4	1297.9	1706.3
الولايات المتحدة	704.1	557.1	705.2	1095.5	1255.6	1279.6	1586.8
اليابان	315.5	1062.4	1183.7	1446.9	1644	1706.3	1833

المصدر: حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص 124.

يلاحظ من خلال تطور اصدار السندات في الدول المختارة النمو الكبير جدا في قيمتها وأيضا حركتها ، مما يؤكد التحرير المالي الدولي.

الفرع الثالث: التحرر المالي وعلاقته بالعولمة المالية:

تشير أغلب الدراسات التي تعرضت لموضوع العولمة المالية إلى أن التحرير المالي المتمثل بتحرير حساب رأس المال وتحرير أسعار الفائدة يمثل جوهر العولمة المالية و لذا سنخصص هذا الفرع لكل ما يتعلق بالتحرير المالي.

أولا- مفهوم التحرير المالي ومستوياته:

1- تعريف التحرير المالي:

يتحدد مفهوم التحرير المالي: " بالمعنى الشامل" بمجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي ، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا، أما المفهوم الضيق فيتمثل في تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

وعرف أيضا على أنه " إلغاء القيود والضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية ، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عملية ضمان الموارد المالية وتوزيعها وتخصيصها.¹

ومن خلال المفاهيم السابقة فإن التحرير المالي يتضمن تحديدا العمليات التالية:

- إزالة القيود على الائتمان، إزالة القيود على معدل الفائدة، إزالة القيود على دخول مؤسسات مالية جديدة، إزالة القيود على المعاملات في سوق الأوراق المالية ، إزالة القيود على حساب رأس المال.

¹ - شذى يوسف عبد الخالق: الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي حالة الدول العربية ، رسالة دكتوراه في اقتصاد الأعمال ، الجامعة الأردنية، 2008، ص 60.

والذي يهنا من بين العناصر السابقة هو تحرير حساب رأس المال وبالضبط تحرير معاملات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وبالتالي سوف نتطرق لتحرير حساب رأس المال بشيء من التفصيل في الفرع الثاني.

2- مستويات التحرير المالي:

تتضمن مستويات التحرير المالي مستويين أساسيين هما ¹:

أ- المستوى الأول : التحرير المالي على المستوى المحلي:

وتشتمل سياسات التحرر المالي على المستوى المحلي على عدد من الإجراءات يمكن عرضها كآتي:

- العمل على تخفيف الرقابة وذلك باستخدام الأدوات الفنية غير المباشرة للسياسة النقدية ،بدلاً من الأدوات النوعية (مباشرة) التي عادة تكون معيقة لإستراتيجية التحرر.
- إعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة والاتجاه نحو السوق المالية لتحديدها.
- تخفيف القيود المفروضة على السوق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة السوق المالية، وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام انضمام المستثمرين للشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها الأمر الذي يشجع الشركات المساهمة وإعطائها حرية أوسع في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية.
- إلغاء السقوف الائتمانية المفروضة على البنوك التجارية وإعطاء الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو القروض.
- العمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية.

ب- المستوى الثاني: التحرير المالي على المستوى الدولي:

- تتضمن سياسات التحرير المالي على المستوى الدولي على العديد من الإجراءات منها :
- إلغاء ضوابط الصرف وذلك باعتماد سعر الصرف معوم يتحدد وفق تغيرات قوى السوق.
- تحرير معاملات حساب رأس المال.
- تحرير اسعار الفائدة خاضعة لآلية السوق بدرجة أكبر من الجانب التدخل من السلطات النقدية.
- السماح للشركات الأجنبية للدخول في السوق المالية وفتح المجال لها لإصدار الأدوات المالية المختلفة وذلك لتعزيز المنافسة في القطاع المالي.

¹ - عماد محمد علي عبد اللطيف العالي، اندماج الأسواق المالية الدولية ، أسبابه ، انعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، العراق،

ثانياً- مفهوم تحرير حساب رأس المال وأشكاله:

1- تحرير حساب رأس المال ومعاملاته:

يعتبر تحرير حساب رأس المال هو جوهر عملية التحرير المالي وعولمة الأسواق المالية، والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم (المحافظ المالية) والاستثمار المباشر والعقار والثروات الشخصية، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال (قابلية حساب رأس المال للتحويل) ترتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات والتي تشمل حركة رأس المال من وإلى أي دولة أخرى وكذا القطاع الخاص وتتلخص أهم معاملات حساب رأس المال فيما يلي:¹

- **المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر:** وتشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر للداخل و/أو للخارج ، أو على تصفية الاستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود.
- **المعاملات المتعلقة بالاستثمارات في سوق الأوراق المالية:** وتشمل عملية الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع أو الإصدارات التي تتم بواسطة المقيمين (تدفقات إلى الداخل) ،أو على المبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير مقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم بها في الخارج مقيمون (تدفقات إلى الخارج).
- **المعاملات المتعلقة في أصول الثروة العقارية:** أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة مقيمين.
- **المعاملات الخاصة بالانتماء التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية:** التي تشمل كافة التدفقات للداخل (الائتمان الممنوح للمقيمين من جانب غير المقيمين) أو التدفقات الخارجة (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين)
- **المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية:** وهي تشمل الودائع الغير مقيمة واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج)
- **المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية:** وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع أو القروض أو المنح أو تسوية الديون....إلخ.

2- أشكال تحرير حساب رأس المال:

يشمل تحرير حساب رأس المال بين الدول على شكلين هما:²

¹ - ماري ايشنجرين ،مايكل موسى، صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال ، مجلة التمويل والتنمية ، واشنطن ، ديسمبر 1998، ص 18.

² - شذى يوسف عبد الخالق، تحرير حساب رأس المال وأثره في ميزان المدفوعات الأردن، رسالة ماجستير ،كلية الدراسات العليا ، الجامعة الأردنية، 2000، ص 10،11.

أ- التحرير الجزئي لحساب رأس المال:

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

ب- التحرير الكلي لحساب رأس المال:

وهو قيام البلد بتحرير جميع مكونات رأس المال في ميزان المدفوعات وهذا يتم بطريقتين:

• تحرير حساب رأس المال دفعة واحدة:

اتبعت هذه الطريقة في بعض البلدان كالأرجنتين والأوروغواي والمملكة المتحدة ونيوزيلندا في السبعينات حيث قامت بإزالة القيود على رأس المال خلال فترة قصيرة، ولكن هذه الطريقة لم تحقق النجاح في تلك البلدان في حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزيلندا من الاستفادة من مكاسب التحرير، جاءت جهود الأرجنتين والأوروغواي بالفشل ذلك أنه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تقرير انفتاح حساب رأس المال، لذلك ينصح باستخدام هذه الطريقة في الدول ذات الأنظمة المالية القوية والتي تمتلك أدوات رقابية صارمة، حيث يحقق لها مكاسب سريعة وفعالة، بينما يحميها نظامها المالي القوي من أي أزمات تنتج عن التحرير.

• تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي:

إن التدرج 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 الاستمرار في قابلية حساب رأس المال للتحويل وتقليل المخاطر المالية المقترنة به، ينبغي عليه انتهاج سياسات معينة قبل تحرير حساب رأس المال، فإن لم تستوفى هذه الشروط المسبقة فإن تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة، قد تجعل من الصعب تحقيق الاستمرار في فتح حساب رأس المال.

ولقد ظهرت عدة وجهات نظر حول ترتيب التسلسلي في التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإزالة الحواجز أمام البنك الأجنبية وبين التحرير الداخلي المذكور آنفاً.

فوجهة النظر التقليدية تؤكد على أهمية تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتطوير المؤسسات المالية المحلية قبل عملية التحرير أو بمعنى آخر القيام بالتحرير الداخلي، أما وجهة النظر البديلة فتفضل تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملاً مساعداً للإصلاحات أو التحرير الخارجي أولاً، وترى وجهة نظر متوسطة، أن التحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب المعالجة المترام مع حركة الإصلاح الاقتصادي ذلك أن عمليتي التحرير الداخلية والخارجية عمليتان

متكاملتان ومزايا وتكاليف هذه الإستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد لآخر تبعاً لظروف كل منها ولأهدافها الاقتصادية.

ثالثاً-المزايا المنتظرة من تحرير حساب رأس المال:

إن التحدي الذي يواجهه الدول النامية هو تعظيم المكاسب من عملية تحرير حساب رأس المال عبر الزمن وتعتمد هذه المكاسب أساساً على مدى استعداد الدولة لتبنيها و توفير الظروف الملائمة، ومن أهم المزايا المنتظرة نذكر:

- تحرير حساب رأس المال يساعد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على عكس الدول التي تقيد حساب رأسمالها.
- زيادة فعالية استخدام رأس المال العالمي ، بالإضافة إلى تخفيض وتقارب أسعار الفائدة وتكلفة رؤوس الأموال ، يؤدي إلى زيادة الاستثمار وبالتالي ارتفاع الناتج الإجمالي المحلي ومعدلات النمو الاقتصادي .
- الاستفادة من الوساطة المالية العالمية عن طريق تجارب الدول المتقدمة من ناحية التكامل المالي، وبالتالي تحاول الدول النامية أن تسير على درب هذه الدول، وبالتالي التقليل من المديونية وتطوير أسواقها المالية.
- تسهيل فرص الدخول الى الأسواق الدولية وربط الدول بشبكات الإنتاج العالمية.
- المساهمة في نمو وتطور التجارة.
- توفير منتجات ذات نوعية جيدة وذلك نتيجة استخدام مهارات متطورة وتقنيات عالية.
- لهذه التدفقات أهمية بالغة خاصة بالنسبة لميزان المدفوعات حيث تساعد على تمويل حجم كبير من محجوزات الحساب الجاري المرتبط بزيادة الواردات ، كما تساعد على تراكم الاحتياطات الأجنبية.
- توفير فرص الاستثمار للقطاع الخاص وفرص العمل.
- تحفيز الدول على انتهاج سياسات اقتصادية تحافظ على جذب الاستثمارات الأجنبية للحصول على مزيد من المنافع.

وللاستفادة من عملية تحرير حساب رأس المال هناك جملة من السياسات والإجراءات التي يجب إتباعها وأيضاً للتقليل من المخاطر المصاحبة لعملية التحرير وهي كالاتي:

- إصلاح القطاع المالي:

أظهرت التجارب أن الدول التي تتمتع بقطاع مالي ومصرفي متحرر ومتطور هي في الغالب الدول التي استفادت من الاستثمارات وحققت أداءً اقتصادياً أفضل، فالقطاع المالي الكفاء والسليم يعتبر مكوناً أساسياً في قابلية حساب رأس المال للتحويل، إذ يساعد البنوك على استثمار تدفقات رؤوس

الأموال بكفاءة وعلى مواجهة الصدمات ، وتعتمد سلامة القطاع المالي على ركيزتين أساسيتين هما: الإشراف المصرفي الفعال وعلى مراعاة نسب الحيلة المالية.¹

- استقرار الاقتصاد الكلي:

إن استقرار الاقتصاد الكلي مرتبط بوجود نظام مصرفي ومالي قويين فمن غير الممكن تحقيق السلامة المصرفية، والحفاظ عليها ما لم تتطور الأسعار والمتغيرات الكلية في الاقتصاد بشكل ثابت نسبيا وما لم يتوسع النشاط الاقتصادي بخطوات معقولة ، وعليه يجب على كل بلد اتباع سياسة داخلية سليمة في مجال الاقتصاد الكلي لتعزيز الاستقرار الاقتصادي ،والذي يعتبر عنصرا أساسيا لتحديد تدفقات رأس المال الخاص.

- فعالية المؤسسات غير المصرفية في الاقتصاد:

لقد تم تدعيم المؤسسات المالية غير المصرفية بإطار قانوني وتنظيمي من أجل التصدي للمنافسة التي تجعل الوساطة أكثر فعالية ، وتعمل كمراجع لسلوك البنوك من خلال زيادة اتساع وعمق الأسواق وبالتالي يصبح النظام المالي أكثر مرونة في مواجهة الصدمات.

- الإفصاح العام عن المعلومات المالية:

اهتمت جميع الإصلاحات الجديدة على التأكيد على أهمية الإفصاح المالي ،لأنه من أهم شروط السوق الحر وضمن الفرص المتكافئة بها ،بحيث يوفر لجميع المتعاملين قدر كافي من المعلومات والبيانات المالية بصورة عامة والمستثمر بصورة خاصة.

- الإشراف والتنظيم:

مع استمرار تطور الأسواق المالية في البلدان سيكون على سلطات الإشراف والتنظيم أن تتحمل قدرا كبيرا من عبء إقامة أنظمة مالية لمواجهة الأزمات المالية عند حدوثها.

- السياسة النقدية والمالية:

تعتبر السياسة النقدية عنصرا أساسيا من عناصر برامج الإصلاح التي تتبعها أغلب الدول في إطار توجيهها نحو التحرير الاقتصادي والانفتاح على العالم الخارجي، لأن ذلك يتطلب مناخ من التضخم المنخفض والمستقر، وأفضل ضمان لذلك يكون من خلال سياسات النقدية ،وأيضا السياسة المالية تعتبر عنصرا مهما في إنجاز قابلية رأس المال للتحويل ، إذ يعتبر الإجراء المالي مهما لمواجهة القوى التضخمية داخل الاقتصاد ، كما أنها مهمة لدعم واستقرار القطاع المالي.

- سعر الصرف:

مما لا شك فيه أن العملة المستقرة لها أهمية كبيرة في الاقتصاد الوطني ، كما أن سياسات أسعار الصرف هامة أيضا للحفاظ على نظام مالي مستقر .

¹ - صالح متولي، منير راشد، تحرير حساب رأس المال في جنوب البحر الأبيض المتوسط، مجلة التمويل والتنمية ديسمبر، 1998، ص 26.

- الخصخصة والتوجه نحو اقتصاد السوق:

ويعتبر أنصار العولمة أن نجاح الخصخصة يتوقف على نطاق واسع بعد التخلص من هيمنة الحكومات على الحياة الاقتصادية والاجتماعية وتسليمها للقطاع الخاص في الإدارة والتملك، وللخصخصة دور مهما جدا في جذب رأس المال الأجنبي وهذا من خلال :

- إذا كانت الخصخصة تخص بيع أصل لغير المقيمين ، فيؤدي إلى دخول رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد الوطني.

- توسع الخصخصة قاعدة الإنتاج تبعا لارتفاع عدد المنتجين فيزداد أصحاب رؤوس الأموال الداخلة في إنتاج السلع والخدمات.

- تساعد الخصخصة تدريجيا في تطوير اسواق الأوراق المالية المحلية¹

وعليه يمكن القول أن الخصخصة تعتبر أهم وسائل الإصلاح الاقتصادي التي تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

1- تحرير حساب راس المال في الدول العربية: قامت معظم الدول العربية بإزالة عوائق قابلية

راس المال للتحويل ، والقيود المفروضة على الاستثمار الاجنبي المباشر واحتفاظ المقيمين بودائع في الخارج ، وقابلية حسابات المقيمين وغير المقيمين للتحويل .

ويعتبر حساب راس المال لميزان المدفوعات هو اهم تحديات التحرير المالي في الدول العربية حيث تنتهج الدول العربية سياسة التدرج في التحرير ، وهذا خوفا من حدوث ازمات مالية ، رغم ان معظم الدول العربية سمحت بدخول الاستثمارات الاجنبية المباشرة بدون قيود او تقديم مزايا وإعفاءات اما فيما يخص الاستثمار في الاوراق المالية فهو مازال يتسم بالتحفظ ، حيث ان معظم الدول العربية تفرض بعض القيود على هذا النوع من الاستثمار لما له من اخطار ، حدوث الازمات نتيجة المضاربات على اسعار الاوراق المالية ، ولكن تبقى درجة تحرير حساب راس المال في الدول العربية حسب عمق الاصلاحات ودرجة التطور المالي لدى كل دولة عربية وتوقيعها على اتفاقيات تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية.

المطلب الثالث: المشاكل والتحديات نتيجة العولمة المالية وتحرير حساب رأس المال:

على الرغم من وجود بعض المزايا الناجمة عن عولمة الأسواق المالية بالنسبة للدول النامية ، إلا أن التحليل لهذه الظاهرة لا يكتمل إلا بعرض أبرز المخاطر والمشاكل المحتملة والتي تشكل فرصا أمام هذه الدول إذا ما أحسن استخدامها ، كما تشكل تحديات كبيرة معا ، فقد أثبتت التجارب أن العولمة المالية ، في حالة الدول النامية ، كثيرا ما أفضت إلى أزمات مالية بتكلفة مرتفعة (المكسيك عام 1994 ، ودول جنوب شرق آسيا عام 1997 ، والبرازيل عام 1999..... إلخ).²

¹ - غالم عبد الله، مرجع سابق، ص ص 128، 129.

² - احمد منير النجار ، مرجع سابق ، ص ص 24-29.

وبشكل عام يمكن تلخيص أهم المشاكل والمخاطر في ستة نقاط أساسية نستعرضها بإيجاز فيما يلي:

الفرع الاول : المشاكل الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال

لقد تعاضم انسياب رأس المال الخاص نحو الدول النامية في العقد التاسع من القرن العشرين وتحليل حركة هذا الانسياب نجد أن الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسرعة كبيرة ، حيث ينتقل رأس المال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة، إن ارتفاع درجة تقلب الاستثمار في الحافظة المالية مقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يرجع إلى أن النوع الأول يعتمد على عوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الربح السريع ، على عكس النوع الثاني الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل وتقوم به الشركات المتعددة الجنسيات ، كما يهتم بتغيرات كلية مثل نمو الأسواق والدخل القومي والتغيرات الهيكلية في اقتصاد الدولة المستضيفة ، إضافة إلى سعي الاستثمار المباشر لإيجاد طاقات انتاجية جديدة أو امتلاك طاقات موجودة أصلا ، بذلك يكون من الصعب نسبيا تصفية هذه الطاقات في المدى القصير ،بينما التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية ، كما أن هذا النوع من الاستثمار (الحافظة المالية) يتأثر بتوقعات المتعاملين ويطغى عليه أسلوب المحاكاة والتقليد أما ما يسمى بـ سلوك القطيع .

إن الحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب بالعديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني وتتضح فيما يلي:

- في حالة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى عدم استقرار في الاقتصاد الكلي يتجلى في:

1- ارتفاع في سعر الصرف للعملة الوطنية مما يخص بالصادرات والواردات وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري.

2- ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية

3- نمو في معدلات التضخم

4- زيادة في الطلب الاستهلاكي المحلي

- في حالة تدفقات استثمارية 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 الاحتياطيات الدولية من الدولة ، خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر

صرف العملة الوطنية.

الفرع الثاني: مشاكل تعرض المصارف للأزمات:

لعل من أهم مشاكل العولمة المالية هو تعرض الجهاز المصرفي لأزمات كبيرة بسبب التحرير المالي المحلي والدولي (أثناء التحرير وبعده) فمنذ عام 1985 نبه الاقتصاديون إلى شدة مخاطر عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي ،ومنذ ذلك التاريخ ظهرت العديد من الدراسات والبحوث حول هذا الموضوع.

وبالحقيقة فإن الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها الجهاز المصرفي متعددة ولها أسباب كثيرة قد لا تتصل مباشرة بالعولمة المالية (الكساد الاقتصادي الكلي ، تدهور أسعار الصادرات، أخطار إدارية في الجهاز المصرفي... إلخ)، لكن أزمات البنوك المعاصرة في الدول النامية أكدت العلاقة الوثيقة بينها وبين العولمة المالية .

وغالبا ما تلجأ المصارف لاستخدام أدوات التحرير المالي وتسرف في الإقتراض الخارجي لتمويل القروض المحلية وجني الأرباح (في حالة كون معدل فائدة الإقتراض الخارجي أقل من سعر الفائدة المحلية)، وقد تعاني هذه المصارف من مصاعب مالية كبيرة عندما يحدث خفض في قيمة العملة الوطنية، وتعد أزمة المكسيك عام 1994 مثالا نموذجيا على هذه النقطة .

كما أكدت أزمة دول جنوب شرق آسيا في عام 1997، كيف أثرت العولمة المالية من خلال عمليات التحرير المالي في أزمة النظام المصرفي في تلك الدول.

الفرع الثالث: مشاكل التعرض لموجات المضاربة:

لقد جاءت عمليات التحرير المالي المحلي والدولي ، لتسهيل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات ،وبجانب ذلك حصل تسارع هائل في تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وكذلك الأدوات الأخرى من المشتقات المالية التي يتم التعامل بها على مدار الساعة ، فعندما تغلق سوق طوكيو للأسواق المالية تفتح سوق لندن ، وعندما تقفل هذه الأخيرة تنتقل الحركة إلى سوق نيويورك وهكذا تدور الحركة من جديد.

وفي الدول النامية التي تعتبر أضعف حلقات النظام الاقتصادي العالمي الجديد فإن هذه الدول أصبحت مضمارا جيدا للمضاربات على ضوء إجراءات العولمة المالية مع بداية التسعينات من القرن العشرين بحيث يحقق المضاربون في عملات هذه الدول وأوراقها المالية المتداولة في أسواقها المالية أرباحا كبيرة جدا.

كما أنه ومن خلال إجراءات العولمة المالية ، وثبات أسعار الصرف وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، ووجود اتجاه متزايد لزيادة حجم الدين الخارجي وارتفاع معدلات خدمته ، وتوافر قدر لا بأس به من الاحتياطات الدولية لدى المصرف المركزي ، كل ذلك هياً المناخ المناسب لمزاولة المضاربيين أعمالهم وجنيهم الأرباح السريعة، ومرة أخرى نجد حالة المكسيك 1994، وتايلاند وغيرها ممن كانوا يسمون بالنمور الآسيوية عام 1997 خير مثال على ذلك.

لقد كانت نتائج هذه المضاربات شديدة على الدول النامية التي حدثت بها مما أدى لانخفاض شديد في قيمة العملة الوطنية ، وارتفاع أشد في المستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم ، واستنزاف للاحتياطيات الدولية، وهروب كبير لرؤوس الأموال نحو الخارج، وبالتالي فقدان ثقة المستثمرين في الأسواق، ثم تلخص كل ذلك بآثار سلبية في المجالات الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية وقد ساعد على استفحال هذه الآثار تنفيذ البرامج الشديدة للتثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي.

الفرع الرابع: مشاكل هروب الأموال الوطنية للخارج

إن من الآثار السيئة للعولمة المالية للدول النامية هو تدويل مدخراتها حيث أصبحت هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية ، ففي الوقت الذي تشجع فيه هذه الدول الاستثمار الأجنبي وتقدم له كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات والحواجز، فقد سمحت هذه الدول، استنادا للعولمة المالية لمدخراتها المحلية بالخروج للاستثمار في الخارج، وبالرغم من أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج تعتبر ظاهرة قديمة للدول النامية وتعدد أسبابها وتتنوع أشكالها إلا أن إجراءات التحرير المالي التي انتشرت هذه الدول في التسعينات من القرن العشرين قد أعطت لعمليات الهروب هذه مشروعية وحرية مما أدى بالضرورة إلى استفحال هذه الظاهرة واستفحال آثارها السلبية خاصة على ميزان المدفوعات وصافي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

الفرع الخامس: مشاكل ظاهرة غسل الأموال

لقد تعرضت العديد من الدول النامية عبر آليات التحرير المالي المحلي والدولي إلى موجات من دخول أموال غير مشروعة فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال.

فغسيل الأموال له آثار سلبية على الاقتصاد الكلي ومتغيراته منها:

- انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي
- إضعاف هيبة الدولة وتشجيع التهرب من تنفيذ القوانين
- انتشار وتوسع الجريمة بكافة أشكالها الاقتصادية والاجتماعية
- فقدان الثقة في السوق المالي المحلي
- تحويل اتجاه المستثمرين إلى نشاطات إجرامية بأرباح مرتفعة

وقد يقول قائل إن معالجة الظاهرة هي من السهولة بمكان حيث يمكن لأجهزة الأمن والسلطات الأخرى التحكم في منافذ دخول هذه الأموال ومحاربتها، إلا أن ذلك سيتعارض مع حرية تنقل رأس المال وهذا ما يروج له دعاة العولمة المالية والأكثر علوا في الدعوة للتحرير المالي المحلي والدولي.

الفرع السادس: مشكلة السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية:

مع التطبيق التام للعولمة المالية وتزايد الاندماج وتكامل الأسواق المالية المحلية مع الخارجية فإنه من المتوقع أن تفقد الدول سيطرتها وسيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية. فتأثير العولمة المالية على السياسة النقدية يتجلى في فقدان السلطة النقدية والسيطرة على الكتلة النقدية مما قد يقود للتضخم وتغيير أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لذلك، ومع تزايد مستوى العولمة المالية فإن تحديد أسعار الفائدة ستخرج عن سيطرة البنك المركزي حيث سترتبط أسعار الفائدة المحلية وخاصة قصيرة الأجل مع أسعار الفائدة الخارجية لذلك فإن أي محاولة لتحديد أسعار الفائدة وأسعار الصرف لا تتفق مع مثيلاتها في الخارج يمكن أن تؤدي إلى تدفقات كبيرة لداخل الدولة أو خارجها من رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

وحسب التجارب السابقة فإنه لا يمكن لصانع السياسة النقدية مع اتجاه العولمة المالية وتكامل الأسواق المالية الجمع بين ثلاث سياسات نقدية في آن واحد وهي:

- أسعار الصرف الثابتة، حرية حركة رأسمال، زيادة سعر الفائدة المحلي قصير الأجل بفارق كبير على المستوى العالمي

أما تأثير العولمة المالية على السياسة المالية فإنها تظهر أكثر كلما تزايدت درجة العولمة المالية، ففي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية تلجا الشركات والمستثمرين الكبار في الدول الصناعية للخروج باستثماراتهم لدول تكون فيها معدلات ضرائب على الدخل والأرباح منخفضة مما يؤدي ليس فقط لخفض حصيلة موارد الدولة السيادية من الضرائب بل لإضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

و مما سبق يمكن القول ان هناك علاقة قوية وجوهرية بين العولمة المالية والتحرير المالي من خلال ما يعرف بتحرير حساب راس المال، خاصة فيما يتعلق بتحرير التعاملات في المحفظة المالية او الاستثمار الاجنبي غير المباشر، الذي كانت من اهم اسباب الازمات المالية، فهذا الاستثمار يعتبر من اهم عناصر العولمة المالية .

ملخص الفصل الثالث:

خلصنا في هذا الفصل بما يلي:

- أن هناك عدة أشكال لحركة رؤوس الأموال (تدفقات رؤوس الأموال) وهي القروض الأجنبية والمعونات الأجنبية وأهمها الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر.
- أما فيما يخص المناخ الجاذب فهو مجموعة من العوامل المناسبة التي تصبح له مناسبة لتوطين رأس المال الأجنبي وهي عوامل تشريعية وقانونية وهناك عوامل اقتصادية وأيضاً الوضع السياسي والأمني واضح هناك أمر ضروري جداً يأخذه المستثمر الأجنبي بعين الاعتبار وهو وضع الدولة وفق المؤشرات الدولية الخاصة منها التصنيف الائتماني
- يعرف الاستثمار المحفظي على أنه امتلاك الأوراق المالية في الأسهم والسندات التي يحتفظ بها المستثمر بعد توزيع المخاطر وتحقيق الأرباح أما الأجنبي فهو تلك التدفقات بين الدول المختلفة التي تتجه نحو استثمار الأسواق المالية العالمية .
- للاستثمار الأجنبي المحفظي علاقة بالاستثمار الأجنبي المباشر بحيث يمكن أن يصبح الاستثمار المحفظي الأجنبي استثماراً أجنبياً مباشراً إذا وصلت نسبة الملكية للمستثمر في رأس الشركة نسبة معينة تعطيه الحق في الرقابة والمشاركة في إدارة المشروع.
- هناك عدة قنوات وسبل يمر بتدفق بعض الاستثمار المحفظي وأهمها المحافظ المشتركة ، صناديق الاستثمار .
- أما محددات الاستثمار المحفظي بصفة عامة يمكن تقسيمها إلى عوامل داخلية تخص السوق الوطنية وأخرى خارجية، فالداخلية تتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية ،أما العوامل الخارجية فهي القيام بخطوات التحرير المالي ، الدورات التي تحدث في الدول المتقدمة ،التنوع الدولي للمحافظ المالية الى غير ذلك .
- هناك مخاطر ومشاكل مرتبطة بالاستثمار الأجنبي في المحفظة خاصة في ظل تحرير حساب رأس المال وذلك في حالة خروج رؤوس الأموال الأجنبية بصورة مفاجئة أيضاً في حالة الدخول المتزايد لهذه الاستثمارات التي تؤدي في الغالب إلى ارتفاع معدلات التضخم وايضا التأثير على سعر الصرف وأسعار الفائدة.
- يتجلى مفهوم العولمة أساساً من خلال الاعتماد المتبادل، الذي حول العالم إلى سوق عالمية واحدة ، وهناك عوامل ساعدت على انتشار العولمة خاصة الاقتصادية وهي انهيار الشيوعية تحرير التجارة الدولية، الثورة التكنولوجية الهائلة، تزايد دور الشركات المتعددة الجنسيات ، الاستثمار الدولي المباشر، تزايد المعاملات الخاصة بالتجارة الالكترونية.

- أما أدوات العولمة الاقتصادية فهي عبارة عن المؤسسات المالية الدولية المتمثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمنظمة العالمية للتجارة وأيضا للشركات المتعددة الجنسيات ، وفي الأخير مختلف التكتلات الاقتصادية في العالم ومنها الاتحاد الأوروبي .
 - تعتبر العولمة المالية أحد الركائز الهامة للنظام المالي العالمي من خلال عولمة العمليات النقدية وما صاحب ذلك في التراجع في الوساطة المالية ، وإلغاء القيود التنظيمية وإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق ، ويتمثل جوهر العولمة المالية في تحرير حساب رأس المال الذي له عدة مخاطر أهمها ظهور وانتشار الأزمات المالية ، بالإضافة إلى آثار أخرى منها مثلا غسيل الأموال وانتشار المضاربة.
- وبعد معرفة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية والذي يعرف بالأموال الساخنة خاصة في ظل العولمة المالية وأيضا تحرير حساب رأس المال الذي في الغالب أدت إلى أزمات في الدول النامية.
- في الفصل الموالي سنلقي الضوء على أحد أكبر الأزمات المالية في الدول النامية وهي أزمة جنوب شرق آسيا ودور الاستثمار الأجنبي فيها.

تمهيد:

كانت أزمة المديونية أحد الدوافع الرئيسية للتغيير في البنية المالية للدول النامية خاصة أزمة المكسيك التي لم تستطع تسديد ديونها ، خاصة أن الدول المتقدمة أعادت النظر في شروط إقراض الدول النامية ، لهذا أصبحت الدول النامية تبحث عن موارد أخرى بعيدا عن الديون، وبالتالي توجهت إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية في المحفظة.

فلجوء الدول النامية للسوق العالمية للاستفادة من التدفقات الخاصة، أوجد نوع جديد من الأسواق استطاعت أن ترتقي إلى مصاف الأسواق المتقدمة، هذا النوع أطلق عليه اسم الأسواق الناشئة للتفريق بينها وبين الأسواق المتقدمة ، فحظيت هذه الأسواق بقدر كبير من التدفقات الاجنبية، وكما قلنا سابقا يرجع ظهور هذه الأسواق إلى حركة التحرير المالي الذي أقرته العولمة المالية، و من أهم الأسواق الناشئة هي دول جنوب شرق آسيا، التي قامت بتهيئة أسواقها المالية والمصرفية ، فكان لها أثر كبير في تنمية هذه الدول، بقدر ما كانت لها عواقب وخيمة واجهت هذه الدول تمثلت في بعض الأزمات المالية التي أثرت بشكل واضح على أدائها الاقتصادي ، وتعتبر هذه الأزمات انعكاسا لبعض العوامل والمتغيرات الاقتصادية، وكان اهم هذه المتغيرات تدفقات أجنبية لرؤوس الأموال خاصة منها تدفقات المحفظة المالية.

ويهدف هذا الفصل إلى التعرف على ماهية اسواق الأوراق المالية الناشئة وأيضا الأزمات

المالية و دور الاستثمارات الأجنبية فيها، وهذا يظهر من خلال :

- المبحث الأول: أسواق الأوراق الناشئة وأهمية الاستثمارات الأجنبية
- المبحث الثاني: ماهية الأزمات المالية
- المبحث الثالث: الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا ودور الاستثمارات الأجنبية فيها

المبحث الأول: أسواق الأوراق الناشئة وأهمية الاستثمارات الأجنبية

بدأ استخدام مصطلح الأسواق المالية الناشئة في الأدبيات الاقتصادية للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة، وذلك بواسطة خبراء مؤسسة التمويل الدولية في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق أقل تقدماً في العالم، فهذه الأسواق ظهرت استجابة للطلب المحلي على رؤوس الأموال وكذا نتيجة لرغبة العديد من المستثمرين المحليين والأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نمواً، حيث أثبتت عمليات الإصلاح في الدول النامية إلى جانب عوامل أخرى، حدوث تدفقات مالية ضخمة لمجموعة من الدول النامية كانت عاملاً مهماً لنموها ولتوضيح كل هذا سنتناول في هذا المبحث:

المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية الناشئة وخصائصها

المطلب الثاني: العوامل التي أدت إلى تدفقات الاستثمار الأجنبية للدول الناشئة

المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي في أسواق المال الناشئة

المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة

في هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم الأسواق المالية الناشئة وأهم خصائصها

الفرع الأول: المقصود بالأسواق المالية الناشئة:

بدأ استخدام مصطلح الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الأدبيات الاقتصادية منذ عام 1981 عندما أعدت مؤسسة التمويل الدولية قاعدة بيانات عن الأسواق المالية في الدول النامية لتكون بمثابة دليل للاستثمار في تلك الأسواق من قبل المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء. وفقاً لتعريف مؤسسة التمويل الدولية بشأن الأسواق الناشئة فهي " تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم"¹.

وتصنف الأسواق الناشئة حسب هذه المؤسسة إذا توفر فيها أحد الشرطين:

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام.

- إذا كان هذا السوق نفسه بصدده نمو

أي هي تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الصناعية الكبرى وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة للأسهم.²

¹ - عمر محمد عثمان صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، 1995، ص 86.

² - وليد أحمد صافي: مرجع سابق، ص 90.

ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني بينما السوق اليابانية أعدت ناشئة في الستينات والسبعينات.

الجدول رقم(20): اهم الدول الناشئة حتى 2008.

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

Source: S 26 P, Emerging Markets. Dat a base, 2008.

إن مفهوم الأسواق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي مر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل:

المرحلة الأولى (مرحلة النمو): تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار
- ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة
- تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، أي هي بداية استخدام سوق الأوراق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم لنمو الاقتصادي للدولة ومن أمثلة الدولة التي تمر بهذه المرحلة هي زيمبابوي، وشرق أوروبا مثل بولندا.

المرحلة الثانية (الانفتاح): خلال هذه المرحلة تكون سوق الأوراق المالية أكثر نشاطا، حيث تؤدي الضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل لتخصيص تكلفة رأس

المال إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة، وفي هذه المرحلة تحسن السوق من قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المتداولة في السوق، ولكنه مع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة للاقتصاد والدولة، وإن كان يتزايد الاعتماد عليه كمصدر تمويل ومن أمثلتها، البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

المرحلة الثالثة (مرحلة التطور): وتتميز هذه المرحلة بـ:

- تقدم هذه السوق عوائد أكثر ارتفاعا وأقل تذبذبا.
 - يحصل المستثمرون بسهولة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع، أي زيادة حركة التداول، الأمر الذي يخلق زيادة من الوساطة الناجحة، كما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطية المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات ووصلت إلى هذه المرحلة كل من أسواق الأرجنتين، البرازيل، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك وفنزويلا.
- المرحلة الرابعة (مرحلة النضج):** أو المرحلة النهائية والتي تعبر عن نضج السوق وتتميز بمايلي:

- ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة من أنشطة المتاجرة
- استقرار السوق ونموه
- تكون علاوات المخاطرة تنافسية على المستوى الدولي
- احترام السوق للمعايير الدولية المعروفة، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين، وفي هذه المرحلة تتميز بحجم مقارنتها بالأسواق المتقدمة وأمثلة على ذلك هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة، وتايوان.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة:

يمكن تقسيم الخصائص التي تتميز بها الأسواق الناشئة إلى قسمين وذلك على النحو التالي:

أولا-معايير درجة تقدم ونضج السوق:

هناك مجموعة من المعايير تم الاتفاق عليها يتم على أساسها قياس درجة تقدم ونضج السوق، منها حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز

1-حجم السوق: يتم قياس حجم سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرين هما:

أ- **معدل رأس المال السوقي:** ويتمثل الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى أن بورصة جنوب افريقيا الأولى وبينما تأتي بورصة نيجيريا في المرتبة الأخيرة¹. ووفقا لمؤشر حجم السوق حيث هناك افتراض

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 39.

قائم بأن حجم السوق من حيث رأس المال السوقي يرتبط ارتباطاً طردياً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

ووفقاً لتقسيم مؤسسة التمويل الدولية بشأن تقسيم الأسواق الناشئة طبقاً لرأس المال فإنه توجد أربعة مجموعات على النحو التالي:¹

- المجموعة الأولى: يبلغ رأس مالها السوقي أقل من 10 مليار دولار
 - المجموعة الثانية: يتراوح رأسمالها السوقي بين 10 مليار دولار وحتى 100 مليار دولار
 - المجموعة الثالثة: وفيها رأس المال السوقي يتراوح من 100 مليار دولار حتى تريليون دولار
 - المجموعة الرابعة: وهي التي يبلغ رأس مالها السوقي أكثر من تريليون دولار.
- جدول رقم(21): راس المال السوقي في أسواق الأوراق المالية الناشئة والمتقدمة خلال الفترة

1998-1989

الأرقام : بالمليون دولار

البيان السنوات	أسواق ناشئة	متقدمة	اجمالي	الأسواق الناشئة من الاجمالي %
1989	745	10967	11712	6.4
1990	613	8748	9397	6.5
1991	907	10434	1132	8
1992	1000	9913	10923	9.15
1993	1288	12337	14016	13.04
1994	1913	13210	15124	12.6
1995	1929	15859	17788	10.8
1996	2273	17139	20412	11.13
1997	2200	21317	23518	9.35
1998	1908	25553	27463	6.94

LA Source: IFC, Emerging , stock Markets, foct book, 1999.

ونلاحظ من هذا الجدول أن الرسملة السوقية قد ازدادت من 745 مليون دولار في عام 1989 إلى أن وصلت إلى أعلى قيمة لها في سنة 1996 إلى 2273 مليون دولار ، ونلاحظ أيضاً الفرق الكبير بين الرسملة السوقية في الأسواق المتقدمة والناشئة ، اما النسبة الإجمالية نرى أن أعلى نسبة من إجمالي رأس المال السوقي لأسهم العالم بلغت 12.4% في عام 1994 ثم أخذت تتناقص حتى

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

وصلت إلى 7% عام 1998 ، ويرجع ذلك إلى حدوث الأزمة المالية في كلاً من المكسيك سنة 1994 وأيضاً في دول جنوب شرق آسيا في سنة 1997 ، اللتان أدتا إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في تلك الأسواق.

أما من سنة 1999 إلى 2011 فنلاحظ تطور القيمة السوقية لبعض الأسواق الناشئة والمتقدمة (انظر الملحق رقم "01") ، وعلى الرغم من التطور المستمر لهذه القيمة في البلدان الناشئة خاصة في الصين والبرازيل ، إلا أنها تبقى بعيدة عن الأسواق المتقدمة خاصة لوم ا ، وتجدر الإشارة إلى أن جميع الأسواق الممثلة في هذا الملحق تأثرت قيمتها السوقية بالأزمة المالية 2008 وذلك بانخفاضها الحاد ، ولكن سرعان ما تعافت فيما بعد ، أما عن البورصة المصرية فتطورت هذه القيمة بشكل ملحوظ ثم تدهورت في الأعوام الأخيرة بسبب الأزمة المالية العالمية والأحداث السياسية الأخيرة ، بحيث تبقى هي أضعف البورصات الناشئة الموجودة في الملحق .

ب- الشركات المسجلة:

يدل عدد الشركات المسجلة في البورصة على كبر حجم السوق ، وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية في المرتبة الأولى من حيث عدد الشركات المسجلة بنحو 8450 شركة ، تليها الهند بعدد شركات يبلغ 5843 شركة بينما تأتي زيمبابوي في المرتبة الأخيرة بعدد شركات يبلغ نحو 57 شركات كما هو مبين في الجدول التالي.

جدول رقم (22): عدد الشركات المسجلة بأسواق أوراق المالية خلال الفترة من 1989-1998

البيان	أسواق ناشئة	متقدمة	اجمالي
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

Source: IFC, Emerging , stock Markets, fact book, 1999.

ومن الجدول أعلاه نلاحظ تزايد كبير في الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة حيث انتقل هذا العدد في عام 1989 ، من 8700 شركة إلى 26350 شركة في عام 1998 أي أصبح يفوق عدد الشركات في الأسواق المتقدمة.

ولكن ومن خلال الملحق رقم (02) والذي يبين عدد الشركات المدرجة في بعض الاسواق الناشئة والمتقدمة، نلاحظ أيضا تزايد الشركات المستمر في كلا السوقين مع الفارق الكبير لصالح الاسواق المتقدمة خاصة الو م ا اما مصر فنلاحظ الانخفاض المستمر في عدد الشركات المدرجة حتى اصبحت اقلها عددا.

2-درجة السيولة: ويقصد بدرجة سيولة السوق كما قلنا سابقا القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ويسر، أي القدرة على الدخول والخروج من وإلى السوق بسهولة بتكاليف أقل ، وهناك مؤشرين لقياس درجة السيولة هما:

أ- **قيمة التداول:** هي مبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (23): قيمة التداول في أسواق رأس المال الناشئة والمتقدمة

الأرقام بالمليار دولار

البيان السنوات	أسواق ناشئة	متقدمة	اجمالي	الأسواق الناشئة من الاجمالي %
1989	1169	6298	7467	15.6
1990	899	4614	5513	16.3
1991	615	4403	5018	16.2
1992	631	4151	4782	13.2
1993	1103	6090	7183	15.3
1994	1665	7156	7721	18.8
1995	1042	9176	10218	10.02
1996	1510	16105	13615	11
1997	2666	16818	19484	13.6
1998	1956	20917	22873	8.5

Source: IFC, Emerging , stock Markets, foct book, 1999.

ويشير الجدول إلى أن قيمة التداول في الأسواق المالية الناشئة قد بلغت في 1989، 1169 مليار دولار وأخذت في التزايد إلى أن وصلت إلى 16.5 مليار دولار في عام 1994، ولكن مع حدوث الأزمة المالية في المكسيك وحدث انهيار في قيمة عملتها الوطنية ، أخذت قيمة التداول في أسواق المالية الناشئة في التراجع حيث بلغت قيمة التداول في عام 1995 إلى 1042 مليار دولار ثم

أخذت في التزايد إلى أن بلغت في عام 1997 وما حدث من تدهور قيمة العملة المحلية لتلك الدول أدت إلى تراجع قيمة التداول وبلغت 1956 مليار دولار عام 1998 أي بنسبة انخفاض بلغت 27%. وأما الفترة 1999-2011 نلاحظ من خلال الملحق رقم (03)، ارتفاع المستمر لقيمة التداول في الاسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء ولكن الاسواق المتقدمة تبقى اكبر قيمة من الدول الناشئة باستثناء الصين والتي بلغت عام 2011 ما قيمته 7671.36 مليار دولار، اما معدل التداول كما هو مبين في نفس الملحق، فنلاحظ ايضا التطور الكبير في جميع الدول بدون استثناء أي زيادة اهمية السوق المالية في تمويل الاقتصاد خاصة في الاسواق الناشئة، ونلاحظ ايضا التأثير الكبير لهذا المعدل بالأزمة العالمية 2008 خاصة الدول المتقدمة فأصبحت معدلاتها تقريبا تتساوى مع الناشئة وفي بعض الاحيان تتعدها، مثال على ذلك كوريا الجنوبية والتي وصل معدل التداول فيها الى 182.12 متفوقة على الدول المتقدمة ما عدا الوم اما مصر فيلاحظ ضعف هذا المعدل وهذا يدل على ضعف مساهمة البورصة في تمويل الاقتصاد خاصة بعد الازمة المالية 2008.

ب- معدل الدوران : وهذا المعدل يقيس درجة نشاط السوق ، فمن الممكن أن تكون السوق صغيرة ولكن معدل الدوران فيها مرتفع ، مما يعني وجود كم كبير من التعاملات والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى ازدياد درجة سيولة السوق.

وكون السوق ناشئة أم لا، لا يعني أن الأسواق المتقدمة معدل الدوران بها أعلى منه في الأسواق الناشئة فقد نجد العكس 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 الدوران¹.

ف نجد أن معدل الدوران بلغ في تايوان 323% في كوريا الجنوبية بلغ 176.2% وفي تركيا بلغ 169.9% بينما كان معدل دوران السوق في الولايات المتحدة الأمريكية في ذات العام 1998 106.2%، بالرغم من ان 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 والسريعة ، بعكس المستثمر في الأسواق المتقدمة والذي هدفه تملك أسهم الشركات نظرا لتمتع هذه الشركات بمركز مالي قوي وربحية مرتفعة وامتزادة بعكس حال الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة . وهذا ينطبق في الفترة 1999-2011 حيث مازالت بعض الاسواق الناشئة معدل الدوران فيها اكثر من الدول المتقدمة خاصة كوريا الجنوبية والصين كما هو مبين في الملحق رقم(04).

¹ - عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 49.

الجدول رقم(24): بيان أعلى عشرة أسواق ناشئة من حيث معدل الدوران لعام 1998

السوق	معدل الدوران
تايوان	323
كوريا الجنوبية	176.2
تركيا	169.9
الصين	130.1
استونيا	116.9
بلغاريا	111.3
باكستان	111.1
البرتغال	93.4
اليونان	86.3
سلوفاكيا	74.3

Source: IFC, Emerging , stock Markets, fact book, 1999.

3-درجة التركيز : تقاس درجة التركيز بمدى مساهمة أكبر عشرة 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 متوسط نصيب أكبر عشر شركات في قيمة التداول في الأسواق الناشئة 42% بينما نجدها في الأسواق المتقدمة تبلغ 12% وذلك عام 1995¹. 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 أفريقيا والشرق الأوسط 43.6%². وهذا الارتفاع في نسبة التركيز يعني ارتفاع نسب المخاطرة المتعلقة بالاستثمار في تلك الأسواق حيث إن التقلبات في أسعار تلك الأسهم تجعل الأسواق عرضة للتقلبات وأنواع المضاربة مما يقلل من كفاءة السوق.

¹ - هالة حلمي السعيد: الأسواق المالية النامية ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، مرجع سابق، ص 28.

² - محمد عبد المطلب بدوي: مرجع سابق، ص ص 49، 51.

ثانياً- الخصائص التي توضح المنافع والمخاطر:¹

توفر الأسواق الناشئة للمستثمرين من الدول المتقدمة امكانية تحقيق عائدات أعلى وتوزيع أكبر مما هو متاح أمامهم في حالة قيامهم بالاستثمار في أسواقهم المحلية ، ويتعلق بالمنافع التي تجلبها الاستثمارات في الأسواق الناشئة ، ومخاطر وأعباءها المحتملة.

1- المنافع والفوائد:

ويمكن بيان المنافع التي تجلبها الاستثمارات في الأسواق الناشئة على النحو التالي:

أ- الاستفادة من النمو الاقتصادي في الدول النامية

يعمل المستثمرون على الاستفادة من معدلات النمو المرتفعة التي تتحقق في الدول الناشئة وذلك استناداً إلى تجربة النور الآسيوية حيث حققت معدلات نمو أكبر مما تحقق في الدول المتقدمة. وتشير البيانات المتوفرة عن الأسواق الناشئة والمنشورة من قبل مؤسسات دولية أنها تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى ، وقد وفرت بعض هذه الأسواق عائداً على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة ، كما يشير تقرير صندوق النقد الدولي لعام 1998 إلى أن العائد المتوقع على الاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة محسوبا عن طريق قسمة السعر على العائد مع الأخذ بعين الاعتبار النمو المتوقع ، هنا العائد تعدى مثيله في الأسواق المتقدمة.

ب- تنوع المحفظة الاستثمارية:

يلجأ المستثمر بصفة عامة إلى تنوع محفظته الاستثمارية بهدف تنوع المخاطر التي قد يتعرض لها في حالة توجيه استثماره في ورقة مالية واحدة لذا يعتبر التنوع من العناصر الأساسية في إستراتيجية الاستثمار الدولي ، إذ أن تنوع الأصول بين الدول على العديد من الأوراق المالية يؤدي إلى الحد من التقلبات ومن ثم الحد من المخاطر التي قد تتعرض لها استثمارات المحفظة.

وقد أشار بعض الاقتصاديين إلى أن المكاسب الناجمة عن تنوع الاستثمار في الأوراق المالية بين الدول المتقدمة تضاعف إلى حد كبير ، ويرجع ذلك إلى زيادة التكامل والاعتماد المتبادل بين هذه الأسواق ، في حين إن درجة الارتباط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة ضعيفة لذا فإن توجيه جزء من موارد المحفظة الاستثمارية إلى الأسواق الناشئة يؤدي إلى الاستفادة من مزايا التنوع الدولي.

هذا ويلاحظ أن السوق الناشئة الواحدة تميل أن تكون حركتها منفصلة عن حركة الأسواق الناشئة الأخرى ، ومن ثم توافر ميزة كبيرة لتنوع المحفظة المالية بأكثر من استثمار في أكثر من سوق ناشئ لذلك فإن المحفظة تحقق درجة تنوع أكبر عندما تتكون تلك المحفظة من أصول تم انتقاؤها من

¹ - هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية وفي ظل العولمة، مرجع سابق ، ص ص 24، 35.

الأسواق الناشئة المختلفة بدلا من تركيزها في سوق ناشئ واحد وتوجيه الاستثمارات إلى الأسواق المتقدمة.

2- مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة:

تتعرض الاستثمارات بصفة عامة للعديد من المخاطر ولكن الاستثمار في الأسواق الناشئة يعرضها بمخاطر كثيرة، عما تتعرض له في حالة توجهها للاستثمار في الأسواق المتقدمة ولكن تضيف المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الناشئة على النحو التالي:

أ- التقلبات:

يقصد بالتقلبات درجة الانحرافات في عوائد السوق عن التقديرات المعدة لتلك العوائد عن فترة زمنية تقدر باثنتي عشرة شهرا، ويشير الاقتصاديون إلى أن انخفاض درجة التقلبات يعد مؤشر على درجة نضج السوق وتقدمه، وتعد الأسواق الناشئة أكثر تقلبا بوجه عام عن معظم الأسواق المتقدمة وترجع التقلبات في أسعار الأوراق المالية في الأسواق الناشئة إلى عدة أسباب منها:

- افتقار الأسواق الناشئة إلى الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة بهدف الحد من المضاربات.

- ممارسات التداول الداخلي التي يقوم بها العاملون بالبورصات.

- افتقار اقتصاديات الأسواق الناشئة إلى التنوع فعندما ينخفض الطلب على إحدى السلع أو يتعرض قطاع مسيطر للضغط فمن الممكن أن تتأثر سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر مما يكون عليه الحال في اقتصاد يتميز بالتنوع.

ب- إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي:

على الرغم من انفتاح الأسواق الناشئة أمام الاستثمارات الأجنبية إلا أنها مازالت تضع قيودا شديدة على دخول وخروج رأس المال الأجنبي، أو تضع قيود على حركة النقد الأجنبي مما يوجد صعوبة في تحويل الأموال إلى داخل وخارج الدولة، وقد تناقصت القيود على الاستثمار الأجنبي في كثير من الأسواق، إلا أنه مازال هناك عدد كبير من الدول يحتفظ ببعض القيود منها تحديد نسبة الاستثمار الأجنبي في شركة ما.

ج- المعلومات والتكاليف الإدارية:

يرجع ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأسواق الناشئة عنها في الأسواق المتقدمة إلى ارتفاع التكاليف المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية مثل عمولات السماسرة ورسوم الحفظ والضريبة، التي قد تفرض كنسبة من إجمالي قيمة التعامل، كذلك فإن عدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية واشتراطات الإفصاح والقواعد التنظيمية من الممكن أن تحدث ما يسمى بالمخاطر الإدارية وهذا الوضع ينطبق على كثير من الدول المتقدمة وينطبق ذلك بوجه خاص على الأسواق الناشئة، ولذلك فإن المستثمرين

في الأسواق الناشئة يعتمدون بدرجة أقل من الأسواق المتقدمة على البيانات المنشورة عن الشركات التي يستثمرون فيها.

د- مخاطر السيولة:

يقصد بالسيولة هنا كمية وحجم التداول للأوراق المالية في البورصة، فزيادة حجم التداول يمكن المستثمرين من الحصول على الأوراق المالية المرغوبة وبأسعار عادلة وفي حالة وجود رغبة في البيع لا يتعرضون لضغوط سعرية.

وفي الأسواق الناشئة هناك نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة ولا تكون في الواقع معروضة للتداول لأنها مملوكة للحكومة أو البنوك أو العائلات، ومن ثم فإن تلك القطاعات المالكة للأسهم قد تحجم عن عرض ما يملك من أسهم بغية الاحتفاظ بالملكية دون وجود مساهمين، وما يترتب على ذلك من وجود حقوق لهم في إدارة المشروع، وهو ما يؤثر في حجم سيولة السوق والتقليل من حجم المعروض من الأوراق المالية المتداولة.

هـ- مخاطر سعر الصرف:

تتضمن تشكيلة المحفظة الاستثمارية في الأسواق الناشئة لأصول مقومة بعملة أجنبية (عملة الدولة المستثمر فيها) ، ومن ثم فهي معرضة لمخاطر انخفاض قيمة العملة التي يتم تقويم الاستثمار بها ، وبالتالي انخفاض العائد المتولد عن الاستثمار في تلك السوق الناشئة ، ومن الممكن أن تأخذ المخاطر اتجاه عكسي بمعنى ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمر (عملة الدولة المستثمر فيها) بما يؤدي إلى تولد عوائد غير متوقعة.

وهذا وترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة ويرجع ذلك نتيجة لعدم تمتع الكثير من تلك الدول بالاستقرار الاقتصادي ، لاسيما بسبب وجود معدلات من التضخم المحلي مما يؤدي إلى خفض العملة ، ومن ثم تتعرض الاستثمارات الأجنبية القائمة لخسارة متوقعة نتيجة انخفاض العملة المحلية ، وذلك الأمر ينطبق بصفة خاصة على أمريكا اللاتينية حين كانت المستويات غير العادلة من التضخم مصحوبة بانخفاض مستمر في قيمة العملة في مواجهة الدولار وغيره من العملات الرئيسية ، مما أدى إلى تحقيق الاستثمارات الأجنبية لخسائر نتيجة التخفيضات المتوالية التي تمت على أسعار صرف تلك العملات.

كما تأثرت البورصات الآسيوية تأثيرا شديدا بأزمة العملة التي حدثت في تلك الدول فحدوث ارتفاع في التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يؤدي الى تآكل شديد لمحفظة المستثمرين وتلك المخاطر تظهر بوضوح في الكثير من الأسواق الناشئة .

ب-6- المخاطر السياسية:

يؤدي شعور المستثمرين بعدم الاستقرار السياسي الذي ينجم عن حدوث الثورات أو الانقلابات العسكرية أو قيام الحكومة في كثير من الأسواق الناشئة من التدخل في حركة الاقتصاد بوجه عام وفي أسواق رأس المال بوجه خاص، ما ينتج عنه احتمال اتخاذ الحكومة لإجراءات معاكسة تؤثر في الأداء كما أن هناك مخاطر تتعلق بتدخل الحكومة كثيرا في الاقتصاد، وهو ما يسمى بفساد الموظفين مما يجعل الحاجة إلى تقديم رشاوي شكلا من أشكال المخاطر السياسية.

ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص بعض الخصائص الهامة عن الأسواق الناشئة وهي:

- الحجم الصغير لهذه الأسواق من خلال مؤشر رسملة البورصة ومؤشر عدد الشركات المسجلة بالمقارنة مع الأسواق المتقدمة.
- تتميز الأسواق الناشئة بارتفاع درجة السيولة، وهذا كما لاحظنا من خلال معدل الدوران الذي تعدى حتى الأسواق المتقدمة.
- درجة التركيز العالية التي تتميز بها الأسواق الناشئة على عكس الأسواق المتقدمة.
- التطور السريع الذي عرفته الأسواق الناشئة من خلال معدلات النمو المرتفعة، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه البورصات.
- قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية.

المطلب الثاني: العوامل المساعدة على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال الناشئة

تظهر التدفقات الرأسمالية عندما تكون هناك حالة عدم توازن بين الادخار والاستثمار بين الدول، وتتأثر التدفقات الرأسمالية بالسياسات الاقتصادية والوضع المالي في الدولة المضيفة للاستثمارات.

وتمثلت أهم العوامل المحددة لتدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الناشئة في مجموعتين:

الفرع الأول: العوامل الخارجية (عوامل الدفع): ومن أهم هذه العوامل:

أولاً- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية (خاصة السوق الأمريكية):¹

ففي بداية التسعينات حدث انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل في معظم الدول المتقدمة نتيجة للتخفيضات الكبرى في أسعار الخصم التي أجرتها السلطات النقدية في العديد من هذه الدول (كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية من تخفيض لخدمة الدين الخارجي على الديون ذات أسعار الفائدة المعومة)، ذلك بهدف تنشيط الاستثمار ورفع معدل النمو أو المحافظة على بقائه عند مستوى مرتفع دون التأثير بالاتجاهات الانكماشية الناتجة عن الأزمات المالية الدولية.

¹ - عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص ص 84، 85.

ولقد نتج عن انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل انخفاض العوائد على الاستثمارات الأخرى، فعلى سبيل المثال انخفضت أسعار الخصم في الولايات المتحدة الأمريكية من 7% عام 1989 حتى بلغت 0.75% عام 2011، وفي المملكة المتحدة فقد انخفض سعر الخصم من 13.88% عام 1989 حتى بلغ أدناه عام 2011 بنحو 0.5%، كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم(25) : تطور سعر الخصم في كلا من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة خلال الفترة 1989 حتى 2011.

السنة	1989	2007	2008	2009	2010	2011
الو م ا	7	6.25	2.25	0.5	0.75	0.75
المملكة المتحدة	13.88	5.5	5	0.5	0.5	0.5

المصدر : التقرير السنوي ، البنك المركزي المصري ، اعداد متفرقة.

ولقد أدى انخفاض العوائد على الاستثمار في الأسواق المتقدمة إلى اتجاه المستثمرين بتلك الدول للتحويل إلى مصادر استثمار بديلة للحصول على عوائد أعلى ، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظرا لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة.

ثانيا- التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة:

بههدف تشجيع الاستثمار في أسواقها المالية ، شرعت العديد من الدول في إجراء تعديلات واستحداث تشريعات بهدف تخفيض تكلفة المعاملات في اسواقها ووصول مقترضي الدول النامية إلى أسواقها المالية في الدول المتقدمة ،وقد ترتب على تلك التغييرات حدوث تغييرات في المناخ الاستثماري بأسواق تلك الدول ، فقد قامت الدول المتقدمة بتقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية المصدرة من طرف الأجانب لجذب المزيد من تلك الاستثمارات ، كما تم تبسيط معايير التقييم المتعلقة بإصدار السندات في السوق الياباني ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت المادة (44 أ) والتي تسمح لمصدري الأوراق المالية للأجانب سبل أسهل للوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية وإجراءاتها في تسجيل كل الأوراق المصدرة ، وقد ترتب على ذلك زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة .

ثالثا – زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية :

يترتب على زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية تقليل درجة المخاطر، وتظهر أهمية الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي في محفظه الأوراق المالية خصوصا لمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، مثل صناديق المعاشات ، شركات التأمين ، حيث أن تلك المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي ، وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذو الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وألمانيا وفرنسا والمملكة المتحدة من حوالي 4.8 % من أصولهم

عام 1980 إلى 9.1% من أصولهم عام 1996، وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق رأس المال الناشئة ما يعادل 4.1% من القيمة السوقية لكل أسواق رأس المال الناشئة ، ويفضل المستثمرون ذو الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية الاستثمار في اسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأقصى في حين يفضل المستثمرون ذو الطابع المؤسسي في اليابان اسواق الأوراق المالية لجنوب شرق آسيا.

الفرع الثاني: العوامل الداخلية (عوامل الجذب): وتتمثل هذه العوامل في عنصرين:
أولاً- عوامل الجذب المتعلقة باقتصاديات الدول الناشئة:

وتتعلق هذه العوامل بالدور الذي يمارسه الأداء الاقتصادي في التأثير على مستوى النمو المالي وبالتالي على تطور سوق الأوراق المالية ويتمثل فيما يلي:

1- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

تتمتع غالبية الدول النامية بثروات طبيعية لم تحسن استغلالها بما يمكنها من تحقيق معدلات نمو مرتفعة، فتحقيق معدلات مرتفعة من النمو تعتبر من العوامل التي تشجع على الاستثمار في تلك الدول، ولعل أبرز مثال على ذلك دول جنوب شرق آسيا التي حققت معدلات نمو مرتفعة بلغت في المتوسط 7% خلال فترة الستينات وحتى الثمانينات ، وفي العشر سنوات الاخيرة تباينت الفروق بين الدول المتقدمة والدول الناشئة فيما يخص معدلات النمو الاقتصادي فقد جاءت لصالح الدول الناشئة ولذا عززت قدراتها في جذب المستثمر الاجنبي والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم(26) : معدلات النمو في الدول المتقدمة والناشئة التغيير السنوي(%)

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002-1993	
3.1	3.7-	0.1	2.8	3.1	2.8	3.1	1.9	2.8	الدول المتقدمة
7.3	2.8	6	8.9	8.2	7.3	7.5	6.2	4.1	الدول النامية والناشئة

المصدر: صندوق النقد الدولي، افاق الاقتصاد العالمي 2011.

ومع إنشاء منظمة التجارة العالمية والاتجاه نحو تحرير التجارة الدولية اصبحت تلك الأسواق مصدر جذب للاستثمارات الأجنبية نظرا لانخفاض تكلفة العمالة بها ،مما يوفر لها ميزة تنافسية بما يؤدي إلى ارتفاع ربحية الاستثمار في تلك الأسواق، سواء كانت استثمارات مباشرة في شكل إقامة العديد من الشركات الاقتصادية أو استثمارات غير مباشرة عن طريق أسواق رأس المال وهذا ما يعكس زيادة الثقة في هذه الأسواق ودرجة نشاطها.

2- اتباع سياسة الخصخصة:

يعد وجود سوقا للأوراق المالية نشطة من أهم المتطلبات لنجاح وتدعيم أساليب الخصخصة المتبعة ، وذلك لجذب المدخرات المحلية والخارجية، كذلك يعتبر الاتجاه نحو القطاع الخاص والعمل على تشجيعه في بعض المجالات من أهم الأدوات التي تعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية ، وبالتالي فإن العلاقة بين سياسة الخصخصة ووجود سوقا للأوراق المالية نشطة هي علاقة تبادلية ، فالخصخصة ادت إلى اجتذاب حجم هائل من تدفقات المحفظة إلى الأسواق الناشئة حيث بلغت نسبة المستثمرين الأجانب في الشركات التي تم خصصتها بدول الأسواق الناشئة نحو 19.6% من إجمالي قيمة هذه الشركات خلال الفترة من 1991 حتى 1997.¹

إن اتجاه دول الأسواق الناشئة إلى انتهاج برامج لخصخصة أصول شركاتها أدى إلى زيادة المعروض في هذه الأسواق وتنويعها ، وهو ما أتاح فرصا للمستثمرين المحليين والدوليين لاقتناص الفرص فيها ، وبالتالي أدى إلى نمو هذه الأسواق ورفع قيمة التعاملات بها بمعدلات مرتفعة وجعلها تجتذب كثيرا من الاستثمارات في أسواق رأس المال.

3- انخفاض معدلات التضخم:

إن خفض معدلات التضخم يعتبر واحدا من أهم الأهداف التي سعت برامج الإصلاح الاقتصادي بالدول النامية إلى تحقيقها نظرا لما في ذلك من آثار ايجابية على اقتصاد الكلي، والجدول التالي يوضح تطور معدلات التضخم في دول الأسواق الناشئة والدول المتقدمة.

جدول رقم (27): معدلات التضخم في الدول الناشئة

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002-1993	
2	0.7	3.9	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1	2.4	الدول المتقدمة
4.4	3.8	10.3	6.3	6	6	4.4	4.3	8.2	الدول النامية والناشئة

المصدر : صندوق النقد الدولي ، تقرير افاق الاقتصاد العالمي 2011.

نلاحظ من الجدول ان معدلات التضخم في الدول الناشئة لم تصل بعد الى معدلات مثيلاتها في الدول المتقدمة ،ولكن نلاحظ انخفاضها من 8.2 كمتوسط في الفترة 2002-1993 الى 4.4 سنة 2010 ،وهذا بالطبع من نتائج برامج الإصلاح التي قامت بها الدول النامية في التسعينات ،وهذا ما يحفز رؤوس الاموال الاجنبية للدخول الى هذه الدول.

¹ - البنك الدولي، تقرير التنمية البشرية عن العالم عام 1997.

4- استقرار أسعار الصرف:

هناك علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الصرف وبين تدفقات الاستثمار الأجنبي بصفة خاصة الاستثمار في سوق الأوراق المالية ،فكلما انخفضت تقلبات سعر الصرف كلما أدى ذلك إلى اطمئنان المستثمر الأجنبي وإلى تدفق المزيد من الاستثمار الأجنبي .
فإذا تم تقدير قيمة استثمارات بصافي قيمة التدفقات النقدية (بعد إبعاد أثر الضرائب) فإن تقلبات سعر الصرف قد يؤدي إلى تقليل هذه القيمة بالعملة المحلية (في حالة انخفاض العملة) ، وقد ينتج عن هذا الاستثمار خسارة بعد أن كان مكسبا قبل أخذ خفض قيمة العملة في الاعتبار .
وقد عملت الكثير من دول الأسواق الناشئة على استقرار أسعار صرف عملاتها مقابل العملات الأخرى - خاصة الدولار - لجذب المزيد من الاستثمارات لهذه الأسواق ، على أن استقرار الصرف في كثير من هذه الدول كان يعتبر نظاما إداريا يخفي وراءه تقييم لعملة البلد بأقل من قيمتها ،وعندما تتكشف مراكز النقد الأجنبي بهذه الدول ويتضح للمستثمرين أن العملة مقومة بأكثر من قيمتها تتجه رؤوس الأموال للتدفق للخارج، وهو ما ينعكس على حدوث أزمات مالية على غرار ما حدث في أزمة المكسيك وجنوب شرق آسيا.

ثانيا- عوامل الجذب المتعلقة بأسواق رأس المال:

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

- 1- ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي: وهذا ما يميز الأسواق الناشئة ففي بعض الأحيان يفوق حتى معدل النمو في الأسواق المتقدمة (كما رأينا سابقا) ، رغم أن نسبة رأس المال السوقي في الأسواق الناشئة إلى أن رأس المال السوقي في الأسواق المتقدمة تعتبر صغيرة ، ويعكس هذا التزايد المستثمر في هذا المعدل، اهتمام المستثمرين الأجانب بالفرص المتاحة بهذه الأسواق.
- 2- ارتفاع معدل نمو قيمة التداول: أيضا هذا المعدل يفوق مثيله في الأسواق المتقدمة وهو ما يؤكد زيادة الأهمية النسبية لهذه الأسواق ويعكس الاتجاه المتزايد لدى المستثمرين الدوليين لحيازة أصول مالية مصدرها في هذه الأسواق.
- 3- ارتفاع عوائد الاستثمار والأرباح: وتتميز الأسواق الناشئة بارتفاع العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي يتحقق بالأسواق المتقدمة، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة نتيجة أن هذه الأسواق تتسم بالحساسية والتقلبات ،وأيضا لعدم توافر كفاءة نظام المعلومات بها، لهذا لا يقبل المستثمرون على الاستثمار بهذه الأسواق إلا عند تقديم عوائد مرتفعة على الاستثمار بها.

المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي على الأسواق الناشئة:

رغم أن أسواق الأوراق المالية الناشئة لها أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية لهذه الدول، إلا أنها تحمل معها مخاطر قد تؤثر على اقتصاديات الدول النامية، لأن طبيعة الاستثمار في هذه الأسواق ترتفع فيه مخاطر التدفق العكسي في الأجل القصير، بمقارنة مع الأشكال الأخرى من الاستثمار، حيث تتميز هذه الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال الناشئة بأن جزءا كبيرا منها يعتبر أموالا ساخنة، أي أنها شديدة الحساسية للتقلبات في سعر الفائدة وسعر الصرف، وبالتالي فمن الممكن حدوث تدفق عكسي للأموال المستثمرة بشكل فجائي، إذا قرر المستثمرون الأجانب ذلك وتحويل أموالهم إلى الدولة التي يستثمرون بها أموالهم، وهذا لعدة أسباب منها:¹

الفرع الأول - انخفاض قيمة العملة:

قد يحدث انخفاض في قيمة العملة ربما نتيجة مضاربة مصرفية أو نقدية يقوم بها الأجانب، أو قد تكون نتيجة لانخفاض في أسعار بعض سلع التصدير الرئيسية أو ارتفاع في بعض أسعار السلع الاستيراد الرئيسية، وهو ما يترتب عليه انخفاض في تدفقات رأس المال إلى الداخل ويؤدي ذلك الأمر إلى دفع المستثمرين في أسواق رأس المال إلى تحويل أموالهم خارج البلاد وقد يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع الأصول المحلية التي يملكونها ويشترى بحصيلتها عملة أجنبية.

وفي حالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار، نظرا لانخفاض مستوى الاحتياطيات الأجنبية فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات وتصبح تلك التقلبات في أسعار الصرف مصدرا خطرا لعدم التأكد، مما يعوق الاستثمار الأجنبي والمحلي.

الفرع الثاني - ارتفاع أسعار الفائدة العالمية:

تثير الزيادة في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية احتمال وقوع أزمة مصرفية في البلدان النامية وذلك لعدة أسباب من أهمها:

- يتعين على المصارف في البلدان النامية أن ترفع أسعار فوائدها حتى تحافظ على استثمارات مستثمرين البلدان الصناعية الذين يستطيعون تحقيق عوائد أعلى في بلدانهم حينئذ، ويتم تحميل التكاليف على عاتق المقترضين المحليين، مما يزيد من احتمالات الاعسار.
- تقترض شركات كثيرة في البلدان الناشئة من مصارف خارج البلد وعندما يكون هذا الاقتراض واسع الانتشار، فإن الزيادات في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية تخلق أزمة للاقتصاد الكلي حيث تترك الشركات عاجزة عن سداد قروضها للمصارف المحلية علاوة على المصارف الأجنبية، ويؤدي الرفع في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية إلى انخفاض قيمة أسعار

¹ محمد عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 86-87.

الصرف في البلدان النامية ، بحيث يحتاج المقترضون المحليون إلى مزيد من النقد المحلي لتسديد ديونهم بالنقد الأجنبي.

- يمكن أن تلحق هجمات المضاربة أضراراً جسيمة باستقرار النظام المصرفي للبلد النامي وتحدث هجمة المضاربة على نقد ما عندما يحول المودعون الأجانب والمحليون أموالهم فجأة من المصارف المحلية إلى نقد أجنبي، ونتيجة لذلك يواجه النظام المصرفي في كثير من الأحيان تدافعا على سحب الايداعات، وتحدث هذه الهجمات نتيجة لتلقي المستثمرون معلومات تؤثر على جاذبية الإبقاء على أموالهم داخل البلد.

إن حدوث أحد أو بعض هذه العوامل تدفع المستثمرين إلى تحويل أموالهم خارج البلاد وبيع الأصول المحلية التي يملكونها ليشتروا بحصيلتها عملة أجنبية ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض مؤشر الأسعار بالبورصة.

الفرع الثالث : عدوى انتقال أزمة من دولة إلى الدولة المستثمر فيها الأموال:

إن الأزمات التي بدأت في المكسيك خلال عام 1994 وتايلاند 1997، انتشرت بسرعة في أنحاء العالم، وكان لهذه الأزمات تأثير كبير على الأسواق المالية في العالم. وتنتقل العدوى المالية بعدة أسباب فقد تبدأ سلسلة الأحداث ببلد يشهد خفصاً في قيمة عملته ، وبالتالي يصبح من الأرخص على المستهلكين الأجانب أن يشتروا صادرات هذا البلد من البيع، وتجد البلدان الأخرى التي تصدر نفس السلع نفسها في موقف تنافسي سيئ ، وعندئذ تتعرض البلدان الأخيرة لضغوط تخفيض سعر صرفها.

وثمة سبب آخر للعدوى من خلال صناديق الاستثمار المشتركة، حيث يمكن لمدراء هذه الصناديق أن ينشروا التقلبات المالية بطرق عديدة منها:

كثيراً ما يوزع مدراء صناديق الأسواق الناشئة حوافظهم عبر بلدان مختلفة طبقاً لنسب مئوية محددة سلفاً، وعندما تنخفض قيمة الاستثمار في أحد البلدان ، وقد تكون استجابة أحد المدراء لذلك في بيع الأرصدة في أسواق ناشئة أخرى لإعادة موازنة الحافظة فتتخفص أسعار الأسهم.

وقد يتعرض مدراء الصناديق الذي يواجهون خسائر من جراء الاستثمار في أحد البلدان لمشكلات السيولة تضطرهم إلى بيع استثماراتهم في أسواق أخرى.

يجد المستثمرون صعوبة وبخاصة في الأسواق الناشئة في جمع المعلومات عن الأفاق المرتقبة لشركة أو بلد ما مسألة مكلفة ، وتشجع هذه الصعوبة على سلوك القطيع، فيفترض بأن تخلص أحد المستثمرين من رصيده يرجع إلى أنباء لم تعرف بعد على نطاق واسع، ومن ثم يفسر المستثمرون هذا العمل على أنه إشارة إلى بيع ما في حوزتهم ، كما أن بعض المعلومات تشجع المستثمرين على اعتبار أنباء سوء الأداء في أحد الأسواق الناشئة على ان الأنباء السيئة وشيكة في أسواق محتملة.

وهكذا يتضح أن مخاطر الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الناشئة وتأثيرها على اقتصادياتها، فالتدفق العكسي للأموال الأجنبية المستثمرة ، قد يؤدي إلى أزمة سعر الصرف ، وأيضاً ميزان المدفوعات وانهيار مفاجئ للأسعار في السوق قد يؤدي إلى انهيار في الثروة.

المبحث الثاني: ماهية الأزمات المالية:

تخضع الأزمات المالية في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها على مختلف الأزمات ، غير أن الابتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية قد أضافت بعض العوامل والمخاوف الجديدة التي يحتمل أن تزيد من مخاطر وقوع الأزمات ، و انتشار آثارها المعدية على الصعيد الدولي وتناولنا في هذا المبحث:

التعرف على الأزمة المالية وأهم أسبابها وفي الأخير أنواع الأزمات.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

هناك عدة تعاريف للأزمات المالية وهي كما يلي:

التعريف الأول: " هي حالة تمس اسواق البورصة واسواق الائتمان لبلد معين او مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في اثارها على الاقتصاد مسببة بدورها ازمة اقتصاديه ثم انكماش اقتصادي، عادة ما يصاحبهما انحصار في القروض وأزمات في السيولة النقدية، وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في اسواق المال " ¹.

التعريف الثاني: " الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية ينجم عن عدم التفاعل والانسجام بين السياستين المالية والنقدية، وسياسات الاستثمار يؤدي إلى فوضى اقتصادية وإفلاس العديد من المصارف وشركات التأمين والوساطة وإلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي " ².

إذا يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تعبر عن انهيار شامل للنظام المالي بشقيه النقدي والبورصي ، فالأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية ، وأسعار الصرف أي أنها تعكس انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انعكاس حاد على النشاط الاقتصادي الكلي.

¹ الداودي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مداخلة في اطار مؤتمر: الازمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام

الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، يومي 13-14 مارس 2009، ص 3.

² - بن زاوي نسرين، أثر العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال ، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، المركز الجامعي، أم البواقي،

الجزائر سنة 2006/2007، ص 141.

المطلب الأول: أسباب الازمات المالية

وتتعدد أسباب الأزمات المالية التي يمكن تلخيصها فيما يلي:¹

الفرع الأول- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت انخفاض التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة العالمية لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، ودرجة جاذبيتها ويقدر ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث الأزمات المالية.

أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

الفرع الثاني- اضطرابات القطاع المالي:

شكل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهايار أسواق الأوراق المالية، القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال فترة الثمانينات والتسعينات توسعا كبيرا، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي، بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية، فمن ناحية أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا

¹ - ناجي التركي، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 29، ماي 2004، ص 08/04.

الجنوبية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري ، كما حدث في أزمة مالية في تايلندا، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية ، حصول انتعاش كبير في منح القروض ، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضا الدول الصناعية مثلا فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الانتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينات والتسعينات ، وتتمثل الاضطرابات في :

أولا-عدم تلاءم أصول وخصوم المصارف:

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين الأصول والخصوم المصارف خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية .

ثانيا- تحرر مالي غير وقائي:

إن التحرير المتسارع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية ، فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، وعموما فإن تجارب الدول النامية دلت على اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي خصوصا خلال المرحلة الانتقالية .

ثالثا- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي :

تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية ، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس مال المصرف ، وتظهر الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرضت لأزمات مالية أنه في أكثر من 28 دولة منها كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الأزمة .

الفرع الثالث- تشوه نظام الحوافز :

دلت التجارب العالمية على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها ، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وإن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ

القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان ، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف في السنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف التنظيم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى ، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها .

الفرع الرابع - سياسات سعر الصرف :

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية ، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطة النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية ، حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي و حدوث أزمة العملة مثال حالة المكسيك والأرجنتين ، وقد ينتج من أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وإرتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي ، وفي المقابل وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي .

المطلب الثالث - أنواع الأزمات المالية:

كما أشير سابقاً فإن الأزمة المالية غالباً هي عبارة عن أزمة سيولة نقدية ثم تتفاقم إلى أزمة مالية وبعدها تمتد لتغطي كل الأنشطة الاقتصادية الأخرى، فما هي أنواع الأزمات المالية من خلال ما سبق؟ الفرع الاول- أزمة بنوك (أزمة مصرفية) : وكما هو واضح عن المسمى فتقصد بها الأزمة التي تواجه البنوك وتنتج تلك الأزمة في حالة مواجهة البنك لعمليات سحب مفاجئ من قبل المودعين بشكل يعجز عنه البنك من مواجهة طلبات السحب المفاجئ ، كما قد تنشأ تلك الأزمة في حالة إخفاق البنك في القيام بأدائه على أكمل وجه.¹

ومن الملاحظ أن الأزمات التي تواجه البنوك في الدول المتقدمة اما ترجع إلى قصور تلك البنوك في الاضطلاع بمهامها على النحو اللازم وذلك مثل الأزمات التي حدثت في عقد الثمانينات والتسعينات في فنلندا والنرويج والسويد .

بينما نجد أن الأزمات المصرفية التي حلت بالدول النامية فيرجع إلى السحب المفاجئ من قبل المودعين . مثلما حدث في الثمانينات والتسعينات في الأرجنتين وتايلندا وتركيا .

¹ عمر يوسف عبد الله عبابنة، الازمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي اسلامي، عالم الكتاب الحديث، اريد، الاردن، 2011، ص20.

ومن الجديد بالذكر أن حالات السحب الكبيرة للودائع في اندونيسيا كانت عقب الإفصاح عن وجود مشكلات متعلقة بجانب الأصول بميزانيات تلك البنوك ،وتزايد الشكوك حول قدرة العملة الوطنية على الاحتفاظ بقيمتها ،ومن ثم فإن عمليات السحب المفاجئ للودائع من البنوك ينجم عن المشكلات التي تواجه البنوك ولست سببا في تلك المشكلات.

الفرع الثاني-أزمة العملة (أسعار الصرف):

يرتبط حدوث هذه الأزمة بهجمة المضاربة على قيمة عملة ما، مما يؤدي إلى خفض قيمة هذه العملة (أو هبوط قيمتها بشكل حاد) ، أو إجبار السلطات على الدفاع عنها عن طريق انفاق كم هائل من الاحتياطيات الدولية أو اللجوء الى رفع أسعار الفائدة بشكل حاد.¹

وتساهم أنواع نظم سعر الصرف المختلفة في توفير حوافز مختلفة لرؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل ، والتي يمكن أن تؤثر في حدوث أزمات مالية ، ففي ظل نظام سعر الصرف الثابت (أو المحدد إداريا) فإن ذلك يوفر ضمانا للمستثمرين الأجانب بأنهم يستطيعون تجاهل مخاطر التغيرات في سعر الصرف ،وهو ما يشجع تدفق رؤوس الأموال للداخل ومن المحتمل أن تزيد من اعتماد الاقتصاد على رؤوس الأموال قصيرة الأجل، إلا أن هذا النظام يحمل في طياته مخاطر عديدة يتمثل أهمها في تقييم العملة بأكثر من قيمتها ، وعندما ينكشف ذلك للمستثمرين ، فالأرجح أن يحدث تدفق كبير لرؤوس الأموال للخارج، وحينئذ قد يتعرض النظام الاقتصادي للأزمة المالية تؤثر على أدائه بصفة عامة ، وفي المقابل توفر نظم سعر الصرف المرن حوافز للمستثمرين لكي يأخذوا مخاطر سعر الصرف في الحسبان ولا تتضمن هذه النظم أي حماية ضد الانخفاض في سعر الصرف ، كما أن نظم سعر الصرف المرن توفر الخيارات لصناع السياسات عندما يواجهون زيادة كبيرة في التدفقات الداخلة في الأسواق لتصحيح سياساتها بسرعة للحد من تقلب أسعار الصرف.

الفرع الثالث- أزمات أسواق المال " حالة الفقاعات":

أحيانا كثيرة تحدث العديد من الأزمات المالية في أسواق المال نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعة ويحدث ذلك حينما ترتفع أسعار الأصول بشكل يفوق قيمتها الحقيقية ، وبشكل غير مبرر ويكون ذلك عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالسهم مثلا- هو الربح المتحقق عن ارتفاع سعره، وليس بسبب إمكانية هذا الأصل من توليد الدخل المستمر، وفي مثل هذه الحالات يصبح انهيار أسعار الأصول مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص190.

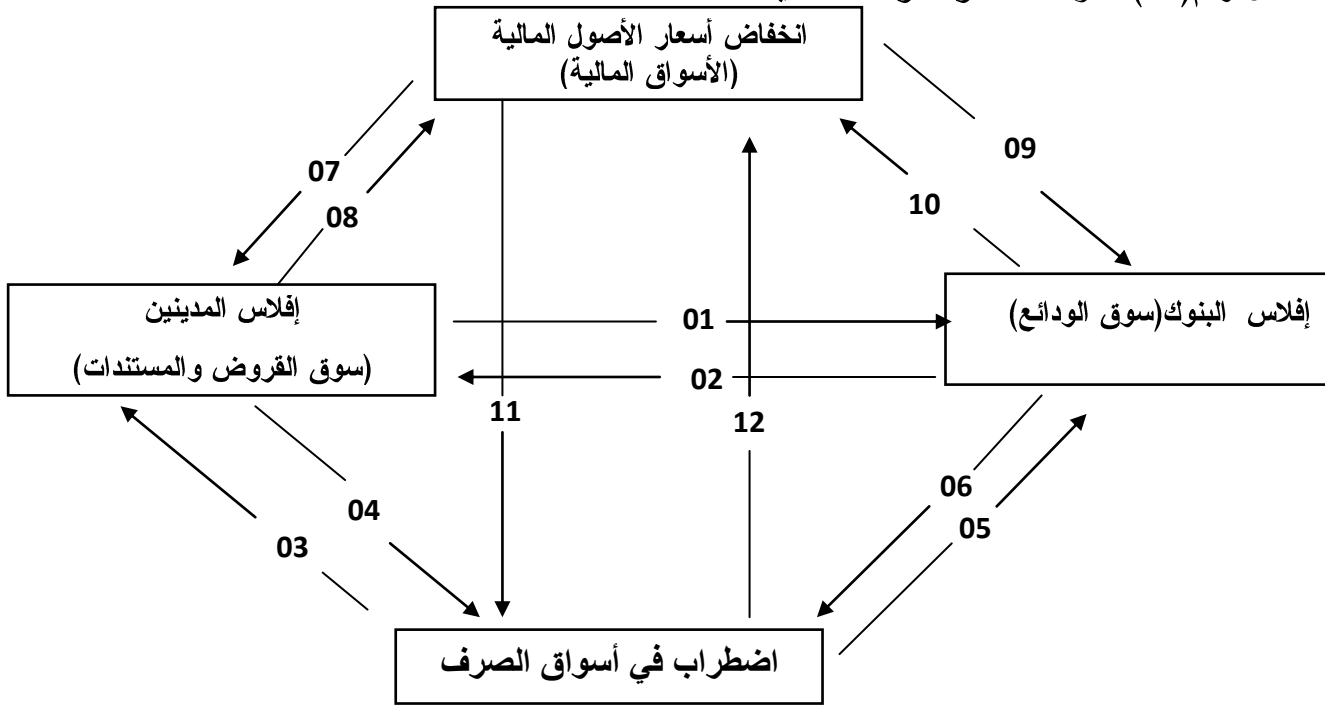
نفس القطاع أو القطاعات الأخرى ، حتى الى الدول الأخرى بسبب الترابط بين أسواق رأس المال العالمية.¹

الفرع الرابع- أزمة الدين الخارجي:

وتحدث عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز عن الوفاء بخدمة الدين الخارجي سواء للكيانات السيادية أو الخاصة.

وغالبا ما ترجع الأزمات بأشكالها المختلفة إلى أصول مشتركة هي تراكم الاختلالات الاقتصادية واختلالات أسعار الأصول أو أسعار الصرف، الأمر الذي يحدث في معظم الأحوال في ظل التشوهات وجوانب الجمود الهيكلي التي تصيب القطاع المالي ، فقد تنفجر الأزمة نتيجة لفقدان الثقة المفاجئ في العملة او الجهاز المصرفي، وفي بعض الأحيان قد يجتمع في آن واحد عوامل أزمات العملة والمصرفية وأزمات الديون مثلما حدث في الأزمة المالية في شرق آسيا ، وكذلك المكسيك 1994، أو يبدأ بأزمة معينة وينتقل إلى أخرى أو العكس، ، وهذا ما سنتناوله من خلال تحليل قنوات انتشار الأزمات المالية وذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(05): قنوات انتشار الازمات المالية



المصدر: بن علال ثابت، مرجع سابق، ص 74.

¹ - عباس كاظم جواد الفياض، الخصخصة وتأثيرها على الاقتصاد العراقي ، أطروحة دكتوراه، العراق، 2010، ص 176.

حيث يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لانتشار الأزمات المالية، بين مختلف الأسواق سوق القروض، سوق رأس المال، سوق الودائع وأسواق الصرف وهي كما يلي:¹

القناة رقم 01: وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي ، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول ، قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من إحتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية 1982 .

القناة رقم 02: وتبين الحالة العكسية للقناة الأولى ، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى إنخفاض تقديم القروض إلى المدينين ، وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك ، والشاهد على ذلك ما حدث في أزمة المصرفية في الولايات المتحدة الأمريكية 1929.

القناة رقم 03: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلف المستثمرون عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى .

القناة رقم 04: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة الكميات المعروضة للبيع .

القناة رقم 05: قد يؤدي تخفيض العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف ، وهو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة رقم 06: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات إلتزامات مع الخارج خاصة ، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذي يقومون بعمليات مع الخارج .

القناة رقم 07 و 08: وتمثل الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث ، بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم .

القناة رقم 09 و 10: وتعتبر عن إنتقال أزمة البنوك إلى أسواق رأس المال والعكس ، حيث أن عدد كبير من البنوك يعتبر كمتعاملين في سوق رأس المال ، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أسواق مالية كما أن البنوك ، خاصة في الدول المتقدمة يملك حصة كبيرة من رسملة سوق رأس المال .

القناتين رقم 11 و 12: وتصف كيف يمكن لأزمة أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة أسواق رأس المال العكس، فمثلا عند تخفيض العملة ، يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويعملون للتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة.

وعليه فالأزمة إنما تكون أزمة مالية مهمة إذا أصابها اضطراب كبير في كامل متغيرات النظام وهو ما جعل النقداويين يميزون بين الأزمات المالية الحقيقية التي نحن بصدها الآن، وبين الأزمات

²بين ثابت علال، مرجع سابق، ص 75.

المالية المزيفة أو أشباه الأزمات التي تنحصر في مجرد تقلبات في أسعار الأصول المالية وحجم التداول دون أن تصاحب ذلك انعكاسات نظامية على مجمل النظام المالي .

المبحث الثالث: الأزمات المالية في دول جنوب شرق آسيا

تعتبر دول جنوب شرق آسيا من الدول التي كان يشار إليها من قبل المؤسسات الاقتصادية بالنموذج الذي يحتذى به ، باعتبارها قدمت تجربة رائدة في مجال التنمية الاقتصادية حيث انتهجت في تحقيقها مجموعة من السياسات التنموية قائمة في الأساس على الاعتماد على الصناعات التصديرية.

وبالطبع هذه النهضة الاقتصادية امتدت إلى الأسواق المالية في هذه الدول جعلتها محط الأنظار من قبل مختلف المستثمرين في العالم ، ولاسيما الاستثمار في مجال الأوراق المالية ولكن الأمور تغيرت وأصبحت مكمنا للخطر وبصفة خاصة للمستثمرين في مجال الأسواق المالية العالمية والإقليمية وهذا ما سنبينه في هذا المبحث.

المطلب الأول: دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة:

قبل التطرق إلى عوامل نجاح هذه الدول يجب أولاً التعريف بهذه الدول حيث يقصد بدول جنوب شرق آسيا ما يعرف بالنمور الأربعة التقليدية (وهي كوريا ، هونغ كونغ، سنغافورة، وتايوان)، والنمور الأربعة الحديثة (وهي ماليزيا، اندونيسيا، وتايلندا ، والفلبين)، إذ على مدى ما يقرب من ربع قرن من الزمان استطاعت هذه الدول أن تقفز من قائمة أفقر دول العالم لتصل إلى مصاف الدول الصناعية ،فقد تمكنت تلك الدول من تحقيق النمو بسرعة تزيد على ضعف باقي منطقة آسيا وعلى ثلاثة أمثال سرعة النمو في دول أمريكا اللاتينية ، وعلى خمسة أمثال سرعة النمو في جنوب الصحراء بإفريقيا ، وخلال تلك الفترة تضاعف متوسط الدخل الفردي في كوريا عشر مرات وخمسة مرات في تايلندا وأربع أمثال في ماليزيا¹.

ومن المعلوم أن تجارب النمو الاقتصادي في هذه الدول وما حققته من إنجازات باهرة في غضون آجال متوسطة ، كان محط أعجاب وانبهار من قبل كثير من الاقتصاديين والخبراء في سائر بلاد العالم الثالث ، وكان خبراء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي يتحدثون عنها كنماذج يتعين الاقتداء بها، وكم من دراسات عديدة كان يغلب عليها طابع الدعاية لترويج هذه التجارب مثل دراسة البنك الدولي عن المعجزة الآسيوية التي صدرت عام 1994.

الفرع الأول: عوامل نجاح دول جنوب شرق آسيا:

هناك العديد من العوامل تضافرت لإنجاح تجربة النمور الأربعة ، فيها ما هو محلي وآخر متعلق بالخارج.

¹ - عاطف وليد أندرواس، مرجع سابق، ص 170.

أولاً-عوامل النجاح محلياً:¹

1- ظروف الوفرة والندرة النسبية للموارد الطبيعية والبشرية

فيما يتعلق بهذا النوع من العوامل يأتي في الصدارة عنصر العمل الرخيص فحينما بدأت هذه الدول تجربتها الانمائية في الخمسينات كانت كلها تعاني من البطالة ، حيث كانت أسواق العمل تعج بأعداد هائلة من القادرين عن العمل والراغبين فيه والباحثين عنه عند سعر الأجر السائد ومع ذلك لا يجدون فرصا للعمل، ومما فاقم معدلات البطالة حالة الركود الاقتصادي الذي خيم على هذه الدول ، وارتفاع معدل نموها السكاني ، وقد كانت حكومات هذه الدول على وعي تام بأهمية هذه الوفرة النسبية التي يملكها في عنصر العمل ، فلجأت إلى استثمار هذه الميزة ، والاستفادة منها في الصناعات التصديرية كثيفة العمالة وذات الأجر الرخيص (مثل المنسوجات والملابس)، ولدعم هذه الميزة واستثمارها لأطول فترة ممكنة حرصت الحكومات على مايلي:

- توفير الغذاء الضروري بأسعار رخيصة باعتبارها محددًا رئيسياً لمعدل الأجر.
- حرمان العمال من تنظيماتهم النقابية والسياسية التي تدافع عن مصالحهم.
- تطبيق سياسات مالية ونقدية صارمة لتحاشي الوقوع في التضخم ،ذلك حتى يمكن المحافظة على معدل الأجر الحقيقي ثابتاً بقدر الإمكان.
- عدم وجود قوانين للحد الأدنى للأجور وعدم وجود مشروعات كافية للضمان الاجتماعي ، وعدم التشدد في مراعاة ساعات العمل التي كان القانون يحددها بثمانية ساعات، لكن أصحاب الأعمال كانوا يجبرون العمال على العمل لساعات أطول دون جزاء معقول، كل هذه السياسات ساهمت في جعل متوسط الأجر في هذه الدول منخفضاً جداً مقارنة بباقي دول العالم، وهو أمر كان يجعل متوسط التكلفة للمنتجات الصناعية التحويلية كثيفة العمالة منخفضاً للغاية.
- فعلى سبيل المثال حالة سنغافورة فقد وجد أنه عند تساوي الإنتاجية ، فإن متوسط الأجر الشهري الذي يتقاضاه العامل الصناعي في سنغافورة في عام 1985 حوالي 342 دولار، وهو ما كان يعادل 17% من زميله في الولايات المتحدة الأمريكية و هولندا ،وحوالي 23% من أجر مثيلته في اليابان) كما هو مبين في الجدول أدناه).

¹ - رمزي زكي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية، دار الهدى للثقافة والنشر، ط1، سوريا، 2000، ص ص

جدول رقم (28): مقارنة متوسط بين أجر عامل الصناعي في سنغافورة والدول الرأسمالية عام 1985.

الدولة	الأجر الشهري للعامل بالدولار	نسبة متوسط أجر العامل في سنغافورة إلى متوسط الأجر في الدول الصناعية
الو.م.أ	1984	17.2 %
فرنسا	1039	33 %
هولندا	2001	17.2 %
ألمانيا الغربية	2369	24.9 %
بريطانيا	1165	29.2 %
اليابان	1458	23.4 %
سنغافورة	342	100 %

المصدر: رمزي زكي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية، مرجع سابق، 2000، ص 24.

وفيما عدا وفرة عنصر العمل الرخيص، فإن هذه الدول كانت تتسم بندرة واضحة في مواردها الطبيعية ، حيث لا تتوفر فيها مواد خام أو موارد للطاقة يعتد بها، كما أن القطاع الزراعي كان هزيبا في كل من هونغ كونغ وسنغافورة، وكان اعتمادها على الخارج يكاد يكون كاملا في تدبير المواد الغذائية والمواد الخام الزراعية وفي ضوء هذه الندرة الشديدة في الموارد الطبيعية تم الاعتماد على استراتيجية انمائية محددة فحواها الاعتماد على مجموعة معينة من الصناعات التصديرية التي تقوم على استيراد المواد الخام من الخارج وتصنيعها في الداخل معتمدة في ذلك على الوفرة النسبية لعنصر العمل الرخيص، وقد أدى ذلك إلى ظهور العجز في الميزان التجاري خلال المراحل الأولى من النمو لكن حكومات هذه الدول كانت على وعي تام بخطورة ترك هذا العجز لكي ينمو عاما بعد آخر، نظرا بما كان يكسبه من حصار وتهديد للتجربة برمتها ، ولهذا وضعت الحكومات نصب أعينها إن نجاح التجربة سيتطلب - وحتى لا تحاصرهما أزمات العملة والديون الخارجية- أن تصل إلى مرحلة تسبق فيها معدلات نمو الصادرات معدلات نمو الواردات، وهي المرحلة التي وصلت إليها جميع هذه الدول في العقد السابع من القرن العشرين، فيما اندفعت صادراتها من منتجات الصناعة التحويلية تغزو مختلف أسواق العالم، وخاصة بعد تحول كوريا الجنوبية وتايوان من التركيز على صناعة بدائل الواردات إلى التركيز على صناعات التصدير، أما في حالة هونغ كونغ وسنغافورة فإنهما قد بدأتا بالتركز على صناعات التصدير في البداية، حيث لم تكن سوقها المحلية صغيرة الحجم سكانيا وجغرافيا تسمح بإقامة أي نوع من التصنيع، بسبب عدم إمكان الاستفادة من وفورات الحجم الكبير ،ومهما يكن

من أمر فقد وفر انخفاض كلفة عنصر العمل ميزة نسبية لا يستهان بها للصناعات التصديرية في دعم مواقع المنافسة العالمية بمنتجاتها.

حقا انه في المراحل الأولى من النمو، وبسبب حالة التخلف والركود والفقير التي سيطرت على هذه الدول ، كان عنصر العمل فيها غير مؤهل تأهيلا فنيا يعتد به، حيث كان يغلب على القوى العاملة سيطرة عنصر العمل العادي والبسيط، ومع ذلك ركزت الصناعات التحويلية التي تم اختيارها آنذاك على كيفية استثمار هذه العمالة غير الماهرة ذات الأجر الرخيص، فبعد تدريب بسيط أمكن استخدام هذا النوع من العمالة، يكفي في هذا الخصوص أن نعلم أنه في عام 1974 كان 82.15% من إجمالي العمالة في هونغ كونغ التي تعمل في قطاع الصناعة التحويلية (التي تستوعب 37% من السكان الناشطين اقتصاديا) كانوا من العمالة البسيطة غير الماهرة ، وهذا يؤكد على حقيقة مهمة، وهي أنه حتى ولو كان عنصر العمل غير ماهر ،ولكنه متوافر نسبيا فإنه من الممكن استخدامه في المراحل الأولى من النمو في عدة مجالات مهمة ، سواء كان ذلك في الصناعات التحويلية كثيفة العمالة أو بناء مشروعات البنية التحتية.

2- السياسات الاقتصادية الكلية المتبعة في هذه الدول:

أما فيما يتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية المتبعة في هذه الدول ، كانت ذات تأثير ايجابي في خلق البيئة الاقتصادية المحلية المناسبة ، فهي تعكس الدور البالغ الأهمية الذي لعبه جهاز الدولة في إنجاح تجربة النمر الأربعة بالرغم من أن الإطار العام لهذه التجربة كان هو الليبرالية الاقتصادية وحرية السوق ، وبشكل عام أهم الأدوار التي لعبتها الدولة في كل هذه الدول هي كما يلي:

- هناك أولا الدور الذي قامت به الدولة في مجال بناء شبكة البنية التحتية على درجة عالية من التقدم والكفاءة ، فوفرت بذلك الكثير من الخدمات الأساسية المطلوبة لنماء الصناعات المحلية والنشاط التصديري، وقد تجلى ذلك في إقامة شبكة الطرق والجسور، ومحطات المياه والكهرباء، واستخدام أفضل المعدات والأجهزة ووسائل الاتصالات الحديثة مع العالم الخارجي لتحقيق السيوولة والسرعة في معاملات التجارة الخارجية.
- الاهتمام المكثف الذي أولته الدولة للاستثمار في العنصر البشري، وهو ما تجلى في زيادة نسبية مخصصات الإنفاق العام على التعليم والصحة والإسكان والاهتمام بسياسة التعليم والبحث العلمي والتكنولوجي.
- السياسات المالية المختارة بدقة لمحاربة شبح التضخم في هذه الدول.
- العناية الخاصة التي أولتها الدولة لقطاع الصادرات لمكانته الإرتكازية في تجارب هذه الدول وذلك بتطبيق سياسات مختلفة منها، الحرص على استقرار أسعار الصرف ضمن إطار معقول

- من المرونة وإعفاء المواد الوسيطة والسلع الإنتاجية المستوردة اللازمة للصناعات التصديرية من الرسوم الجمركية، ووفرت التسهيلات المصرفية لتشجيع الصادرات.
- حرصت الدولة لتجنب الوقوع في فخ المديونية الخارجية (هو أمر ميز هذه التجربة عن سائر تجارب الدول النامية قبل وقوع الأزمة 1997).
 - حرصت حكومات هذه الدول على تكوين قدر كبير من الاحتياطات الدولية لتحاشر مخاطر التخفيض الاضطراري للقيمة الخارجية لعملاتها ، وكانت هذه السياسة ذكية، وفرت لهذه الدول استقرار في أسعار صرف عملاتها وعملت على دعم السمعة الدولية في أسواق النقد الدولية.
 - عمدت الحكومات في هذه الدول على انتهاج سياسة واعية لتشجيع جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها وتهيئة المناخ المناسب لها كي تحقق معدلات مرتفعة للربح تغريها على المجيء.

ثانيا- الظروف العالمية المواتية:

- لا يمكن الارتكاز فقط على العوامل المحلية السابقة لتفسير النجاح الباهر الذي حققته هذه الدول، فبالبيئة العالمية المواتية كان لها دور لا يقل أهمية عن دور العوامل المحلية وهي كما يلي:¹
- الدور الذي لعبته الحرب الباردة آنذاك بين المعسكرين (الاتحاد السوفياتي ، الو.م. أ) وما تمخض عن ذلك من استقطاب دولي حاد، ذلك أنه نظرا للموقع الجيوسياسي شديد الأهمية لهذه النور الأربعة ، حيث أنها جغرافيا تحاصر الصين الشعبية وعدد من الدول التي كانت اشتراكية في الجنوب، وفي ضوء تبعية أنظمة الحكم لهذه النور للغرب الرأسمالي آنذاك ، فقد بلغت هذه النور مقادير ضخمة من المساعدات المالية والفنية من قبل البلدان الصناعية الرأسمالية (الو.م.أ، بريطانيا)، وكثير منها على شكل هبات لا ترد، كما أن بعض هذه الدول كانت فيه مواقع عسكرية أمامية للغرب الرأسمالي، مما خفف من عبء الانفاق العسكري ومصاريف الدفاع عن كامل أنظمة الحكم في هذه الدول ، وبشكل عام حرص المعسكر الغربي الرأسمالي على تسريع النمو الاقتصادي وتحديثها لنموذج رأسمالي بديل للنموذج الاشتراكي المجاور لها.
 - هناك أيضا نظام النقد الدولي الذي كان يعمل آنذاك (وحتى بداية السبعينات) بشكل حسن، حيث وفر هذا النظام للنور الأربعة الإطار الملائم لنمو علاقاتها الاقتصادية الدولية ، فاستطاعت أن تدخل في صفقات تصدير واستيراد طويلة الأجل، وهي مطمئنة لعدم وجود تقلبات فجائية وحادة في أسعار الصرف.
 - استفادت النور الأربعة الآسيوية إستفادة كبيرة من التخفيضات الجمركية في إطار النظام العشري للتفضيلات الجمركية الذي أقرته اتفاقية الجات في أوائل السبعينات ، والحقيقة أنه ليس من قبل

¹ - رمزي زكي، المحنة الآسيوية، مرجع سابق، ص 29، 30.

المصادقة أن يكون النجاح الذي حققته هذه الدول في مجال التصنيع الموجه للتصدير معاصرا لتلك الحركة الواسعة من التخفيضات الجمركية التي أدت إلى نمو كبير في التجارة العالمية في عقدي الستينات والسبعينات، فلو لا امكانيات التصدير غير المعاق إلى البلدان الرأسمالية الصناعية ما كان من الممكن لتجربة النور الأربعة أن تشهد هذا النجاح الذي حققته.

ثالثا- دور القطاع المالي في تحقيق النمو في دول شرق آسيا:

كما سلف الذكر كان عماد التنمية في دول شرق آسيا هو تحقيق معدلات مرتفعة للادخار المحلي، وقد لعب النظام المالي في تلك الدول دورا هاما في حشد الموارد المالية وتخصيصها بين الاستثمارات المختلفة.

ولعل أهم ملامح القطاع المالي في دول شرق آسيا خلال فترات التنمية هو التدخل الحكومي، وقد أخذ التدخل الحكومي في دول شرق آسيا ثلاث من خلال:

1- خلق المؤسسات المالية:

عملت حكومات دول شرق آسيا على تشجيع المدخرات الوطنية من خلال خلق المؤسسات الوطنية وأهمها ما يلي:

أ- أنظمة الإيداع البريدي :

شكلت مؤسسات الإيداع البريدي أهمية كبرى في كل من اليابان وتايوان وكوريا وسنغافورة، ونجحت في جذب أموال صغار المدخرين ، حيث اتسعت شبكة تلك الأنظمة لتغطي المناطق الريفية التي لم تصل إليها الخدمات المصرفية والمالية، وهي بذلك أسهمت في حشد المدخرات الصغيرة غير المستعملة، وقد نجحت تلك المؤسسات في حشد موارد مالية ضخمة بلغت نحو 25% من مجموع المدخرات الوطنية في اليابان خلال خمسينات القرن الماضي، بينما بلغت ذات النسبة 20%، 12% في كل من تايوان وسنغافورة على التوالي

ب- بنوك التنمية:

أنشأت بعض حكومات دول شرق آسيا ما سمي ببنوك التنمية، والهدف من إنشاء تلك البنوك هو توفير التمويل طويل الأجل لبعض الأنشطة كالزراعة والإسكان والمشروعات الصغيرة ،وقد فضلت الحكومات البنوك على تنشيط أسواق الأوراق المالية للأسباب التالية:

- ترى تلك الحكومات أن البنوك لديها قدرة مؤسسية وحوافز لمراقبة أنشطة المقترضين وتزداد أهمية ذلك عندما لا توجد خدمات متطورة للتحليل المالي.
- يتيح إشراف تلك المؤسسات على المقترضين أن تقدر توقيت توسيع أو تحديد نطاق الائتمان.¹

¹ -عاطف وليد اندراوس،السياسات المالية واسواق الاوراق المالية،مرجع سابق، ص ص 175-176

2- تنظيم الأسواق المالية:

استخدمت حكومات دول شرق آسيا اللوائح التنظيمية والتحوطية لرفع المدخرات الوطنية وتأخذ لوائح تنظيم ورقابة النظام المالي ثلاث صور هي:

- لوائح تهدف إلى تثبيط الاستهلاك وذلك من خلال تحديد منح الائتمان الاستهلاكي لشراء السلع المعمرة والسيارات

- تنظيم البنوك والمؤسسات المالية للحفاظ على مسارها المالي:

إذ أن حكومات شرق آسيا عمدت في المراحل الأولى من عملية التنمية على تشجيع الجهاز المصرفي في مواجهة سوق الأوراق المالية، حيث امتلكت أو تحكمت بشكل مباشر في البنوك والمؤسسات المالية كما فرضت العديد من اللوائح التي تهدف إلى تعزيز درجة يسار البنوك والمؤسسات المالية، لعل أهمها:

* ضرورة استيفاء متطلبات كفاية راس المال وذلك لضمان عدم تجاوز الالتزامات الأصول

* استيفاء متطلبات تتعلق بالضمانات وذلك مقابل القروض التي تقدمها المؤسسات المالية، ويهدف ذلك إلى تخفيض المخاطر الناجمة عن عدم السداد.

* تقييد الإقراض بغرض المضاربة وذلك بسبب الآثار السلبية له.

* الإشراف المباشر على محافظ القروض في البنوك التجارية (فيما عدا إندونيسيا) للتأكد من عدم منح القروض لأفراد ومؤسسات لا تتمتع باليسر المالي.

* حماية البنوك من المنافسة حيث قيدت معظم حكومات دول شرق آسيا في المراحل الأولى من التنمية دخول منافسين جدد في القطاع المصرفي.

- لوائح تهدف إلى تحقيق الكبح المالي:

حافظت حكومات دول شرق آسيا على أسعار فائدة عند مستويات منخفضة مع إتاحة فرصة الوصول إلى الائتمان والصرف الأجنبي بتكلفة منخفضة. وقد أخذ الكبح المالي في دول شرق آسيا شكلا معتدلا بالمقارنة بالدول النامية الأخرى، ذلك أن المهمة الأساسية للكبح المالي في معظم الدول النامية كانت تهدف في غالبية الأحوال إلى المساعدة في تخفيض خدمة دين الحكومة والقطاع العام، في حين وجه الكبح المالي في دول شرق آسيا لمنفعة القطاع الخاص.

وقد نجحت سياسة الكبح المالي في تحويل الموارد المالية من المدخرين خصوصا قطاع العائلات الي المستثمرين قطاع الشركات، وقد ساعد علي تحقيق ذلك -الي جانب تخفيض اسعار الفائدة - وضع ضوابط وقيود على التدفقات الخارجة لرأس المال تلك القيود التي أسهمت في منع توجه أموال القطاع العائلي إلى الخارج.

ولعل أهم خاصية ميزت النظام المالي في دول شرق آسيا خصوصا خلال العقود الثلاثة الأخيرة من القرن الماضي هي تعاضم الوزن النسبي للجهاز المصرفي في مواجهة أسواق الأوراق المالية وانعكس ذلك على ارتفاع نسبة M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي. إذ وصلت تلك النسبة في عام 1995 إلى مستويات مرتفعة بلغت نحو 194%، 173%، 91%، 84%، 79% في كل من تاوان وهونغ كونغ وماليزيا وسنغافورة، وتايلاند على التوالي بينما سجل في كل من الفلبين وإندونيسيا نسبا متوسطة بلغت 50%، 48% على التوالي خلال نفس العام.

وخلال المراحل الأولى من التنمية كان على دول شرق آسيا أن تمول التراكم السريع لرأس المال المادي ولم تكن هناك وسيلة - في ظل تخلف اسواق الأوراق المالية - سوى الاعتماد على التمويل بالدين من خلال البنوك وغيرها من المؤسسات المالية، وقد انعكس ذلك على الهياكل التمويلية للشركات ومؤسسات الأعمال في دول شرق آسيا إذ ارتفع متوسط نسبة التمويل بالدين إلى حقوق الملكية في كوريا من 90% خلال الستينات إلى نحو 350% في منتصف الثمانينات قبل أن تتخفف إلى 300% في النصف الأول من تسعينات القرن الماضي، وتعاود ارتفاعها قبل الأزمة إلى 400% وقد زاد من تعقد الموقف طبيعة الديون المصرفية قصيرة الأجل في تلك الدول.

وبالرغم من ارتفاع قيمة رأس المال السوقي في أسواق الأوراق المالية في دول شرق آسيا خلال حقبة التسعينات وحتى عام 1997، إلا أن عديد من هذه الأسواق لم تنزل صغيرة نسبيا وغير متطورة .

وتجدر الإشارة إلى أن التوسع السريع للوساطة المصرفية في اقتصادات دول شرق آسيا، لم يواكبه تطور مماثل لنظم الرقابة واللوائح الإشرافية، مع ضعف قواعد الإفصاح وعدم وجود نظم للتأمين على الودائع (عدا الفلبين)، الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع نسبة القروض غير المؤداة بشكل رتب ضغوطا على أداء الجهاز المصرفي.

ومع عدم تطور أنظمة الإشراف والرقابة تزايد الاتجاه نحو الإقراض بغرض المضاربة في العقارات في كل من كوريا وماليزيا وتايلاند، وفي الأسهم في ماليزيا وفي الصرف الأجنبي في تايلاند.

وقد واكب ضعف البنية الأساسية المالية والتشريعية وغياب متطلبات الإفصاح في القطاع المالي تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات في العديد من دول شرق آسيا خلال التسعينات، بشكل أضاف المزيد من الضعف للنظام المالي.

وهكذا فإنه مع بداية تسعينات القرن الماضي وجدت في دول شرق آسيا نظما مالية تتصف أغلبها بالهشاشة وتحتوي العديد من جوانب الضعف أهمها:

- ضعف الهياكل الإشرافية والمؤسسية

- ارتفاع نسبة الديون / حقوق الملكية بشكل عرض الشركات والمؤسسات لمخاطر الإفلاس وعرض الدائنون كالبنوك لمخاطر الفشل المالي.
- أخذت الديون في تلك البلدان شكلا قصير الأجل ، ووجهت نسبة كبيرة منها لتمويل أنشطة المضاربة في العقارات والأصول المالية والصرف الأجنبي
- ضعف أسواق الاوراق المالية
- تحرير حساب راس المال دونما تكون البنية التحتية للنظام المالي مستعدة لاستقبال ذلك التطور، ومع ارتفاع معدلات العائد في تلك الدول مقارنة بالدول الأخرى ، زادت تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) بحثا عن العوائد السريعة والمرتفعة.
- وإلى جانب ما تقدم ، اتسم النظام السياسي في تلك الدول (عدا هونغ كونغ) بوجود حكومات استبدادية، أتاح لها ضغطها على الحريات الفردية مجالا واسعا لاتباع استراتيجيات اقتصادية غير محسوبة ،واقترن ذلك في بعض الدول خصوصا كوريا وسنغافورة وإندونيسيا بالمحسوبية وعلاقات الفساد بين الحكومة ودوائر الأعمال.¹
- وقد رتب كل ما سبق ومهد لحدوث الأزمة المالية في دول شرق آسيا عام 1997، الأمر الذي سيكون محلا للدراسة في الاجزاء الموالية.

الفرع الثاني: مؤشرات نمو اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا

وللتأكيد على الانجازات والنمو السريع لهذه الدول سنبين ما جاء سلفا من نجاحات هذه الدول. فيتأكد لنا حجم الانجازات المتميزة التي حققتها دول جنوب شرق آسيا بمتابعة المؤشرات الاقتصادية الإجمالية لهذه الدول فقد حققت دول الآسيان معدلا سنويا لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (وفقا لأسعار عام 1990) نسبته 7.5% خلال الفترة 1980-1995 مقارنة بمعدل سنوي نسبته 2.4% في كل من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية ودول أمريكا اللاتينية ، مما أدى إلى زيادة الوزن النسبي للناتج المحلي الإجمالي لمجموعة هذه الدول إلى نحو 2.2% من إجمالي الناتج العالمي ، بما فيه دول شرق أوربا ودول الاتحاد السوفياتي سابقا في عام 1995، بعد أن كان هذا الوزن النسبي يقدر بنحو 1.6% فقط من الناتج العالمي دون الدول الإشتراكية ودول الاتحاد السوفياتي سابقا في عام 1980.

وفي الجداول التالية تبين للمؤشرات الاقتصادية التي حققت لبعض الدول الاقتصادية التي توصف ذات التقدم الصناعي الحديث وهي ماليزيا ، تايلندا، إندونيسيا، الفلبين وكوريا:

¹ عاطف وليد اندراوس، اسواق الاوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، الطبعة الاولى، 2008، ص(259-264)بتصرف.

الفصل الرابع — أسواق الأوراق المالية الناشئة والأزمات المالية المرتبطة بها

الجدول رقم (29): متوسط نمو الناتج المحلي الاجمالي (%)

المؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90
ماليزيا	-	7.5	7.3	5.9	5.9	8.9
اندونيسيا	4.9	8	7.4	5.6	5.6	7.1
كوريا الجنوبية	9.6	9	7.5	6.7	9.5	7.8
تايلاندا	9.1	6.4	7.4	5.5	9.1	8.9
الفلبين	5.1	5.8	6.3	0.18-	2.7	2.4

Source :IMF,International financial statistics,april 1994,and april 1999.

الجدول رقم (30):نسبة الاستثمارات إلى الناتج المحلي(%)

المؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-1990
ماليزيا	15	22	25	34	28	36
اندونيسيا	9	17	21	27	32	34
كوريا الجنوبية	22	23	29	29	31	37
تايلاندا	22	23	25	24	28	40
الفلبين	17	18	25	26	19	22

Source :IMF,International financial statistics,april 1994,and april 1999.

الجدول رقم (31):الدين الخارجي(بالمليون دولار)

المؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90
ماليزيا	-	-	6611	6611	19128.8	23512
اندونيسيا	-	-	20944	20944	54508	82548
كوريا الجنوبية	-	-	29480	19480	38007	44124.6
تايلاندا	-	-	8297	8297	22440	42127.8
الفلبين	-	-	17417	29266	32609	57

Source :IMF,International financial statistics,april 1994,and april 1999.

الفصل الرابع — أسواق الأوراق المالية الناشئة والأزمات المالية المرتبطة بها

الجدول رقم(32):نسبة عجز الموازنة العامة /ناتج المحلي الاجمالي(%)

المؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90
ماليزيا	4.72-	6.8-	8.83-	13.3-	6.3-	0.4-
اندونيسيا	-	2.88-	-3.19	1.5-	1.66-	0.82
كوريا الجنوبية	0.63-	1.6-	1.72-	2-	0.04	0.26-
تايلاندا	2.3-	3.01-	4-	4.76-	0.41-	3.27
الفلبين	1.03-	0.68-	1.25-	2.69-	2.98-	1.1-

Source :IMF,International financial statistics,april 1994,and april 1999.

الجدول رقم(33):معدل التضخم السنوي (%)

المؤشر	1970-65	1975-70	1980-75	1985-80	1990-85	1995-90
ماليزيا	1.32	6.8	4.71	5	1.6	3.7
اندونيسيا	313	19	15	11	8	10
كوريا الجنوبية	13	16	19	11	5	6.6
تايلاندا	2	8	9	8	4	5
الفلبين	5	17	11	21	10	11

Source :IMF,International financial statistics,april 1994,and april 1999.

الجدول رقم(34):نسبة متوسط المدخرات الخاصة في بعض دول شرق اسيا والولايات المتحدة الامريكية

الدولة	-1974 1975	-1975 1970	-1980 1984	-1985 1980	1996-1990
تايلاندا	18	15	15	22	22
تايبوان	-	23	27	33	24
كوريا الجنوبية	16	22	20	28	26
الفلبين	20	22	22	18	16
الولايات المتحدة	17	18	18	16	15

Source :IMF,World Economic Outlook,Octobre,1996.p90.

حيث على الرغم من المصاعب العرضية إلا أن هذه الدول حققت نمو اقتصاديا سريعا ، ومعدلات تضخم منخفضة وموازن مدفوعات ذات أوضاع متوازنة تسهل إدارتها بالإضافة إلى ذلك فقد ارتفع الإنتاج وكذلك مستويات المعيشة بمعدلات سريعة فمن الجداول السابقة نستنتج:

- السياسة المالية العامة كانت تدار على نحو يتسم بالتعقل، فصاحب ذلك انخفاض في مستويات العجز بالموازنات والديون الحكومية بل كان هناك فائض في بعض الأحيان (كما هو مبين في الجدول رقم (32)).
- أيضا استهدفت السياسة النقدية تحقيق معدلات تضخم منخفضة، ونجحت في تحقيق ذلك (كما هو مبين في الجدول رقم (33))، وساعد في ذلك أن العديد من تلك الاقتصاديات كان تتبع نظام ربط سعر عملتها بالدولار الأمريكي، بمثابة وسيلة غير معقدة لإدارة السياسة النقدية ولضمان توافق معدل التضخم بصورة عامة مع المعدل السائد في الولايات المتحدة الأمريكية.
- أيضا أتسمت معدلات الادخار والاستثمارات بالارتفاع، وباستثناء هونغ كونغ و سنغافورة وبالرغم من أن معدلات الاستثمار كانت مرتفعة إلا أن موازين الحساب الجاري شهدت عجزا. وفي مطلع الثمانينات تدهورت القدرة التنافسية الجارية مما أدى إلى ارتفاع مستويات العجز في الحساب الجاري وكذا مستويات الدين الخارجي، وذلك بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي بصورة حادة وصلت إلى أقصى مستوياتها في مارس 1985.
- ولكن مع بداية التسعينات ازدهرت الاقتصاديات الآسيوية من جديد، فقد شهدت تلك الاقتصاديات مزيدا من الارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي (كما هو موضح في الجدول رقم (18))، كما ارتفعت الاستثمارات (الجدول رقم (20)) وأسعار الأصول بمعدلات سريعة، و خلال الفترة الممتدة بين 1990 و 1995 زاد متوسط الناتج السنوي بمعدل 7.8% في كوريا، و 7.1% في إندونيسيا، وما يقرب من 9% في ماليزيا، و 9% في تايلندا، ولم يكن بمقدور المدخرات المحلية مواكبة الارتفاع من الاستثمارات، ومن ثم اتجه عجز الحساب الجاري نحو الاتساع، وقد بلغ متوسط عجز الحساب الجاري في كل من ماليزيا وتايلندا نحو 6% من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة ما بين 1990-1995، بينما بلغت هذه النسبة في إندونيسيا 2.5% و 1.5% في كوريا الجنوبية.
- في البداية كان من الميسر تمويل مستويات العجز تلك، فقد كان سعر الدولار في انخفاض، وبالتالي ازدادت القدرة التنافسية للعملات الآسيوية المقيمة بالدولار، وساعد أيضا في تمويل العجز وسد فجوة بين الاستثمار والادخار المحلي الزيادة السريعة في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الدول النامية، وذلك بسبب انخفاض معدلات العائد في الدول الصناعية فقد ازدادت تدفقات روس الأموال الخاصة من حوالي 20مليار دولار سنويا في النصف الثاني من الثمانينات إلى 150 مليار دولار عام 1995، إلى ما يزيد من 200 مليار دولار في عام 1996، كما ازدادت تدفقات المتجهة إلى الاقتصاديات الآسيوية النامية من مستويات منخفضة في الثمانينات إلى 90 مليار دولار في عام 1995 إلى ما يزيد عن 100 مليار دولار عام 1996.

وعلى الرغم مما سبق ، فقد اخفى ذلك النمو السريع وظروف الإزدهار نواحي ضعف اقتصادية ، فقد فرضت تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة الداخلة تحديات أمام الإدارة الاقتصادية إذ كانت الأرصدة تتدفق على النظام المصرفي الذي لم يكن معدا بشكل سليم للقيام بدور الوساطة في إقراضها ، وقد اتسم الإشراف المصرفي والممارسات التنظيمية بالتخلف ، وذلك بالمقارنة بأفضل الممارسات العالمية ، كما كان جزء من تدفقات رؤوس الأموال يمول استثمارات تتسم بطابع المضاربة في مجالات العقارات والتشييد ، ومع اقتراب الازدهار عن قمته بدأ هيكل استحقاق تدفقات رؤوس الأموال يتجه نحو القصر، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع درجة الانكشاف للمخاطر ،بالإضافة إلى ذلك فغالبا ما كان الإقراض داخل تلك الدول يتجه نحو الأفراد الذين يتمتعون بشبكات علاقات قوية بدون تقييم كاف للعائد الاقتصادي ، ولكن مع استمرار الازدهار الاقتصادي ظلت نقاط الضعف تلك غير ظاهرة.

ولكن مع حلول منتصف عام 1995، تحول المناخ الخارجي في اتجاه أقل ملائمة فقد بدأت قيمة الين في التدهور بينما اتجه الدولار إلى الارتفاع ،وقد أسهمت تلك التغيرات في رفع قيم العملات الآسيوية المرتبطة بالدولار ، الأمر الذي أدى إلى إضعاف قدرتها التنافسية الخارجية، فعلى سبيل المثال ارتفعت القيمة الحقيقية الفعلية للباهت التايلاندي بنسبة بلغت 17% (من أبريل 1995 و جويلية 1997) ، كما ارتفع الون الكوري بنسبة 5% في الفترة (مطلع عام 1995 وأوت 1997) ، في حين ارتفعت القيمة الحقيقية الفعلية للروبية الإندونيسية بنسبة 17% (من أبريل 1995 وأفريل 1997)وقد صاحب ذلك تباطؤ نمو الصادرات الآسيوية في الأسواق العالمية.

المطلب الثاني: طبيعة الازمة الآسيوية سنة 1997.

قبل الدخول في تحليل الأزمة وتتبع أحداثها من بلد إلى آخر تجدر الإشارة إلى أن هذه الأزمة عبرت عن نفسها بداية في الانهيار الذي حدث في أسعار الصرف عملات هذه الدول ،وفي أسعار الأوراق المالية (البورصات) ، إذن لا بد أن نوضح العلاقة أو الارتباط بين سوق العملات (سوق الصرف الأجنبي) وسوق الأوراق المالية حتى يمكن تفهم آليات الأزمة واتجاه حركتها، ذلك أن العمل على فتح أسواق المال المحلية أمام رؤوس الأموال الأجنبية وتشجيعها يتطلب عمل بعض الترتيبات الخاصة بقبالية العملة المحلية للتحويل لغير المقيمين حتى ولو لم يتم تحرير حساب راس المال لميزان المدفوعات بالكامل، هذه التقنية تضمن للمستثمر الأجنبي خروج راس ماله في أي وقت يشاء، وهي في ذات الوقت آلية الارتباط بين سوق العملات الأجنبية وأسواق الأوراق المالية، فالعائد على الاستثمار للمستثمر الأجنبي يتوقف بشكل كبير على سعر الصرف وحركته (وهو ما يعرف بمخاطر أسعار الصرف) فمثلا إذا حدث لأي سبب من الأسباب عجز مفاجئ في ميزان المدفوعات أو ارتفاع معدلات التضخم بحيث يبدو معه أن تخفيض سعر صرف العملة المحلية آت لا محالة ، فإن ذلك قد يفجر أزمة تتخذ شكل موجات كبيرة لبيع الأصول المالية (الأوراق المالية)، وذلك بهدف الخروج

برؤوس الأموال إلى الخارج خوف من تدهور العائد نظرا لانخفاض سعر الصرف العملة المحلية، وتؤدي هذه المبيعات إلى الانخفاض أو التدهور الحاد في أسعار الأوراق المالية ، كما تمثل ضغوطا على سوق الصرف الأجنبي من أجل تحويل رؤوس الأموال إلى العملة الأجنبية وهذه الضغوط قد تدفع إلى تخفيض سعر صرف العملة المحلية.¹ وتجدر الإشارة إلى أن في حالة حدوث تخفيض في قيمة سعر الصرف العملة المحلية ،من شأنه أن يترك انطباع باحتمال تكرار عملية التخفيض هذه، وكمحاولة من طرف السلطة النقدية للتصدي لانخفاض سعر صرف العملة المحلية والدفاع عنها يكون أما باستخدام جزءا من الاحتياطات الدولية التي يملكها لتهدئة سوق الصرف ،لكن إذا كانت الضغوط شديدة على شراء العملات الأجنبية وتحويلها إلى الخارج فقد يستنزف البنك المركزي الاحتياطات النقدية الدولية، وهو الأمر الذي يؤدي إلى إضعاف الثقة الدولية في اقتصاد البلد، وبالتالي تولد موجة تشاؤمية خاصة بالمستقبل مما يدفع بحركة جديدة من مبيعات الأوراق المالية، وبالتالي هذه الحركة تؤدي إلى تخفيض سعر الصرف. هذا من ناحية ،ويستطيع البنك المركزي بالدفاع عن سعر الصرف المحلي عن طريق رفع سعر الفائدة بهدف تعويض المستثمر خسارته الناجمة عن تدهور سعر الصرف هذا أيضا قد يدفع إلى موجة أخرى من مبيعات الأوراق المالية في البورصات بحثا عن العائد المرتفع المتمثل في سعر الفائدة ،وبالتالي تدهور في أسعار الأوراق المالية ، وبعد معرفة العلاقة بين سوق الصرف الأجنبي وسوق الأوراق المالية يمكن التطرق إلى تحليل الأزمة التي أصابت دول جنوب شرق آسيا وماذا حدث بالضبط وأيضا معرفة دور الاستثمار الأجنبي (المحفظة المالية) في هذه الأزمة وتأثيرها على استقرار هذه البورصات وأيضا على أسواق الصرف الأجنبية.

الفرع الاول : انفجار الأزمة وأثر العدوى:

اولا-انفجار الازمة:

عموما بدأت أحداث الأزمة الآسيوية عندما قام المتعاملون في سوق الأوراق المالية في جويلية 1997 ببيع كميات هائلة من الأوراق (أسهم سندات) في البورصات الآسيوية نتيجة توقعات تخفيض عملات هذه الدول ،ثم قاموا بشراء كميات ضخمة من الدولار من أسواق الصرف المحلية وتحويلها إلى بلدانهم في صورة قانونية ودون أي قيد مما أدى إلى سقوط كل من أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف والنتيجة المباشرة هي بكل تأكيد انهيار كل من أسواق الصرف وأسواق الأوراق المالية.²

وقد بدأت الأوضاع في التغيير منذ منتصف عام 1997 انطلاقا من تايلندا حيث انتقلت عدواها إلى بقية دول جنوب شرق آسيا بدرجات قد تكون متفاوتة ومتباينة إلى حد ما، وفي الواقع أن تايلندا

¹ - عمرو محي الدين، أزمة النور الآسيوية ، الجذور والآليات والدروس المستفادة، القاهرة، دار الشروق، 2000،ص 21.

² - أسماء بلميهوب، العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، رسالة ماجستير ، في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف ،

التي انتشر منها الذعر إلى بقية دول المنطقة قد أخذت تبدو عليها عوارض الأزمة منذ عام 1996، حيث أن ارتباط عملتها بالدولار قد أدى إلى ارتفاع عملتها بسبب ارتفاع قيمة الدولار في ذلك العام ، وبفقدان قدرتها التنافسية ، بدأت صادراتها بناء على ذلك في التراجع لأول مرة منذ عام 1983 في الوقت الذي استمرت وارداتها في التزايد ، وما زاد الطين بلة هو تخفيض العملة الصعبة عام 1994 قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلندا، وكذلك صادرات الدول المجاورة الأخرى، وأخذت الأوضاع تتوالى في شكل حلقة مفرغة ، حيث أن تقلص الصادرات مع استمرار تزايد الواردات قد أدى إلى تزايد نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلندا من 5.5% إلى حوالي 8% ، ومع ارتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة لأسباب داخلية وخارجية أدى ذلك إلى ارتفاع التضخم الأمر الذي أضطر البنك المركزي لرفع سعر الفائدة ،مما انعكس في انكماش النشاط الاقتصادي وبدأ المسلسل في شكل انخفاض أرباح الكثير من الشركات ،مما أثر على سوق الأسهم الذي انخفضت أسعارها بأكثر من 40% والذي يعتبر في عام 1996 أسوأ أداء للأسواق الآسيوية.

وكان للعوامل العينية أثر كبير في تردي الأوضاع الاقتصادية في تايلندا خاصة بحدوث خلافات من محافظ البنك المركزي ونائبه، وأيضا اتهام البنك المركزي بعدم الإفصاح عن الحقائق وذلك بالتقليل من حجم التضخم وعجز الحساب الجاري الذي كانت تعاني منه البلاد.

وعلى الرغم من استقالة محافظ البنك المركزي وتعيين محافظ جديد إلا أن المشاكل في ذلك الوقت وصلت إلى مرحلة خطيرة ،حيث استمرت الصادرات في التراجع مع استمرار تراكم عجز الميزان التجاري لتايلندا، ومع تسارع تردي الأوضاع تدهورت أسعار البورصة التايلندية من جديد حيث انخفض مؤشر الأسهم التايلندية من 1415 في فيفري 1996 إلى 800 نهاية العام قبل أن يواصل الهبوط إلى مستوى 366 في نهاية عام 1997، وأدت هذه الظروف إلى تضائل عائدات الشركات التايلندية وارتفاع مديونيتها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل حيث وصلت ديون تايلندا إلى مستوى 90 مليار دولار أي ثلاثة أضعاف احتياطياتها من العملات الأجنبية وعلى أثر تخفيض جودة ديون تايلندا قصيرة الأجل من قبل مؤسسة "مودي" لتقييم الملاءة الائتمانية خلال عام 1996، هذا ما زاد من مخاوف المتعاملين في دول جنوب شرق آسيا وتعاضم القلق حول احتمال تخفيض الباهت التايلندي ، وعلى الرغم من محاولة الحكومة التايلندية التقليل من حدة تلك المشكلة واستمرارها في الدفاع عن الباهت لمدة طويلة الأمر الذي استنزف الجزء الأعظم من احتياطياتها من العملة الأجنبية ،إلا أنها في النهاية استسلمت في 02 جويلية 1997 وتخلت عن ربط الباهت بالدولار وأقرت بنظام

تعويم سعر الصرف ، وعليه تهاوت العملة التايلاندية لمستويات قياسية حيث انخفضت من حوالي 26 باهت إلى مستوى 41 باهت مقابل الدولار في أكتوبر 1997.¹

وقد كان لتلك الأحداث تأثير ملحوظ على الأوضاع الاقتصادية في الدول المجاورة لتايلندا حيث بدأت الثقة تتزعزع في اقتصاديات هذه الدول الأمر الذي قاد إلى انتشار العدوى حيث تعرضت بقية دول جنوب شرق آسيا لنفس المسلسل الذي بدأ بانخفاض الصادرات وزيادة عجز الحساب الجاري الأمر الذي انعكس في تدهور معدلات النمو وتراجع النشاط الاقتصادي وهروب رؤوس الأموال وتعرض العملات المحلية لضغوط كثيرة أدت إلى انتشار الذعر والفوضى الاقتصادية كما هو مبين في الجدول التالي.

جدول رقم (35): تدهور العملات الآسيوية في السداسي الثاني من 1997

إندونيسيا (الروبية)	55-	الفلبين (البيزو)	34-
كوريا (الورف)	47-%	سنغافورة (دولار)	15-%
تايلندا (الباهت)	47-%	تايوان (دولار)	14-%
ماليزيا (الرينجت)	35-%	هونغ كونغ (دولار)	مستقر

المصدر: أسماء بلميهوب: مرجع سابق، ص 90.

وقد تزامن هبوط قيمة العملات مع وضع كانت فيه القطاعات الخاصة تعاني من مستويات عالية من الديون الأجنبية قصيرة الأجل، ونتيجة لذلك لم يعد بإمكان الشركات الوطنية تسديد فوائد الديون أو الاقتراض مما جعلها تتخلف بسرعة عن وفاء القروض وخلف أزمة ديون معدومة في الأنظمة المصرفية في المنطقة، كما ارتفعت نسبة القروض عديمة الفوائد في الأنظمة المصرفية بآسيا فوق مستوى 50% في إندونيسيا وتايلندا وماليزيا وكوريا الجنوبية، وهذا أعلى بكثير من الذي شهده المكسيك سنة 1994، وفيما عرف قطاع الشركات في حالة الشلل ارتفعت نسب البطالة ارتفاعا مثيرا وعادت حالات الفقر ثانية.

ثانيا- أثر العدوى:

وبالتالي امتد نطاق الأزمة في دول جنوب شرق آسيا ليصل إلى أجهزتها المصرفية، حيث كان الوجه الآخر لانتهيار أسعار الصرف وأسعار الأسهم هو تصاعد حجم الديون المعدومة لدى الجهاز المصرفي، وزاد من حدة ذلك محاولات السلطات النقدية في بعض الدول رفع أسعار الفائدة، بهدف وقف تدهور في أسعار الصرف، الأمر الذي أدى إلى تزايد عبء سداد الديون على وحدات ومؤسسات

¹ - جاسم مناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت، لبنان، 08 ماي 1998، ص

قطاع الأعمال ومن ثم تزايدت حجم الديون لدى الأجهزة المصرفية تلك الدول كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (36): معدل النمو السنوي للإقراض للقطاع الخاص %

العام الدولة	1991	1992	1993	1994	1995	1996
إندونيسيا	16.7	11.4	25.5	23	22.6	21.4
ماليزيا	-	-	12.1	16.5	29.7	28.9
الفلبين	7.3	25.4	39.6	22.5	45.2	48.7
تايلاندا	22.7	24.8	26.3	31.2	26.00	13.7
كوريا	20.9	19.6	21.8	21.6	19.2	17.00

المصدر : عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 190.

ولم تقف الأزمة عند حدود القطاع المالي ومؤشراته المالية فقط ، بل انتقلت وبشكل عميق إلى القطاع الحقيقي في دول شرق آسيا ، إذ واجهت وحدات مؤسسات قطاع الأعمال صعوبات جمة في الحصول على الائتمان لتشغيل طاقاتها الإنتاجية وسداد التزاماتها، وذلك لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها هو انهيار أسعار صرف العملات المحلية في دول شرق آسيا وانهيار رقم الأصول المالية بها والتي كانت تستخدم كضمانات للحصول على الائتمان ومن جانب آخر، وكنتيجة لارتفاع نسبة الديون غير المسددة ترددت البنوك في منح الائتمان بشكل خلق أزمة سيولة أدت إلى تراجع معدلات الإنتاج في جميع القطاعات الإنتاجية والخدمية ، ومن ناحية أخرى أدى تراجع أسعار الأصول المالية إلى تزايد نسبة المديونية إلى حقوق الملكية في مؤسسات قطاع الأعمال بشكل أثر سلباً على ثروة المجتمع ، وبذلك تراجع كل من الإنفاق الاستثمائي والاستهلاكي ، ومن ثم أرباح الشركات وقيم أسهمها الأمر الذي انعكس سلباً على أسعارها في أسواق الأوراق المالية¹.

ومع اتساع نطاق الأزمة وفي ظل وجود ارتباط بين أسواق دول شرق آسيا والأسواق العالمية كان لا بد أن تنتقل آثار الأزمة إلى خارج المنطقة الآسيوية، وقد ساعد ذلك ما سمي بأثر العدوى والذي ينشأ نتيجة لاقتناع المستثمرين بسحب أموالهم في عدد من الأسواق التي يعتقدون بتشابها في الظروف أو السياسات الاقتصادية، الأمر الذي ترتب عليه تصفية الاستثمارات في الدول الآسيوية.

¹ - عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 67.

وقد امتد أثر الأزمة إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث انخفض مؤشر داو جونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.2%.

وفي عام 1998 بدأ انتقال الأزمة إلى دول أوروبا ففي نهاية الربع الأول من هذا العام، انتقلت الأزمة إلى روسيا بمعدلات متباطئة ثم بمعدلات سريعة بلغت أوجها في جويلية، أوت، وسبتمبر من نفس العام، حيث تدهورت سوق الأوراق المالية بها، كما انخفض سعر صرف الروبل بشكل سريع، الأمر الذي دفع الحكومة الروسية إلى وقف التعامل بالروبل وإيقاف قابليته للتحويل، كما تأثرت قدرة روسيا على الوفاء بالتزاماتها، حيث أعلنت عن وقف سداد الدين الخارجي لمدة 90 يوما، وإعادة هيكلة الدين المحلي في أوت 1998.

ومع انتشار الأزمة في معظم دول العالم لم تكن أسواق دول أمريكا اللاتينية بمعزل عن ذلك، فقد حققت أسواق الأسهم في كل من البرازيل والمكسيك والأرجنتين في 27 أكتوبر 1997 أكبر خسائرها في يوم واحد، فتعددت بيع الأسهم في الأيام التالية حيث في 07 نوفمبر 1997 هبط مؤشر سوق الأسهم في البرازيل بنسبة 6.4%، فبينما فقدت المكسيك 2.42% من قيمة مؤشرها، وهبوط مؤشر ميرغال للأسواق المالية في الأرجنتين بنسبة 5.1% وفي فنزويلا هبط مؤشر بورساتيل بنسبة 3.3%¹.

وهكذا تعدت الأزمة الآسيوية نطاقها الإقليمي وباتت بشكل أزمة عالمية متعددة الأبعاد (صرف أجنبي، ديون، أسواق مالية ومصرفية).

وخلاصة القول ان الازمة المالية في مل انحاء منطقة جنوب شرق اسيا قد كانت لها مجموعة من المظاهر الاساسية التي تمثلت في انهيار الاسعار في اسواق الاوراق المالية، واسواق العقارات، وكذلك اسواق الصرف، ثم سريعا ما تحولت الازمة الى ازمة اقتصادية واجتماعية، فهروب رؤوس الاموال ادى الى شل حركة الائتمان، كما ادى الى زعزعة استقرار البنوك، وكذلك زادت حالات الافلاس، مؤدية الى ارتفاع البطالة، وازدياد في معدلات الفقر، وانخفاض حاد في حجم الاستهلاك، وهكذا دخلت دول جنوب شرق اسيا في حالة من الركود العميق.

الفرع الثاني: أسباب حدوث الأزمة والإجراءات التي اتخذت لمواجهة تلك الأزمة وعلاجها:
أولا- أسباب حدوث الأزمة:

كانت بلدان جنوب شرق آسيا ضحية إلى حد كبير لنجاحاتها ذلك أن هذه البلدان نتيجة لأدائها الاقتصادي القوي في السبعينات (المذكور سابقا) اتخذت موقف الإنكار عندما بدأت المشكلات تطفو على السطح، اعتقادا منها أنها محصنة من هذه الأزمات. وتمحورت أهم أسباب هذه الأزمة في ما يلي:

¹ - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 184.

1-التحرير المالي في هذه الدول:

يعتبر التحرير المالي وخاصة تحرير حساب رأس ميزان المدفوعات أهم خطوة تم اتخاذها خلال الفترة من بداية التسعينات وحتى منتصفها ، وهي أهم متغير لعب دورا سلبيا في الأزمة، وفيما يلي تتبع خطوات التحرر المالي والنتائج التي ترتبت عن ذلك.

- فالحكومة التايوانية بعد عام 1987 اتخذت خطوات مهمة لتحرير النظام المالي فوضعت أمام عينها العولمة كهدف تصبو إليه ، ففي عام 1990، وكجزء من عملية التحرير أزلت القيود على حركة رأس المال وبالتالي تدفقت الأموال بحرية من تايوان وإليها ، وفي عام 1993 تم تأسيس ما يعرف باسم التسهيلات الدولية المصرفية لبانكوك، ويسمح هذا النظام للبنوك التجارية المحلية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية ، وكما يسمح بإقراضها في الداخل والخارج، وقد قفزت التسهيلات الائتمانية من خلال هذا النظام من صفر عام 1993 إلى 31.2 بليون دولار عام 1996 ،وهو ما يمثل 50% مديونية القطاع الخاص ،وسبب هذا النمو هو إيمانهم باستمرار نظام سعر الصرف الثابت وهو الذي أدى بهم إلى إهمال مخاطر سعر الصرف كلية ، وساهم هذا النظام في تمويل برنامج ضخم من الاستثمارات ساعد في تحقيق معدلات نمو مرتفعة ، وساهم أيضا في تضخيم أسعار الأصول المالية العقارية .

- أما إندونيسيا فعملية التحرير بدأت منذ زمن طويل ففي عام 1970، تم إلغاء القيود والرقابة على الصرف الأجنبي وأصبحت الروبية قابلة للتحويل، وقد تم إزالة القيود المباشرة على حرية تدفق رؤوس الأموال مع قرب نهاية الثمانينات أي بعد عام 1988، وفي هذا العام تم توسيع إنشاء البنوك الخاصة سواء المحلية أو أجنبية مع تخفيض نسبة الاحتياطي وإلغاء القيود أمام إنشاء المؤسسات المالية غير المصرفية ،وترتب على هذا انفجار مصرفي خاصة في التسعينات حين تراجع دور البنوك العامة أمام الخاصة ، ويمكن القول باختصار أنه مع نهاية الثمانينات وبداية التسعينات كان المسرح المالي معدا للتدفقات الضخمة لرؤوس الأموال الخاصة من خلال وساطة الجهاز المصرفي أو المؤسسات المالية غير المصرفية.

- وأسرعت الحكومة الكورية في إجراءات التحرير المالي خاصة تحرير حساب رأس المال عام 1993 ،وهذا للدخول إلى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD ،فقد قامت الحكومة في السبعينات بتشجيع التجمعات الصناعية والبنوك بصورة خاصة مع الاقتراض من الخارج ، وكجزء من عملية التحرير للقطاع المالي أعطت الحكومة رخصة تأسيس حوالي 9 بنوك استثمار في 1994 و 15 بنكا آخر عام 1996، وبسبب هذا النمو لبنوك الاستثمار في ارتفاع جنوني لديون كوريا الخارجية إلى 120 بليون دولار أمريكي عام 1997، وأغلبها ديون خاصة ، وما زاد خطورة الديون هو أن ما نسبته 70% من مديونية قصيرة الأجل .

-اما الحكومة الماليزية فكانت لها رقابة محدودة جدا على عمليات الصرف الأجنبي ، وكانت تحويلات الارباح والمدفوعات لغير المقيمين يسمح بها تماما ، وكذلك فيما يتعلق بالمدفوعات الرأسمالية (مثل شراء الأوراق المالية والقروض لغير المقيمين) ،وقد حاولت الحكومة الماليزية تحويل كوالامبور إلى مركز مالي فاتخذت عام 1995 عدد من الإجراءات من شأنها تحرير سوق رأس المال الماليزي، منها تسهيل الإقراض بضمان الأسهم وتخفيض معدل العمولة في سوق الأسهم، وقد اعتمدت ماليزيا كثيرا على الاستثمار الأجنبي المباشر .

ولكن بسبب مؤشرات الأداء الاقتصادي الجيد أدت إلى تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال الساخنة (قصيرة الأجل من أجل المضاربة).

-واتخذت الفلبين خطوات مهمة نحو تحرير نظامها المالي ففي عام 1991 صدر قانون الاستثمار الأجنبي الذي يسمح للملكية الأجنبية لتصل إلى 100% ،وفي أغسطس عام 1992 رفعت كل القيود على المعاملات بالنقد الأجنبي سواء تعلق بالواردات أو الصادرات ، وسمح للمواطنين بالاحتفاظ بودائع بالنقد الأجنبي في الخارج، واحتفاظ المصدرين بحصيلة صادراتهم من العملة الأجنبية 100% ،وفي عام 1994 بلغ عدد البنوك التي تعمل بنظام الإيداع بالنقد الأجنبي حوالي 17 مصرفا (نظام الأوفشور) ،وفي عام 1995 منحت عشرة مصارف أجنبية رخصة دخول السوق المحلية.

إذن في عام 1994 و 1995 تم تحرير الجهاز المصرفي وفك العديد من القيود والإجراءات على نشاطه منها تحديد سعر الفائدة وإلغاء القيود على القروض ، وفي عام 1993 تم دمج كل من سوق سانيلو وسوق ماكافي للأسهم في سوق واحد ، وقد تم تحريرها من العديد من القيود وساعد على نموها برامج الخصخصة الكبيرة منذ عام 1989، ومنذ 1993 بدأ تدفق رؤوس الأموال إلى الفلبين بقصد الاستثمار في سوق الأسهم.

ومما سبق يمكن القول أن التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال إلى دول الأزمة كان سببها المباشر هو تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات.

2-تفاقم العجز في موازين الحسابات الجارية :

يعتبر العجز المتزايد الذي اصاب موازين الحسابات الجارية لدول جنوب شرق اسيا في الفترة 1990 الى 1996 احد الاسباب الرئيسية التي وقفت وراء وقوع الازمة ،فلقد وصل حجم عجز ميزان الحساب الجاري عام 1996 في تايلاندا على سبيل المثال 64 مليار دولار ،كما بلغ ذلك العجز 48.2 مليار دولار عي كوريا الجنوبية و28 مليار دولار في اندونيسيا ،و22.2 مليار دولار في ماليزيا ،و12.7 مليار دولار في الفلبين في ذات العام ،ويقف وراء تراكم العجز في موازين الحسابات الجارية الخاصة بدول جنوب شرق اسيا عدة اسباب يأتي على رأسها الآتي:¹

¹ -هيه محمود الطنطاوي الباز،الازمات المالية المعاصرة ،رسالة دكتوراه في الاقتصاد ،جامعة عين شمس ،سنة 2008 ،ص ص 113-114.

أ- تراجع معدل نمو صادرات دول جنوب شرق اسيا:

لقد بدأ معدل نمو الصادرات دول جنوب شرق اسيا في التراجع الى الوراء ،وذلك بدءا من عام 1996 ،فعلى سبيل المثال لقد زادت صادرات مجموعة دول الاسيان الاربعة (ماليزيا، تايلندا، الفلبين، اندونيسيا) بنسبة 5.8% فقط في المتوسط عام 1996 ،مقارنة بمعدل نمو نسبته 23% في عام 1995 اما بالنسبة لتايلندا فقد انخفض معدل نمو الصادرات بها من 23 % في عام 1995 الى 0% في عام 1996 ،وترجع اهم اسباب ذلك التراجع في معدل زيادة الصادرات الى مجموعة العوامل التالية:

-تخفيض الصين لسعر صرف عملتها في مواجهة الدولار الامريكي في عام 1994 ،بحوالي 55%، في الوقت الذي ارتفعت فيه اسعار صرف عملات دول جنوب شرق اسيا نظرا لارتباطها بالدولار -الذي ارتفع سعر صرفه انذاك بحوالي 60% مقارنة بالين الياباني خلال الفترة من افريل 1995 الى افريل 1997- وقد نتج عن ذلك ان اكتسبت صادرات الصين ميزة تنافسية مقارنة بصادرات الدول الاخرى في المنطقة والتي اصبحت اسعار صرف عملاتها الاسمية مغالي فيها.
-ارتفاع اجور العمالة في العديد من دول جنوب شرق اسيا للمقارنة بتكلفتها المنخفضة في الصين ،وهو الامر الذي انعكس بالسلب على القدرات التنافسية لصادرات دول جنوب شرق اسيا من السلع كثيفة العمل مع دخول الصين في مجال التصنيع بهذا النوع من السلع -وهي تمتلك ادنى تكلفة لعنصر العمل مقارنة بتايلندا وماليزيا.-

ب- نمو واردات بلدان جنوب شرق اسيا بمعدلات اعلى من معدلات نمو صادراتها خلال النصف الثاني من التسعينيات :

على الرغم من تزايد قيمة صادرات دول جنوب شرق اسيا -قبل وقوع الازمة- الا ان واردات تلك الدول قد نمت بمعدلات فاقت معدلات نمو الصادرات خلال فترة النصف الثاني من التسعينيات ،بالنسبة لتايلندا على سبيل المثال ،ارتفعت قيم صادراتها السلعية من 32.398 مليار دولار في عام 1993 الى 54.408 مليار دولار في 1996 بسبب زيادة بلغت 49.5% هذا في حين ارتفعت قيم وارداتها السلعية من 40.694 مليار دولار عام 1993 الى 63.897 مليار دولار عام 1996 بنسبة زيادة بلغت 57% .

وكذلك الحال بالنسبة لكل من الفلبين وكوريا الجنوبية ،ففي الفلبين ارتفعت قيم الصادرات السلعية من 11.375 مليار دولار عام 1993 الى 20.543 مليار دولار عام 1996 بنسبة بلغت 80.6%، اما بالنسبة لوارداتها السلعية ،فقد ارتفعت من 17.597 مليار دولار الى 31.885 مليار دولار بنسبة زيادة بلغت 81.6% خلال نفس السنتين على الترتيب ،اما في كوريا الجنوبية ،فقد ارتفعت قيمة الصادرات السلعية بها من 82.089 مليار دولار عام 1993 الى 129.968 مليار دولار عام

1996 بنسبة زيادة بلغت 58.3 %، وفي المقابل ارتفعت قيم الواردات السلعية بها من 79.771 مليار دولار الى 144.933 مليار دولار بنسبة زيادة بلغت 81.7 % خلال نفس السنتين على الترتيب. ويرجع ارتفاع معدلات نمو الواردات على هذا النحو الى العديد من الاسباب التي ياتي في مقدمتها التحولات الهامة التي شهدتها اقتصاديات ومجتمعات جنوب شرق اسيا من تزايد عمليات تحرير التجارة وفتح الاسواق المحلية، وتزايد الطلب المحلي على السلع الاستهلاكية نتيجة تزايد حجم الطبقة الوسطى بشكل عام، وتزايد الطلب على السلع الكمالية والترفيهية من قبل الطبقة العليا بشكل خاص.

وهكذا، فان تزايد عجز الحسابات الجارية لدول جنوب شرق اسيا -الناج بصفة اساسية عن تراجع معدل نمو صادرات تلك الدول بالإضافة الى نمو وارداتها بمعدلات اعلى من معدلات نمو صادراتها- قد ادى في النهاية الى حدوث عجز كلي في موازين المدفوعات لبعض تلك الاقتصاديات او تأكل الفائض الذي حققته بعضها خلال عقد التسعينيات، ولقد لجأت دول جنوب شرق اسيا-في ظل تلك العجزات المتزايدة- للاقتراض من الخارج مما ادى الى تفاقم ازمة المديونية في تلك الدول، فلقد بلغ حجم الدين الخارجي لتايلندا على سبيل المثال 89 مليار دولار عام 1997، اما بالنسبة لاندونيسيا فقد بلغ حجم مديونيتها الخارجية 119 مليار دولار عام 1997، كما بلغ 120 مليار دولار في كوريا الجنوبية، بينما وصل حجم هذا الدين الى 39.5 مليار دولار في الفلبين .

3- تمويل العجز في ميزان المدفوعات:

عجز ميزان المدفوعات كان لا يتم تمويله من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر في هذه الدول الذي يصاحبه زيادة في بناء الأصول الثابتة، وإنما يتم التمويل من خلال اسواق رأس المال ومن خلال القروض الخارجية المشتركة، ومن ثم يمكن القول أن هناك عدة عوامل أسست بها سياسات تلك الدول لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، ومن ثم تمويل عجز ميزان المدفوعات ولعل من أهم تلك العوامل السياسات الاقتصادية المطبقة في تلك الدول، حيث اتبعت سياسات ساعدت على تشجيع استثمارات في المحفظة وهي استثمارات يطلق عليها أموال ساخنة، وذلك من خلال فتح البورصات أمام المستثمرين الأجانب، وفي ذات الوقت قيام البنوك بوضع قواعد إقراض متحررة أدت إلى جذب المزيد من المستثمرين الأجانب مع استمرار رفع أسعار الفائدة المحلية وتثبيت سعر الصرف العملات الوطنية أمام الدولار الأمريكي بصورة مبالغ فيها لقيم العملات الوطنية وبما يوفر للمستثمر الأجنبي ضمانات أمام مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وقد أدت تلك السياسات إلى تزايد الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل، وقد وجهت نسبة كبيرة من تلك الأموال إلى قطاع التشييد (العقار) وبصفة خاصة إلى الإسكان الفاخر ومع حدوث ركود في سوق العقارات أدى ذلك إلى تعثر المقترضين.¹

¹ - محمد عبد محمد سلام: مرجع سابق، ص 168.

ومع نهاية عام 1996 حدث انخفاض في قيم الأصول المالية لدى البنوك وقيم العملات المحلية فقدان البنوك لجزء من احتياطياتها النقدية ، وفي ذات الوقت الذي حدث فيه تآكل للاحتياطي من العملات الأجنبية مما أدى بالمستثمرين الأجانب الى الخروج من السوق عن طريق التخلص من استثماراتهم عن طريق سوق الأوراق المالية وما تبعه من انهيارات في بورصات تلك الدول وتفجر الأزمة وحدث انخفاضات متوالية في قيم العملات المحلية لتلك الدول.

4- الاعتماد المكثف على الاستثمارات الأجنبية قصيرة الأجل:

اعتمدت التجربة الآسيوية في تمويل عملية التنمية على الاستثمارات الأجنبية بدلا من الاعتماد على المدخرات الوطنية ، فاليابان ركزت استثماراتها في تلك المنطقة وبصفة خاصة في الصناعات كثيفة العمالة والرخيصة في ذات الوقت ، وقد بلغت الاستثمارات اليابانية في تلك الدول خلال الفترة من 1985 إلى 1995 نحو 15 بليون دولار أمريكي ، وفي سنة 1996 بلغت الاستثمارات 48 بليون دولار أمريكي في حين أن إجمالي الاستثمارات الأجنبية في تلك الدول بلغت في نهاية 1996 نحو 100 بليون دولار أمريكي ، وقد شجع ذلك الأمر بالإضافة إلى الإنتعاش الذي شهدته تلك الدول أيضا رؤوس الأموال الأجنبية إلى التدفق إلى المنطقة بحثا عن الربح السريع والمرتعف فقد تمثلت أغلب تلك الاستثمارات في صورة تدفقات قصيرة الأجل.¹

5- تدفقات رأس المال الخاص وجوانب القصور في النظام المالي المحلي:

كما أسلفنا سابقا مثل النمو المتواصل والسريع والتقدم الاقتصادي الناجح الذي حققته هذه البلدان على مدار ثلاثة عقود نقطة تحول هامة في رخاء المنطقة وأدت تلك الظروف الاقتصادية الملائمة ، مدعومة بانخفاض المديونية الحكومية إلى زيادة كبيرة في تدفقات رأس المال الخاص إلى بلدان المنطقة (كما هو مبين في الجدول أدناه).

¹ - نفس المرجع السابق، ص 169.

الجدول رقم (37) : صافي تدفقات رأس المال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس بليون دولار

أمريكي

السنة		نوع التدفق						
1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	
45.3-	19.7-	62.4	62.5	33.2	31.9	26.6	26.8	صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة
4.9	12.1	9.5	8.7	6.5	6.7	6.3	6.1	صافي الاستثمارات المباشرة
6.5-	12.6	20.0	17.5	8.3	16.5	5.3	3.4	صافي استثمارات الحافظة المالية
43.6-	44.5-	32.9	36.9	18.4	8.7	15	17.3	صافي استثمارات أخرى
22.7	25	4.8	0.7	0.3	6	2	4.4	صافي تدفقات رسمية

المصدر : عمرو محي الدين ، مرجع سابق، ص 135.

ويوضح الجدول بوضوح تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من صافي تدفقات رؤوس الأموال إلى دول الأزمة الآسيوية الخمس ، فقد تراجع نصيب الاستثمار المباشر من 21% من عام 1993 إلى 14% عام 1995 و 15% عام 1996 على العكس من ذلك ،تزايد نصيب تدفقات صافي الاستثمار في المحافظ المالية (رأس المال المالي)، فقد زاد نصيبها من نسبة 20% عام 1994 إلى 25% عام 1995 ثم إلى 32% عام 1996، أما الاستثمارات الأخرى فقد احتلت النصيب الأكبر من صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى دول الأزمة منذ بداية التسعينات حيث بلغ نصيبها 27% عام 1993 وارتفع إلى 55% عام 1994 ثم إلى 59% و 53% عام 1996 ،ويبدو أن هذه التدفقات في معظمها تدفقات قصيرة الأجل والدليل على ذلك هو سلوك هذه التدفقات عام الأزمة 1997، حيث تحول صافي التدفقات الاستثمارية الأخرى من 32.9 بليون دولار عام 1996 نحو الداخل إلى صافي -44.5 بليون دولار أمريكي عام 1997 نحو الخارج ، وقد انعكس ذلك على صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة فيما بين عامي 1996-1997.

ومن خلال ما سبق يتبين لنا أن هيكل رأس المال لهذه الدول هو هيكل غير متوازن لأن حصة الأسد من هذه التدفقات كانت على شكل ديون قصيرة الأجل وأيضاً استثمارات في الحافظة المالية التي تصنف بأنها أموال ساخنة ، والنسبة الأقل كانت الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تتصف بالثبات. وقد لعبت أنظمة مالية محلية سيئة التنظيم أو الإشراف دور كبير في دخول هذه التدفقات ، وتوجيهها وقدمت الضمانات على القروض الخارجية للشركات ، وبينما كان يعتقد أن التدفقات ترتبط بالآفاق الاستثمارية الواعدة التي تصاحب وجود بيئة اقتصادية كلية سليمة ، تبين أنها تستخدم لتمويل تضخم أسعار الأصول والديون غير المسددة المتراكمة في حافظات البنوك وسائر الوسطاء الماليين،

وعلى الرغم من إدخال بعض الإصلاحات المالية خلال الثمانينات والتسعينات في بلدان شرق آسيا إلا أنها لم تكن تنفذ بصورة مرضية مما أدى إلى استخدام جزء معتبر من الائتمانات في استثمارات مضاربية أو غير إنتاجية.

ويعد ضعف القدرة الرقابية والإشرافية للبنوك المركزية هو السبب الرئيسي الكامن وراء هشاشة هذه الأنظمة المالية ، حيث تتصف البنوك التجارية والشركات المالية على المصرفية في تلك الدول بما يلي:

- انخفاض كبير في الرسملة وضعف التعميم الائتماني والقدرة على إدارة الحافطة
- عدم اتباع قواعد الحيطة المالية والتصنيف غير السليم للأصول.
- ضعف الأحكام ذات العلاقة بالقروض غير مستردة.

6- ربط العملة الوطنية بعملة ارتكازية:

غالبا ما يؤدي الربط بين العملة الوطنية وعملة اخرى الى احداث تشوهات في النظام المالي ،وبقدر ما يعتبر نظام الربط بعملة اخرى بمثابة ضمان بأنه لن يحدث تغيير في قيمة العملة ،فانه يعتبر حافزا على الاقتراض بالعملات الاجنبية ويشجع قطاعي المال والأعمال على التعرض لمخاطر صرف مفرطة ،بالإضافة الى ذلك فمع وجود مع هذه الركيزة للصراف ،يعرف المستثمرون والمضاربون ان قابلية العملة للتحويل محدودة بتوافر الاحتياطيات الدولية وقدرة البلد على الاقتراض من الخارج ،وبالتالي فعندما تثور الشكوك حول استمرارية ترتيبات سعر الصرف في بلد ما ،فان هذا البلد يجذب بالدرجة الاولى التدفقات الرأسمالية قصيرة الاجل الساعية الى المضاربة.¹

وفي دول جنوب شرق اسيا ادت مخاوف المستثمرين بشأن استدامة ترتيبات الصرف في ظل العجز الكبير المتزايد في الحساب الجاري سابق الذكر وضعف النظم المالية -الى هجوم المضاربيين على العملات الوطنية لتلك المجموعة من الدول ،وعندما ادركت الدول الاسيوية ان هذه المضاربات سوف تؤثر على قيمة العملات الوطنية ،بدأت برفع اسعار الفائدة السائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات ،وذلك بهدف وقف التحويلات من العملات الوطنية الى العملات الاجنبية -وبخاصة الدولار الامريكي- فضلا عن تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج الحائزين للدولار الامريكي على تحويل تلك الدولارات الموجودة لديهم الى العملات الوطنية .

الا انه تجدر الاشارة الى ان ارتفاع اسعار الفائدة قد دفع المستثمرين الى التحول عن الاستثمار بسوق الاوراق المالية الى ايداع اموالهم بالبنوك ،وذلك بهدف الاستفادة من سعر الفائدة المرتفع الذي تقدمه البنوك ،وكان معنى ذلك قيام هؤلاء المستثمرين بعرض كميات كبيرة من الاسهم والسندات - والتي كانت بحوزتهم - للبيع في السوق الوطنية وهذا العرض لم يقابله بالطبع في نفس الوقت طلبات

¹ -هيه محمود الطنطاوي الباز ،مرجع سابق ،ص116.

شراء لتلك الأوراق المالية، وبالتالي انخفضت الاسعار في سوق الاوراق المالية لمستويات لم تحدث من قبل، اذ تراوحت نسبة الانخفاض بين 25% و 50% من مستوى الاسعار التي كانت سائدة في هذه الاسواق.

كما انتهى الامر بالمضاربات الى اجبار دول جنوب شرق اسيا على احداث تخفيضات كبيرة في قيم عملاتها الوطنية، وذلك بعد ان اصبح من المستحيل الدفاع عنها الى ما لانهاية بالسحب من الاحتياطيات او رفع اسعار الفائدة، وهكذا، يمكن القول بان زيادة حدة المضاربات على العملات الوطنية لدول جنوب شرق اسيا -نتيجة لربطها بالدولار الامريكي - قد ادى الى انهيار ترتيبات الصرف بتلك الدول، بالإضافة الى انهيار اسواق الاوراق المالية.

ثانيا-الإجراءات المتخذة لعلاج الازمة المالية بدول جنوب شرق اسيا:

اتخذت دول جنوب شرق آسيا إجراءات يمكن القول إنها متشابهة، خاصة أن غالبيتها اعتمدت للخروج من الأزمة ولعلاج آثارها على تنفيذ برنامج مالي وضع استراتيجيته عن طريق صندوق النقد الدولي، وهي خاصة تايلندا وكوريا الجنوبية وإندونيسيا، في حين أن ماليزيا لم تحذو حذو هذه الدول وإنما قامت بمواجهة تلك الأزمة معتمدة على نفسها ودون اللجوء إلى أية مؤسسة من مؤسسة التمويل الدولية، وفيما يلي التدابير المتخذة لعلاج الازمة.

1-الجهود الدولية المبذولة لعلاج الازمة المالية:

اشتملت البرامج المطروحة من اجل احتواء الازمة وعلاجها على ثلاثة برامج اصلاح رئيسية، طرحها صندوق النقد الدولي وصادقت عليها حكومات كل من تايلندا، ادونيسيا وكوريا الجنوبية ولقد تم الاتفاق على انه في مقابل الالتزام بالسياسات التصحيح المتفق عليها في تلك البرامج، سوف تحصل تلك الدول على تمويل كبير يبلغ حوالي 110 مليار دولار مقسمة على النحو التالي:

18 مليار دولار موجهة لتايلندا، 35 مليار دولار لاندونيسيا، و 57 مليار دولار لكوريا، وقد تم تقسيم هذا الدعم المالي على مراحل بحيث يجري توفيره في شرائح على مدى الفترة الزمنية الخاصة بالبرامج التصحيحية المقترحة.

وفيما يتعلق بالفلبين، فتجدر الإشارة الى انها كانت تعد اقل الدول تضررا من جراء وقوع الازمة الآسيوية، ولهذا كان دور صندوق النقد الدولي متمثلا فقط في الاشراف على الاقتصاد الكلي لنفاذي حدوث اي تداعيات سلبية في المستقبل.

اما بالنسبة لماليزيا، فقد اعتمدت الحكومة على جهودها الذاتية فيما يتعلق بمواجهة الازمة ولم تلجأ الى الصندوق، حيث عمدت الى تقليل عجز المعاملات الجارية وكذلك الحد من التوسع في الاقتراض.

وقد استهدفت البرامج التصحيحية النابعة من صندوق النقد الدولي تحقيق الاهداف التالية:¹

* منع التوقف عن سداد الالتزامات الاجنبية.

* الحد من تدهور قيمة العملة .

* التوصل الى تحقيق التوازن المالي.

* التقليل من حدة التضخم.

* اعادة بناء الاحتياطيات من الصرف الاجنبي.

* اعادة هيكلة وإصلاح القطاع المصرفي.

* التخلص من الاحتكارات .

* المحافظة على الثقة والجدارة الائتمانية.

* الحد من الانخفاض في قيمة الناتج القومي.

وسعياً وراء تحقيق هذه الاهداف ،استندت برامج صندوق النقد الدولي الى مجموعة الاجراءات التالية:

-السياسة النقدية:

تم اتباع سياسة نقدية انكماشية تتمثل في رفع اسعار الفائدة قصيرة الاجل -وذلك من اجل وقف

تدهور قيم العملات المحلية- ثم خفضها تدريجياً مع استقرار اسعار الصرف .

-السياسة المالية:

رغم ان السياسة المالية المتبعة -في بلدان جنوب شرق اسيا قبل وقوع الازمة المالية بها-ربما

لا تكون هي السبب المباشر للازمة ،الا ان الانكماش المالي قد اعتبر في البرامج التصحيحية المتبعة

بمثابة جزء من الحل ،ومن هذا فقد تم تنفيذ تدابير لكبح العجز المالي بهدف المساعدة على احداث

الخفض اللازم في العجز الموازني ،وكذلك للتمكن من تمويل تكاليف اعادة هيكلة البنوك.

-الاصلاح الهيكلي:

لقد تركزت اهم الاصلاحات الهيكلية التي تم اتباعها في مجموعة دول الازمة عقب وقوع

الازمة في القطاعات المالية ،حيث كان للإستراتيجية التي استهدفت مواجهة الازمة جانبان اساسيان

هما كالآتي:

الجانب الاول: تعلق بإزالة الاثار التي خلفتها عن الازمة ،حيث كان التدخل ضروريا فيما يتعلق

بالمؤسسات غير القادرة على البقاء، سواء عن طريق اغلاقها او دمجها في مؤسسات اقوى ،اما

المؤسسات الضعيفة -والتي تنوافر لديها القدرة على البقاء ولاستمرار- فيجب اعادة هيكلتها ،وكذلك

اعادة رسملتها .

¹Steven Radelet and Jeffery Sachs ,The East Asian Financial Crisis:Diagnosis,Remedies,Prospects,Consulting Assistance On Economic Reform,CAER Discussion Papers, N29,1998,p28.

اما الجانب الثاني، فقد استهدف وضع النظام المالي ككل على مسار سليم بصورة سريعة، وبصفة خاصة تحسين الاشراف والتنظيم المالي، وذلك للحد من احتمال تكرار نفس المشاكل. كما تجدر الاشارة هنا الى ان مجموعة الاصلاحات المتعلقة بالقطاع الاجتماعي-الرامية الى تقوية وتوسيع شبكات الامان الاجتماعي القائمة- قد لعبت دورا هاما وبارزا في معالجة الاثار الاجتماعية اللازمة حيث تضمنت مجموعة اجراءات لزيادة تحويلات الدخل والحد من البطالة عن طريق خطط التشغيل والتدريب المختلفة، وكذلك مجموعة اخرى للحد من تأثير زيادات الاسعار على الاسر الفقيرة عن طريق توفير او استمرار الدعم للغذاء والطاقة النقل، بالإضافة الى استمرار حصول الفقراء على الرعاية الصحية والتعليم.

وجدير بالذكر انه، وعلى غير المتوقع، فقد فشلت البرامج الثلاثة التي طرحها الصندوق، ولم يستمر اي منها في خط السير المرسوم له لأكثر من بضع اسابيع، حيث استمر التدهور في سوق العملات والأوراق المالية لفترة بعد توقيع هذه البرامج كما تزايدت الصعوبات والمشاكل القائمة في قطاع الشركات والقطاع المالي، خلاصة القول انه لم تنطلق انذاك اي اشارة توحى باستعادة الثقة في هذه الاقتصاديات، وتحفزها على الاستمرار في تلك البرامج، وبناء عليه وقعت كل من تايلندا وكوريا واندونيسيا، في 25 نوفمبر 1997، و 24 ديسمبر 1997، و 15 جانفي 1998 على التوالي، على مجموع التعديلات للبرامج السابقة.

2- الجهود المحلية المبذولة لعلاج الازمة: احتاجت دول الازمة الى تنفيذ بعض التدابير الصحيحة، وذلك بهدف احتواء الاضرار الاقتصادية الناشئة عن الازمة، وفيما يلي سرد لأهم الاجراءات المتخذة من طرف ماليزيا للخروج من الازمة التي تعتبر اهم هذه التجارب مع عدم استعانتها بالمؤسسات الدولية:¹

اعلن مهاتير محمد رئيس وزراء ماليزيا سلسلة من الاجراءات الاقتصادية الجريئة في اوائل سبتمبر 1998 اهمها :

- فرض قيود على خروج رؤوس الاموال قصيرة الاجل من خلال تحديد مدة مؤقتة حددت بسنة واحدة يمنع خلالها خروج هذه الاستثمارات بالإرباح المحققة.
- إيقاف التعامل والاتجار في عملة ماليزيا واسهم الشركات الماليزية في الاسواق العالمية.
- تحديد سعر ثابت للعملة الماليزية الى الدولار 3.8 ريجنت.

وقد اتخذت قرارات اخرى للقضاء على الازمة في الاجل القصير، ثم الاتجاه بعد ذلك الى القضاء على الاسباب الحقيقية لازمة، وتتمثل هذه القرارات فيما يلي:

¹ رانيا عبد الحليم رضا عبد العال، اثر سياسات سعر الصرف على قيمة الجنيه المصري، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة

- وقف تمويل البنوك للإسكان.
 - وقف قبول العقارات كضمان للقروض الاساسية إلا بنسبة 50% من قيمتها السوقية.
 - وقف قبول الاسهم والسندات كضمان للقروض إلا بنسبة 15% من قيمة القرض.
 - تمويل السلع المعمرة بحوالي 70% فقط من قيمتها.
 - وقف شراء الاجانب للعقارات التي تبلغ قيمتها اقل من 350 الف ريجنت ماليزي.
 - استكمال المشروعات الكبرى ودعم صناديق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وصناديق خاصة لتمويل تحديث الآلات والمعدات الصناعية .
- وكانت اولى الخطوات الجريئة لماليزيا نحو الاصلاح هي سياسة سعر الفائدة ،والتي نادى محمد مهاتير بتخفيضها لإنعاش الاقتصاد الوطني وفتح باب الاقراض لتشجيع المستثمرين المحليين ،وتنشيط الطلب الفعال على الطريقة الكينزية ،فانخفضت اسعار الفائدة من 11 الى 5.5 خلال 9 شهور فقط وتدرجيا ،وخفضت اسعار الفائدة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة الى 4 فقط ،وخفض الاحتياطي القانوني الاجباري للبنوك التجارية من 13.5 الى 4 ،كما اصدرت الحكومة الماليزية عددا من الإجراءات الرقابة النقدية على التحويلات النقدية لتثبيت سعر الصرف ،وبالنسبة للسوق المالية تم اتخاذ العديد من الاجراءات لاستعادة الثقة بهاو اعادة استقرارها وهي :
- اعادة هيكله القطاع المصرفي.
 - الرقابة على عمليات الاقراض المصرفي.
 - تحسين اداء البورصة
 - الحفاظ على تكامل القطاع المصرفي
 - انشاء شركة لإدارة الأصول المالية ،وشركة لإعادة هيكلة الأصول المالية ،ولجنة لإعادة هيكلة الموقف المالي للشركات الكبرى ،ولجنة لتنمية اصدار السندات المحلية.
- وقد اثارت اجراءات وقرارات اوائل سبتمبر 1998 كثيرا من الجدل حول مقدرة ماليزيا في تحدي اساسيات عمليات العولمة ،ولكن تدل كثير من المؤشرات على نجاح السياسات الاقتصادية لماليزيا ومن هذه المؤشرات :
- زيادة الاحتياطات الرسمية لماليزيا من النقد الاجنبي بمقدار بليون دولار امريكي خلال الاسابيع الاولى من شهر سبتمبر ،نتيجة عودة الارصدة المملوكة للماليزيين في حساب البلدان المجاورة.
 - ارتفاع اسعار الاسهم في بورصة كوالامبور.

• اعلان اصحاب الاستثمارات الاجنبية المباشرة طويلة الاجل ،انهم يرحبون باستقرار سعر صرف العملة الماليزية ،وان عدم تقلبات سعر الصرف يساعد على تخطيط الاستثمارات واستقرار المعاملات بشكل افضل.¹

ونهاية فان نجاح تجربة ماليزيا قد جعلها نموذجا يحتذى به ،فما وصلت اليه ماليزيا لم تصل اليه دولة اسلامية اخرى.

المطلب الثالث: دور تدفقات الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا:

انجذبت تدفقات الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية بدول جنوب شرق آسيا بعد سنوات من تثبيت الاقتصاد الكلي والإصلاحات الهيكلية ، أيضا للعوامل الكثيرة سابقة الذكر ، حيث الجدول التالي يبين تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية بالدول الخمس في شرق آسيا.

جدول رقم (38): تدفقات الاستثمار الاجنبي في الحافظة المالية الى دول الازمة الخمس. بليون دولار

السنة	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
تدفق المحفظة	3.4	5.3	16.5	8.3	17.5	20.0	12.6	6.5-
نسبة تدفقات المحفظة إلى إجمالي التدفقات الرأسمالية	%12.7	%19.9	%51.7	%25	%28	%32.05	-	-

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (37)

حيث يوضح هذا الجدول الزيادة الكبيرة في الاستثمارات الأجنبية في المحافظ المالية حيث انتقلت نسبة هذه الاستثمارات من إجمالي تدفقات الخاصة لرؤوس الأموال 12% سنة 1991 إلى 32% سنة 1996، الا انه يلاحظ هناك انخفاض في سنة 1994 ومردده هو تأثر البورصات في جنوب شرق آسيا بالأزمة المكسيكية سنة 1994، ومع بداية الأزمة 1997 يلاحظ من الجدول انخفاض في استثمارات الأجنبية في المحافظ ولكن يبقى الرصيد موجب أي أن التدفقات إلى الداخل أكبر من الخارج ولكن في سنة 1998 بلغت الأزمة حدتها أصبحت الرصيد سالب أي التدفقات العكسية للاستثمار في المحافظ أكبر من التدفقات إلى الداخل وهذا الخروج أثر على استقرار أسواق رأس المال لهذه الدول كما سنبينه فيما يلي:

¹ - عاطف وليد اندراوس ،اسواق الاوراق المالية "بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ،دار الفكر الجامعي ،الاسكندرية ،2008 ،ص 361.

وبسبب التوسع للأجانب بالدخول إلى أسواق الأوراق المالية وذلك بسبب تحرير حساب رأس المال ، يؤدي إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما وهما سوق العملات وسوق الأسهم مما يعمل على زعزعت الاستقرار فنشوء أزمة في العملة قد يؤدي بسهولة إلى انهيار سوق الأوراق المالية بينما قد يتحول ميل أسعار الأسهم نحو الانخفاض إلى أزمة سوق العملة ، وبالتالي يتطلب الأمر اتخاذ إجراءات أكثر حزمًا للسيطرة على مثل هذه الروابط المؤدية إلى زعزعت الاستقرار ، بما في ذلك وضع قيود على حيازة الأجانب للأوراق المالية المحلية.

الفرع الاول- الاثر على استقرار أسعار الصرف في بعض دول الأزمة:

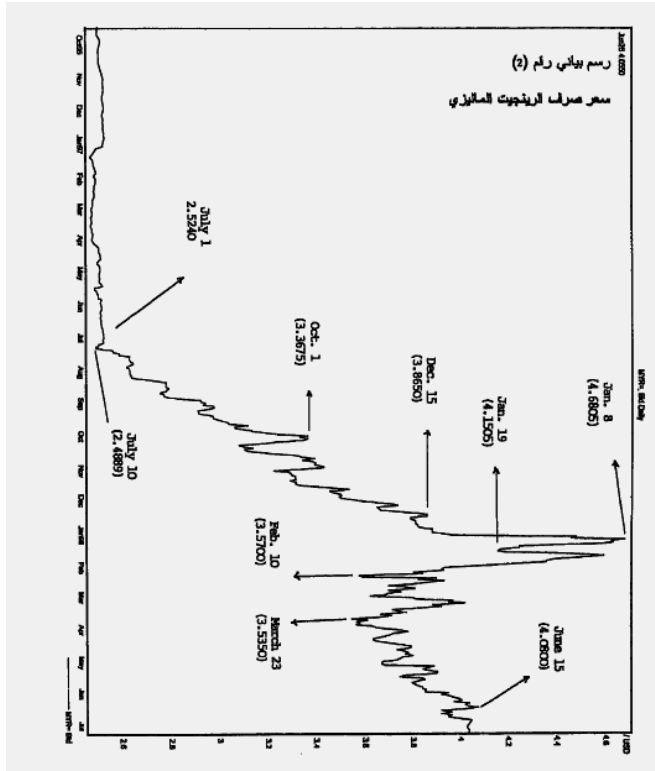
كما قلنا فإن من أهم أسباب الأزمة هو التدفقات العكسية لرؤوس الأموال خاصة منها قصيرة الأجل التي أثرت كثيرا على استقرار أسعار الصرف من خلال الضغط على الحكومات ، أما بسبب تآكل احتياطي أو التخفيض رسمي أو إعلان تعويم سعر الصرف ، والعديد من الأسباب الأخرى التي ذكرت سابقا ولكن الذي يهمننا في هذا البحث هو الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية ويمكن توضيح ذلك من خلال تتبع تغييرات أسعار الصرف لبعض دول الأزمة في سنة 1997.

أولا-ماليزيا:

من خلال المنحنى أدناه بلغ سعر الصرف الريجنت الماليزي أمام الدولار في الأول من يوليو 2.52 الريجنت للدولار الأمريكي ، ولم يتأثر في الأيام الأولى للأزمة حيث بلغ سعر صرف الريجنت أمام الدولار في 10 يوليو 1997 ، 2.46 ريخت للدولار الأمريكي ، ذلك أن السلطات النقدية الماليزية حاولت الدفاع عن سعر الصرف الريجنت أمام تصاعد الضغوط عليه ، وقد بدأ انخفاض سعر صرف الريجنت للدولار الأمريكي في الأول من أكتوبر 1997، وهو ما يمثل انخفاضا بنسبة 33.7% عن مستوى الأول من يوليو 1997، وقد استمر انحدار سعر الصرف الريخت بمعدلات بطيئة في البداية ثم بمعدلات متسارعة حيث بلغ سعر صرف الريجنت في 15 ديسمبر 1997 مبلغ 3.86 الريجنت للدولار الأمريكي ،وهو ما تمثل انخفاض نسبته 53.5% عن المستوى الأول من يوليو 1997، وقد استمرت عملية النزول حتى وصل سعر الصرف الريجنت أدنى نقطة له في 08 يناير 1998 حين بلغ سعر صرفه 4.68 الريجنت للدولار الأمريكي ويعنى ذلك انخفاضا في سعر صرف الريخت بنسبة 85.7% مقارنة بالمستوى السائد في اليوم السابق على انفجار الأزمة في 02 يوليو 1997.

قد اتجه سعر الصرف الريجنت الماليزي نحو التحسن منذ ذلك الوقت حتى بلغ 3.53% الريجنت للدولار الأمريكي في 23 مارس 1998، إلا أنه عاود الانخفاض

الشكل رقم(06): تطور سعر صرف الريجنت الماليزي امام الدولار اثناء الازمة.

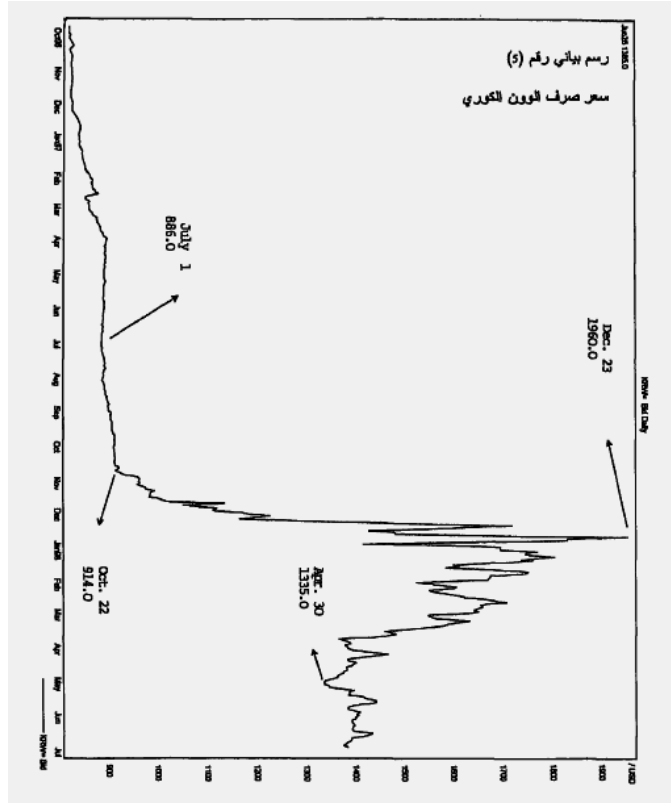


المصدر: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 48

ثانيا-كوريا الجنوبية:

أما فيما يخص الون الكوري فقد بلغ سعر صرفه 886 وون للدولار الأمريكي في الأول من يوليو 1997، ولم يتعرض الون الكوري للهزات العنيفة ذاتها التي تعرضت لها عملات دول جنوب شرق آسيا الأخرى ، حيث ظل سعر صرف الون يتسم بالثبات النسبي مع تعرضه للانخفاض طفيف إذ بلغ سعر صرفه في 22 أكتوبر ، 914 وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما يمثل انخفاضا نسبته 3.2% مقارنة بسعر الصرف السائد في 01 يوليو 1997، ومنذ أكتوبر 1997 بدأ سعر صرف الون الكوري في التدهور وبمعدلات سريعة وبشكل حاد ليصل إلى أدنى نقطة له في 23 ديسمبر 1997 حيث بلغ 1960 وون كوري للدولار الأمريكي ، وهو ما يشير إلى انخفاض بنسبة 161% مقارنة بالمستوى السائد في الأول من يوليو 1997 قبل انفجار الأزمة بيوم واحد ، ونتيجة للعديد من الإجراءات الاقتصادية الخاصة بمعالجة مديونية الجهاز المصرفي بجانب الاتفاق مع الصندوق والبنوك العالمية بدأ تحسين سعر صرف الون منذ نهاية ديسمبر ، بدأت مسيرة التحسن المطرد وإن كان قد شابها العديد من التقلبات ليصل سعر صرف الون الكوري في نهاية أبريل 1998 إلى 1335 وون كوري للدولار الأمريكي وكما هو موضح في الرسم البياني التالي:

الشكل رقم(07): تطور سعر صرف الـوون الكوري امام الدولار اثناء الازمة.



المصدر: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص53

الفرع الثاني-أثر الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية على استقرار أسواق رأس المال في دول الأزمة:

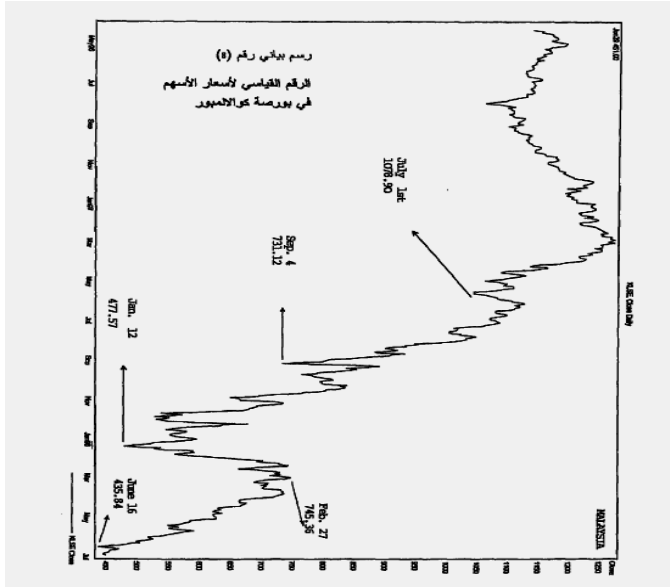
في أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا أصابها الانهيار أيضا وإن كان الاتجاه النزولي قد بدأ قبل تدهور سعر الصرف العملات بفترة زمنية يختلف طولها أو قصرها من دولة إلى أخرى. سنتتبع الرقم القياسي لأسعار الأسهم في بورصة ماليزيا وكوريا الجنوبية كأتمثلة لانهيار البورصات في دول جنوب شرق آسيا.

أولا-بورصة ماليزيا:

بدأ التدهور في بورصة كوالامبور قبل بدء تدهور سعر الصرف الـريجست الماليزي ، كما يوضح ذلك الرسم البياني لتحركات مؤشر أسعار الأسهم في البورصة الماليزية ،وقد بلغ مؤشر الاسهم في البورصة المذكورة 1078.9 نقطة في 01 يوليو 1997، وقد حقق المؤشر ارتفاعا طبيعيا في يوليو ثم بدأ في الهبوط ليصل في 04 سبتمبر 1997 إلى 731.12 نقطة مسجلا بذلك انخفاضا بنسبة 32.3% مقارنة بالمستوى الأول في يوليو 1997، وإذا كانت حركة المؤشر الأسهم قد شابها العديد من التقلبات الحادة إلا أن الاتجاه العام كان نزوليا، وقد استمر تدهور والانحدار حتى بلغ في 12 يناير

1998، وإن كان الانخفاض بلغ نسبة 55.8% مقارنة بالمستوى السائد الأول وقد حقق النشاط في بورصة كوالامبور حركة صعودية في مؤشر أسعار الأسهم حيث بلغ ذروته في 27 فيفري 1998 مسجلا 745.36 نقطة بنسبة 56% عن مستوى 12 يناير 1997، إلا أنه مازال دون المستوى الأول في يوليو 1997 سنة 31%، وقد شهد سوق الأصول المالية تدهورا واضحا بعد ذلك وبشكل حاد حتى بلغ 435.84 نقطة في 16 يونيو 1998 وهو أدنى نقطة حققها هذا المؤشر خلال الفترة المدروسة.

الشكل رقم (08): تطور الرقم القياسي لأسعار الاسهم في بورصة ماليزيا اثناء الازمة



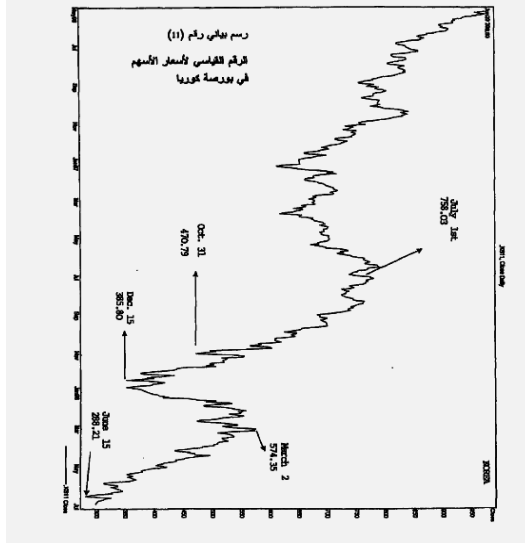
المصدر: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 58.

ثانيا- كوريا الجنوبية :

وكان الاتجاه النزولي لمؤشر أسعار الأسهم في بورصة كوريا الجنوبية واضحا منذ الأول من يوليو 1997، حيث وصل المؤشر إلى 758.03 نقطة، وقد استمر تدهور هذا المؤشر حتى وصل إلى 470.79 نقطة في 31 أكتوبر 1997، مسجلا بذلك انخفاضا بنسبة 38% مقارنة بمستوى الأول من يوليو 1997، واستمر الاتجاه النزولي حتى 15 ديسمبر 1997، حيث وصل مؤشر الأسهم إلى 385.80 وهو ما يعني انخفاضا بنسبة 12% عن مستوى 31 أكتوبر 1997، وإن كان ينخفض عن مستوى الأول من يوليو 1997 بنسبة 49%، وهكذا يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية في كوريا قد خسرت خلال الأشهر الستة الثانية من عام 1997 ما يقارب 50% من القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة بها، ومنذ منتصف ديسمبر تولد اتجاه صعودي نظرا لتحسن بعض الأوضاع نتيجة الاتفاق مع الصندوق الدولي وتولد أمل نحو حل مشكلة المديونية للبنوك الكورية.... إلخ.

حيث صعد المؤشر إلى 574.35 نقطة في 02 مارس 1998، مسجلا زيادة بـ 48.8% ، ولكن ما لبث أن يتجه المؤشر بفعل عوامل أخرى نحو الهبوط وبشكل حاد حتى وصل إلى أدنى نقطة خلال الفترة محل الدراسة في 15 يونيو 1998 حيث وصل إلى 288.21 نقطة، مسجلا بذلك انخفاضا بنسبة 49.8% عن مستوى 02 مارس 1998، في حين يصل الانخفاض إلى نسبة 62% مقارنة بالمستوى الأول من يوليو 1997) كما هو مبين في الرسم البياني

أدناه). الشكل رقم (09): تطور الرقم القياسي لاسعار الاسهم في بورصة كوريا



المصدر: عمرو محي الدين، مرجع سابق، ص 63.

وبعد كل ما سبق عن انفجار الأزمة وأثر العدوى للدول المجاورة والبعيدة وأيضاً أهم أسباب الأزمة ودور الاستثمار الأجنبي فيها يمكن تلخيص بعض الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية وهي كما يلي:

- في ظل العولمة المالية وتزايد التكامل بين الأسواق المالية، يتسم عالم اليوم بالحركة السريعة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، هذه الأموال بحكم طبيعتها ونمط استثمارها تغير اتجاه حركتها بسرعة فائقة، وقد مثل ذلك التغير في الاتجاه أحد أسباب الأزمة الآسيوية، إذ بلغت قيمة الأموال التي غيرت اتجاهها نحو 10% من الناتج المحلي الإجمالي لدول الأزمة الآسيوية مجتمعة، وتبعاً لذلك ثمة ضرورة لمراقبة وتحديد تلك التدفقات لتجنب تكرار تلك الأزمة.
- ان تقوية القطاع المالي والنظام المصرفي المحلي ضروري لتجنب اندلاع الازمات المالية، يزداد اهمية ذلك بشكل خاص في الدول النامية ذات الاسواق المالية الناشئة، فالنظم المصرفية في معظم هذه الدول تفتقر الى القوم المالية والادارية التي تمكنها من الاستفادة بشكل كفو من الاسواق

المالية المحررة وادارة المخاطر، فتطوير النظام المالي والمصرفي يجنبها التعرض اما يعرف
بأثر العدوى.

• هو ان الازمات اوضحت ضخامة تكاليف عدم نشر المعلومات والإفصاح عنها وتوفيرها بشكل
دوري، فذلك سيساعد على زيادة كفاءة وانضباط السوق، وأمر ضروري للرقابة الفعالة.
• تصور البعض أن الأزمة مقصورة فقط على القطاع المالي وأهملوا وجود ارتباط قوي بين النشاط
المالي والحقيقي، ذلك الارتباط الذي أدى إلى انتقال الأزمة إلى القطاع الحقيقي بصورة سريعة،
الأمر الذي أدى إلى تقليص شديد في النشاط الاقتصادي، وقد أدى تراجع النشاط الحقيقي بدوره
إلى تعميق الأزمة المالية من خلال تأثيره على القطاع المصرفي نتيجة لإفلاس العديد من
الوحدات المقترضة.

• على خلاف اعتقاد البعض فإن عجز الموازنة العامة لم يكن له أي دور خلال الأزمة، ذلك أن
دول الأزمة لم تكن تعاني من عجوزات في موازنتها العامة، بل أن بعضها حقق فوائض قبل
الأزمة، غير أن هذا لا يعني أن وجود العجز المالي لن يكون مؤثرا في تلك الأحوال، فوجود
العجز المالي يمكن أن يعمق من تلك الأزمات إذ ستكون الحكومة في تلك الحالة مضطرة إما
لزيادة الإصدار النقدي أو جذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال رفع أسعار الفائدة لتغطية
العجز المالي، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى تآكل احتياطات النقد الأجنبي أو ببطء حركة النشاط
الاقتصادي وتراجعها مما يترتب عليه افلاس العديد من وحدات قطاع الأعمال.

• بالرغم من انهيار الثقة في أي اقتصاد يأتي بشكل فجائي وليس تدريجي، إلا أن مشكلة انهيار
الثقة هو طبيعتها الفجائية، وتبعاً لذلك يمكن القول إن الطفرة الكيفية في ثقة المستثمرين
والمؤسسات في اقتصادات الدول الآسيوية لم تأت من فراغ، بل جاءت نتيجة لتراكمات كمية
سابقة أسهمت في تشكيل تلك الطفرة، وقد نشأ ذلك نتيجة لارتفاع نسبة الالتزامات قصيرة الأجل
بالعملات الأجنبية إلى الأصول قصيرة الأجل بالعملات الأجنبية، ولم يكن ارتفاع ذلك المؤشر
بشكل فجائي بل بشكل تدريجي، كما يتعين معه على السلطات النقدية في تلك البلدان الانتباه إليه
والعمل على تحجيمه.

• في ظل نظام سعر الصرف الثابت يؤدي استخدام احتياطي الدولة الرسمي من الصرف الأجنبي
في الدفاع عن سعر الصرف في حالة تزايد الضغوط عليه (نتيجة تنامي الاعتقاد بالمعاملات في
قيمتها) إلى مخاطر عدة تؤدي إلى تآكل احتياطي النقد الأجنبي دون إمكانية تحقيق هدف الحفاظ
على سعر الصرف الثابت، ذلك أن تآكل احتياطات الصرف الأجنبي يضعف من إمكانية الدفاع
عن سعر الصرف، وتدفع المستثمرين تحت تأثير الذعر المالي وسلوك القطيع إلى التخلص من

الأصول التي في حوزتهم والخروج سريعا من بلدان الأزمة ، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى المزيد من خفض الاحتياطي وتزايد الضغوط على سعر الصرف.

• تؤكد تجربة الأزمة المالية الآسيوية أن التحرير المالي السريع الذي بدأ تطبيقه في دول الأزمة في السنوات الأخيرة من الثمانينات والسنوات الأولى من السبعينات ، كان عاملا هاما في التمهيد للأزمة وتحقيق أسبابها ، ذلك أن التحرير السريع ترتب عليه توسع سريع في القطاع المالي وتوسع الإقراض الأجنبي ، في الوقت الذي لم تتطور فيه قدرة الحكومة على الرقابة وإدارة ذلك التحرير بنفس سرعة عمليات التحرير المالي ذاتها، فتحرير حساب رأس المال تم دفعة واحدة دون وجود إطار مؤسسي متطور للرقابة ، وقد ترتب على ذلك زيادة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (معظمها قروض مصرفية) واستثمارات الحافظة ، ولأن تلك التدفقات تتسم بعدم استقرارها وبعملياتها العنيفة فقد مثل ذلك عبئا كبيرا على أسواق بلدان الأزمة ، وتبعاً لما تقدم فإن إحكام الرقابة واستخدام أدوات مناسبة لتقييد الأموال الساخنة يعد من الأمور الهامة لمنع مثل تلك الأزمة .

وتجدر الإشارة هنا إلى تجربة الشيلي الناجحة في السيطرة على التدفقات قصيرة الأجل حيث اشترطت ايداع جزء من الأموال الأجنبية في حساب لا يعطي أي عائد لمدة عام ، ولقد فسر نجاح شيلي في تجنب الأزمة عند انفجار الأزمة المكسيكية بنجاحها في تصميم نظام يقيد من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

ملخص الفصل الرابع:

-من خلال هذا الفصل نستخلص أن الأسواق الأوراق المالية الناشئة هي تلك الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو ، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتمتد بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم ،وتمر هذه الأسواق بعدة مراحل حتى تصبح في مصاف الأسواق المتقدمة.

-وتنقسم الخصائص التي تتميز بها الاسواق الناشئة إلى قسمين الأول يشمل معايير درجة تقدم ونضج السوق ومنها حجم السوق الذي يبقى اقل من الاسواق المتقدمة ، ودرجة السيولة اكبر من مثالتها في الدول المتقدمة ودرجة التركيز المرتفعة فيها ،بينما القسم الثاني يركز على الخصائص التي توضح المنافع والمخاطر حيث المنافع التي يجلبها الاستثمار في الأسواق الناشئة في الاستفادة من النمو الاقتصادي في الدول النامية، وتوزيع المحفظة الاستثمارية، اما مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة فتتمثل في التقلبات ، إعادة رأس المال إلى الوطن ، مخاطر المعلومات والتكاليف الإدارية ،مخاطر السيولة ، مخاطر سعر الصرف ، المخاطر السياسية .

-تظهر التدفقات الرأسمالية عندما تكون حالة عدم توازن بين الادخار والاستثمار بين الدول، وتتأثر التدفقات الرأسمالية بالسياسات الاقتصادية والوضع المالي في الدولة المضيفة للاستثمارات ،وتنقسم العوامل التي تؤدي إلى التدفقات الرأسمالية إلى نوعين رئيسيين من العوامل هما العوامل الداخلية والخارجية فتمثل العوامل الداخلية في تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة ، وجود سوق أوراق مالية نشطة وقوية ،انخفاض معدلات التضخم ، استقرار أسعار الصرف ، توافر مناخ استثماري مناسب ، أما العوامل الخارجية فتتمثل في حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الدولية ، حدوث ركود اقتصادي عالمي مما يصاحبه انخفاض في الربح في المراكز المالية الدولية.

- يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها حالة من التشوه تسود الأسواق المالية تجعلها غير قادرة على توزيع الموارد المتاحة بشكل كفوء على القنوات الاستثمارية المختلفة والتي تملك فرص إنتاجية أفضل.

-توجد أربعة أنواع للأزمات المالية يمكن أن يواجهها الاقتصاد وهي أزمة العملة وأزمة البنوك وأزمة مصرفية ، وأزمة المديونية.

-هناك مجموعة من الأسباب قد يتعرض الاقتصاد لازمة مالية تتمثل في :عدم استقرار الاقتصاد الكلي ، اضطرابات في القطاع المالي، عدم تلاؤم خصوم وأصول المصارف، تحرير مالي غير وقائي، ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي ، تشوه نظام الحوافز، سياسات سعر الصرف.

- تقسم عوامل نجاح دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة إلى عوامل داخلية وخارجية، فالعوامل المحلية تتمثل في ظروف الوفرة والقدرة التنافسية للموارد الطبيعية والبشرية، أيضا السياسات الاقتصادية الكلية، المتبعة لهذه الدول ، أما الخارجية فهي الظروف العالمية المواتية ، وأيضا دور القطاع المالي في تحقيق النمو.
- تميزت دول جنوب شرق آسيا بمؤشرات اقتصادية قوية قبل الأزمة ، حتى أصبحت تلقب هذه الدول بأنها تعرضت لأزمة نتيجة لأدائها الباهر.
- يمكن القول أن الشرارة الأولى لانطلاق الأزمة المالية التي حدثت في دول جنوب شرق آسيا بدأت في تايلندا ثم انتقلت عدواها إلى باقي دول المنطقة وهناك مجموعة من الأسباب أدت إلى حدوث الأزمة وأهمها التحرير المالي التي قامت به مجموع هذه الدول وقابلية العملة للتحويل مع ضعف في النظام المالي فيها.
- قامت تايلندا واندونيسيا وكوريا الجنوبية بإصلاحات مقترحة وممولة من طرف صندوق النقد الدولي ، وهي ثلاث برامج تخص السياسة النقدية والمالية والإصلاح الهيكلي ،ولكن لم تتجح هذه البرامج بالحد من الازمة فقامت هذه الدول بجهود محلية لاحتواء الازمة خاصة من خلال كبح الواردات ،تنظيم القطاع المالي ،وتخفيض الانفاق الحكومي.
- بينما اعتبرت ماليزيا اللجوء إلى صندوق النقد الدولي يعد انتقاصا من السيادة الوطنية وفي سبيل مواجهة الأزمة قامت ماليزيا بوضع خطة سميت " خطة الانعاش الاقتصادي" ترمي إلى تطوير الاقتصاد الماليزي وإبعاده عن تأثير حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل تمهيدا لإعادة الهيكلة للقطاع المصرفي واستعادة الثقة فيه.
- من أهم أسباب الأزمة هي التدفقات العكسية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل الأجنبية خاصة منها استثمارات المحفظة التي أثرت على استقرار سوق الأوراق المالية وسوق العملات اللذان لهما علاقة وثيقة إذا لم يتحكم في هذه العلاقة تؤدي إلى نتائج وخيمة على السوقين والاقتصاد ككل.

تمهيد:

مع التطور العالمي والانفتاح المتزايد للأسواق العربية على العالم الخارجي، تزايدت أهمية الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في حركة رؤوس الأموال الواردة إلى الدول العربية أو الصادرة عنها، وخصوصاً ما يتعلق باستثمارات محفظة الأوراق المالية، ولاسيما الشق الخاص بالاستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية، ولأهمية هذه الاستثمارات الأجنبية قسمنا هذا الفصل لتوضيح واقعها في الدول العربية إلى أربعة مباحث هي:

- نشأة وتنظيم البورصات العربية.
- تطورات أسواق الأوراق المالية العربية من 2003 إلى 2010.
- تأثير أزمة المالية العربية 2008 على أداء البورصات العربية.
- واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في البورصات العربية.

المبحث الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية وتطورها.
وخصصنا هذا المبحث لتوضيح نشأة مختلف البورصات العربية
المطلب الأول: نشأة البورصات الخليجية
والمتمثلة في:

- سوق الأسهم السعودي
- سوق البحرين للأوراق المالية
- سوق الكويت للأوراق المالية
- سوق الإمارات العربية للأوراق المالية

الفرع الاول -سوق الأسهم السعودي:

يمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم السعودي في المملكة العربية السعودية في نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ حيث نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة، قامت ممارسة الوساطة في جمع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، وظهر بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 - 1403/07/11 ينظم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، واعتبارا من 1984 بدأت مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.

اولا-المراحل التي مر بها سوق الأسهم السعودي:

وقد مر هذا السوق بثلاث مراحل هي:¹

1- المرحلة الأولى: 1954 - أوائل الثمانينات:

- بلغ عدد الشركات المساهمة خلال 1954 - 1975 أربعة عشر شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال.
- حتى نهاية السبعينات كان الاتصال المباشر بين البائع والمشتري هو الذي يحكم معظم تداولات الأسهم أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.
- زادت مكاتب الوساطة بعد ذلك، وذلك بعد زيادة موارد الدولة وازدهار عمليات بيع وشراء الأسهم.
- ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات بلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.
- كان لانحياز سوق المناخ الكويتي بالإضافة إلى النمو المفرط سببا في تفكير جدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص 213-214.

2- المرحلة الثانية: أوائل الثمانينات إلى 2003 (التنظيم):

وأهم خصائص هذه المرحلة تميزت بما يلي:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983.
 - صدر عام 1983 مرسوم ملكي بإنشاء لجنة وزارية على السوق، وعليه فقد تشكل هيكل السوق المالية السعودي أي البورصة.
 - وفي عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم ومن أهم ما صدر:
 - تشكيل لجنة للإشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد.
 - إدارة الرقابة على الأسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي، وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف على كافة عمليات تداول الأسهم.
 - إعطاء مهمة الإشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد.
 - قصر نشاط الوساطة على التجارة وشركة الراجحي المصرفية.
 - لا تتم نقل ملكية الأسهم إلا بعد دفع القيمة الكاملة.
- وفي عام 1990 بدأ تطبيق النظام الآلي وهو عبارة عن نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسويات والمعلومات، وتم تحديث هذا النظام في 2001 ما خلق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

3- المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية (2003-2005)

تأسست السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم 30 المؤرخ في 2003/07/31.

يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعيينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضاء لمرة واحدة فقط. باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في جويلية 2004. وتتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:

- تنظيم المشاركين والوسطاء ومصدري الأوراق المالية
- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية.
- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الأوراق المالية.
- وضع آليات المتابعة التقاضي والتنفيذ.

ثانيا- الشروط ومتطلبات الإدراج:

تتمثل شروط متطلبات الإدراج فيما يلي:

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي.

- فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتتب فيها المؤسسون أو الأسهم الفنية أو حصص التأسيس فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح عن سنتين ماليتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلب للإدراج مرفقا بصورة من النظام الأساسي وقائمة بأعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسهمها.

الفرع الثاني-سوق الأوراق المالية الكويتي:

يعتبر بنك الكويت الوطنية أول شركة مساهمة عامة يتم إنشائها في الكويت عام 1952، حيث طرح أسهم للاكتتاب ثم توالى بعده تأسيس الشركات المساهمة الكويتية وكان التعامل في بداية الأمر يتم من خلال الوسطاء حتى عام 1960، ثم صدر أول قانون لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت عام 1962 حيث تم في فترة الستينات تزايد إنشاء الشركات المساهمة الكويتية، وفي الفترة الواقعة بين 1973 و 1976 تميزت بتعرض بورصة الكويت لمضاربة كبيرة فارتفعت الأسعار إلى حد كبير، ولهذا في عام 1977 تم افتتاح بورصة الأوراق المالية في الكويت لتصحيح الوضع الذي عانى منه الكثيرون منذ غياب الأوراق المالية.¹

أولاً-الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية: يتولى هذا السوق مباشرة نشاطه وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ 18/04/1983، إذ يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها وحتى التقاضي.

ويقصد بالأوراق المالية في تطبيق أحكام نفس المرسوم أسهم وسندات الشركات المساهمة الكويتية والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة، وإحدى الهيئات العامة الكويتية أو أية أوراق أخرى كويتية وغير كويتية مرخص بتداولها من لجنة السوق.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق حيث تصدر بناء على اقتراح لجنة السوق، إلى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيه وتبين: اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

ثانياً-إدارة السوق:

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد عضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يمثل بنك الكويت المركزي

¹ قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهيئة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، تاريخ الإطلاع 10 أكتوبر

- إثنين من ذوي الخبرة والكفاءة تختارها مجلس الوزراء بناء على ترخيص من وزير المالية والاقتصاد.
 - أربعة أعضاء تختارهم فرقة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
 - ويصدر تشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم، ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق، وتكون مسؤوليته بصفة خاصة كما يلي:
 - وضع قواعد التنشيطية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
 - اتخاذ ما يلزم في إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.
 - النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق أخرى في السوق والبت فيه.
 - الموافقة على تقدير في الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.
- ويتكون عضوية السوق من:
- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
 - الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.
 - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وإحكام الرقابة عليهم.
- ثالثاً- لجنة التحكيم والتأديب:**
- نشأ في السوق الكويتي لجنة تحكيم ولجنة تأديب، فالأولى تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، وتكون القرارات الصادرة عن هذه اللجنة ملزمة لطرفي النزاع.
- أما لجنة التأديب فتفصل بين الوسطاء والشركات المتعاملة في أوراقها في السوق من مخالفات للوائح والقرارات المنظمة للسوق.
- وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون عملها كما يلي:
- التنبيه والإنذار.
 - مصادرة أي كفالة تقررها اللائحة الداخلية.
 - إيقاف التعامل بالنسبة للشركات أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء ولمدة لا تزيد عن أربع أشهر، وشطب العضوية.

أما فيما يتعلق بإجراءات التسوية و المقاصة والتي تسمح للمستثمرين تسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول T+2، إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها ويجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

رابعا-تداول الأوراق المالية في السوق الكويتي:

يتم التداول في الأوراق المالية المقيدة والمقبولة في السوق ،داخل القاعة ومن خلال وسيط مقيد، بحيث تحدد لجنة السوق القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بتداول الأوراق المالية داخل السوق.

وأيضا يقوم جهاز التسعير في السوق بمراقبة حركة الأسعار والتداول بما يكفل انتظام ،فيجوز للجنة السوق وعند الضرورة تحديد نسب تقلبات الأسعار مما يؤدي إلى استقرار المعاملات في السوق، وتتولى إدارة السوق الإعلان عن الصفقات والكميات التي تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقيدة أو المقبولة للتداول في السوق، وغيرها من المعلومات.

الفرع الثالث-سوق البحرين للأوراق المالية:

كانت البداية في الستينات والسبعينات وذلك بتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المختلفة الأعمال وحتى عقد الثمانينات، بقي السوق غير رسمي ويحمل اسم سوق اللؤلؤة ،ولكنه عجز عن تنظيم السوق من خلال إظهار القيمة الحقيقية للأسهم و عدم منح المتعاملين في السوق الثقة في التعامل داخل السوق، ولأجل ذلك تم تأسيس سوق البحرين الرسمي عام 1987 باسم سوق البحرين للأوراق المالية وبدأ التداول فعليا لهذا السوق في 17 جوان 1989.¹

أولا-إدارة السوق:

يدير السوق مجلس إدارة يكون برئاسة وزير التجارة والزراعة ويكون تشكيل أعضاء على الوجه التالي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب للرئيس.
 - عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
 - عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة وصناعة البحرين من ذوي الخبرة والكفاءة .
 - عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.
- ويمارس مجلس إدارة السوق عدة مهام منها رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق، ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول والرقابة والإشراف على العمليات في البورصة، وأيضا تشكيل اللجان المتخصصة، وأهمها لجنة التحكيم والتأديب.

¹ عطا الله علي عودة الله الزبون، محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية للفترة (1990-2004) دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، ص 18.

ثانيا-قبول التداول والإدراج:

وتصنف الشركات المساهمة في قيم تداول أوراقها المالية في السوق إلى قسمين:

- الشركات المدرجة.
 - الشركات غير المدرجة والمقبول تداول أوراقها المالية في السوق.¹
- بحيث يقتصر التداول في السوق على الأوراق المالية للشركات التالية:
- الشركات البحرينية المساهمة التي يطرح أسهمها للاكتتاب العام.
 - والشركات المساهمة غير بحرينية شرط موافقة مجلس إدارة السوق.
 - أية شركات أخرى يوافق عليها مجلس إدارة السوق.
- أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها فيما يلي:
- تكون شركة مساهمة.
 - يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.
 - لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500000 دينار ولا تقل الأسهم المدفوعة عن 50% .
 - تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج وتلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.²

الفرع الرابع-سوق الإمارات العربية المتحدة:

يمكن التعرف على نشأة وتطور سوق الإمارات للأوراق المالية من خلال مرحلتين أساسيتين

هما:

المرحلة الأولى سوق الأوراق المالية غير الرسمي، أما المرحلة الثانية هي مرحلة تنظيم السوق وإنشاء البورصة المنظمة.

أولاً-المرحلة الأولى: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية غير الرسمي:³

في عقد التسعينات ومع طفرة أسعار البترول وانتعاش كافة النشاط الاقتصادي، تم تأسيس العديد من البنوك والشركات المساهمة، ولكن كانت حركة تداول الأسهم ضعيفة، ولم يمارس نشاط الوساطة لان غالبية الأسهم مغلقة.

وقد قام اتحاد غرف التجارة والصناعة عام 1982 بمحاولة تأسيس بورصة الأوراق المالية ولكن فشلت بسبب تأثيرات أزمة المناخ في الكويت، إضافة إلى انتهاء طفرة البترول ودخول الاقتصاد في حالة الركود.

¹ قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهيئة المصرفية، مرجع سابق.

² بوكساتي رشيد، مرجع سابق، ص 215.

³ سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، اتحاد المصارف العربية، ابو ظبي،

2002.ص 216.

ولكن ومع بداية 1995 تم استئناف تأسيس شركات المساهمة بعد انقطاع دام أكثر من عشر سنوات، وازداد عدد المستثمرين والمضاربين وانتعاش سوق الأسهم، وفي نهاية 1999 وصل عدد الشركات المساهمة في السوق إلى 46 شركة، وارتفع عدد مكاتب الوساطة إلى 50 مكتبا، ولكن ظلت القيمة السوقية للأسهم تنخفض مما أدى إلى فقدان الثقة في السوق وهذا بسبب المضاربات وأيضا موجة البيع الكبيرة للأسهم.

ولكن على الرغم من عدم وجود سوق رسمي للتداول الأوراق المالية في الإمارات في أوائل عام 2000، إلا أن السوق غير الرسمي يعد من الأسواق الكبيرة لدى مقارنته بأسواق الأوراق المالية العربية، ففي عام 1998 كان يحتل الترتيب الثاني بعد سوق الأسهم السعودي.

ثانيا- المرحلة الثانية: مرحلة تنظيم السوق.

إن تنظيم سوق الأوراق المالية بالإمارات كان ضرورة لتجنب المشكلات لعمليات التداول في السوق غير المنظمة.

فصدر القانون الاتحادي رقم 4 سنة 2000، بشأن هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري بالصلاحيات الرقابية والتنفيذية لممارسة مهامها، ومن صلاحيات هذه الهيئة وضع الأنظمة الخاصة للأسواق والتأكد من تطبيق هذه الأنظمة، واشترط القانون على ربط جميع الأسواق المرخص لها بالعمل في الدولة ربطا إلكترونيا.

وبعد صدور القانون الإتحادي، تم افتتاح سوق دبي المالي في 26 مارس 2000، حيث أدى إلى رفع قيمة أسهم شركات مساهمة عند البداية وعدد شركات الوساطة المرخص لها ب 12 شركة. وفي 13 ماي 2000 صدر القانون رقم 03 لسنة 2000 في شأن إنشاء سوق أبو ظبي للأوراق المالية وتم افتتاحه رسميا 15 نوفمبر 2000، حيث أدرج فيه 12 شركة مساهمة، ووضعت هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع ضوابط تشريعية لإدراج الشركات المساهمة والوسطاء وبعض الضوابط الأخرى التنظيمية التي تضمن الإفصاح والشفافية من جانب الشركات والوسطاء، فقد ألزمت الشركات المساهمة بالإفصاح العلني أو الخاص، تتضمن الضوابط أيضا إلزام الشركات المساهمة بتقديم قوائم مالية ربع سنوية غير مدققة من قبل مدقق مالي، وقوائم مالية سنوية مدققة ومعتمدة من شركات تدقيق حسابات معترف بها.

أما فيما يخص المقاصة والتسويات ونقل الملكية والخطط، فيتم عرض أسعار الأوراق المالية والسلع في السوق وفقا للأنظمة الصادرة بموجب أحكام القانون، على أن تشمل الأنظمة إجراءات البيع والشراء والمقاصة والمستويات ويتم نقل ملكية الأوراق المالية في السوق والقيود في سجلاته والحفظ وفقا للأنظمة، وتلتزم الجهة المصدرة لهذه الأوراق باتخاذ إجراءات نقل الملكية من جانبها بدون تأخير.

الفرع الخامس-سوق مسقط للأوراق المالية:

تعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1976، وهي أول شركة مساهمة عمانية طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط، وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 73 شركة.

وعلى الرغم من صدور التشريعات الاقتصادية والمالية، التي تحكم مختلف جوانب العمل المالي والاقتصادي في السلطنة وتطويرها من وقت إلى آخر، فقد ظل سوق إصدار وتداول الأسهم والسندات العمانية يعمل بصورة غير منتظمة نظرا لغياب تشريع وجهاز متخصص ينظمه ويشرف عليه ويراقب نشاطه.

ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري، ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق، وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور مرسوم سلطاني رقم 88/53 بتاريخ 1988/06/21 الذي أنشئ بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية، وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية. وبعد أن استكملت كافة الإجراءات اللازمة باشر سوق مسقط عمله في 20 ماي 1989.¹

واعتبارا من شهر يناير 1999 تم تنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق، والقانون الذي يفصل بين الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية، فقد تمت إعادة هيكلة السوق عن طريق ثلاثة أجهزة منفصلة أولها هيئة حكومية مستقلة إداريا وماليا تسمى الهيئة العامة لسوق المال، وتقوم بتنظيم وترخيص ومراقبة إصدار الأوراق المالية وتداولها داخل السوق.

أما الجهاز الثاني فهو البورصة وتسمى سوق مسقط للأوراق المالية، وتتمتع بالاستقلال الإداري والمالي، وتتبع البورصة الهيئة العامة لسوق المال.

والجهاز الثالث هو جهاز مركزي مهمته نقل وإثبات ملكية الأوراق المالية وحفظ مستندات الملكية من شهادات وسجلات، ويكون الجهاز في شكل شركة مساهمة مغلقة تسمى شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية.

الفرع السادس-سوق الدوحة للأوراق المالية:²

يعتبر إنشاء شركة قطر الدولية للملاحة والنقل في عام 1957 بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، تبعه بعد ذلك تأسيس العديد من شركات المساهمة والبنوك العامة القطرية، ولكن في غياب سوق منظمة، كان التعامل باسم الشركات يتم من خلال شركات الوساطة، فأدى ذلك إلى عدم تحقيق عدالة التعامل في كثير من الأحيان.

¹ وليد أحمد صافي، مرجع سابق، ص 200.

² سلام، عماد صالح، مرجع سابق، ص 214.

ولهذا صدر القانون رقم 14 سنة 1995 والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية والتي تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها، وبأشر سوق الدوحة للأوراق المالية عمله في 26 ماي عام 1997.

ويمارس سوق الدوحة وظيفتين أساسيتين فتمثل الوظيفة الأولى في القيام بدور الهيئة الرقابية، حيث يقوم بالإشراف على المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات المدرجة، والرقابة على عمليات التداول والوسطاء.

أما الوظيفة الثانية فتمثل في القيام بدور البورصة من خلال تنفيذ الأعمال المتعلقة بتداول الأوراق المالية وتوفير كل الخدمات من قاعة تداول أو نشر المعلومات والأسعار عن عمليات التداول....إلخ، إذن هذا السوق لا يفصل بين الدور الرقابي والتنفيذي بالتالي يعمل كبورصة تقليدية. ويعتمد سوق الدوحة للأوراق المالية على نظام التداول الإلكتروني.

المطلب الثاني: نشأة وتنظيم أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي:

وسنخص بالذكر في هذا الفرع كل من بورصة الجزائر وتونس والمغرب أما البورصة المصرية وسنقوم بدراستها في الفصل الثاني في هذا الباب.

الفرع الأول-سوق الأوراق المالية بتونس:

ويرجع تاريخ إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس إلى سنة 1969، وبقيت البورصة في تونس تلعب دورا هامشيا، حيث كان ينظر إليها أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، ولم تكن بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة.

ولكن مع حلول سنة 1986 تبنت الحكومة التونسية برنامج إصلاح هيكلي شمل جميع القطاعات الاقتصادية والمالية بما في ذلك البورصة، من خلال خلق إطار قانوني ومؤسسي حديث تمكن من خلال البورصة تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوط بها، المتمثلة في تعبئة وجمع الموارد وتوظيفها، حيث كانت هذه الإصلاحات تخص الإجراءات المتعلقة بمراجعة النظام الجبائي للاستثمار في الأوراق المالية (قانون رقم 111/88 سنة 1988 المتعلقة بدعم سوق السندات، وبعث أدوات مالية جديدة (قانون رقم 88-92 بتاريخ 1992/08/02) المتعلقة بإنشاء صناديق الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى البورصة التونسية تنقسم إلى سوقين، تسعيرة البورصة (المنظمة) والسوق الموازية والتي تتعامل فيها الشركات غير المسعرة في البورصة.¹

أولا-تنظيم بورصة تونس:

ويتولى تنظيم هذه البورصات الهيئات التالية:

- مجلس السوق المالي: "CMF" وهي هيئة حكومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي مكلفة بمراجعة عمليات البورصة والعاملين فيها.

¹ جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 197.

- الشركة التونسية المتخصصة في المقاصة وإيداع القيم المنقولة: وهي عبارة عن شركة مساهمة تتولى عمليات المقاصة في البورصة، وكذلك تتولى عمليات التكفل بالأوراق المالية قبل قيدها عن طريق تضمينها في حساباتها.

- صندوق ضمان السوق المالي: يسير من طرف بورصة القيم المنقولة، وتتمثل مهمته الأساسية في تغطية الوسطاء ضد أخطار العمليات المقابلة في البورصة، ولا ننسى أيضا المؤسسة الأهم وهي بورصة القيم المنقولة والتي تم التطرق إليها في النشأة.

الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية بالجزائر:

أدت الأزمة الاقتصادية التي عرفتها الجزائر خلال فترة الثمانينات إلى التفكير للقيام بإصلاحات شاملة، خاصة فيما يتعلق بالمنظومة المالية، والتي كانت ضمن القطاعات الرئيسية التي طالب صندوق النقد الدولي بإصلاحها، وقد تم الاعلان عن هذه الإصلاحات سنة 1987 وبدأ في تطبيقها سنة 1988، وكان أهمها إعلان القوانين المتعلقة باستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، وتم تحويل الشركات العامة إلى شركات أسهم (SPA)¹، وبالتالي أصبح من الضروري إنشاء سوق الأوراق المالية تتبادل فيها أسهم هذه الشركات أي البورصة.

-نشأة وتطور بورصة الجزائر: في إطار البرنامج المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية قامت السلطات العمومية الجزائرية باتخاذ التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني، التنظيم المؤسساتي، الجبائية وتكوين مختلف المتعاملين في هذه السوق وذلك على النحو التالي:

- الاطار القانوني: هذه التدابير تمت ترجمتها بعد التعديلات التي طرأت على القانون التجاري سنة 1993، الذي سمح بإدراج أدوات مالية جديدة، وكذا قواعد جديدة لتنظيم وتشغيل شركات ذات اسهم، كما تم ترجمة هذه التدابير في نفس السنة من خلال اصدار المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث يمثل الاطار القانوني لسوق رؤوس الاموال، والذي يحدد صلاحيات مختلف المتدخلين، وكذا التدابير المتعلقة بالشفافية كالتشغيل الجيد للسوق وحماية المستثمرين.

- التنظيم المؤسساتي: وسمحت هذه التدابير بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (OSOB) التي تتكفل بضبط السوق وتنظيمه، وشركة تسيير بورصة القيم (SGBV) المكلفة بتسيير المعاملات في البورصة، ووسطاء عمليات البورصة (IOB) المكلفين بالتفاوض على القيم المنقولة وأخيرا شركة استثمارات رأس مال متغير (SICAV) و هي هيئات التوظيف الجماعي .

- التدابير الجبائية: لتشجيع استثمار في البورصة، أصدرت الحكومة التدابير المتعلقة بالإعفاء الضريبي للقيم المنقولة المسجلة.

¹ شمعون شمعون، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ص 79.

- التدريب: قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بدعم من وزارة المالية بتنظيم تدريب أولي يهدف إلى تكوين دفعة أولى من محترفي السوق.

وتم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 04 أوت 1999 وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم، رأس مالها يقدر ب 24 مليون دينار، وقد تم الانطلاق الفعلي للسوق بانضمام أربع أوراق مالية إلى البورصة وهي:

- سند شركة سوناطراك (إصدار سندات في السوق الأولى)
- سهم الشركة العمومية (رياض سطيف)
- سهم مجمع "صيدال" للإنتاج الصيدلاني
- سهم مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي"

الفرع الثالث-سوق الأوراق المالية في المغرب:

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل يتم بعدها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة مكتب مقاصة القيم المنقولة، وعند استحداث مراقبة الصرف دفع بالسلطات إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق¹، وفي عام 193 صدر مرسوم ملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية الجديدة، تم بموجبه ان أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ويتكون التعديلات الملكية المتعلقة ببورصة الدار البيضاء من ثلاثة نصوص قانونية هي:²

- قانون البورصة: حيث تم بموجبه استحداث شركة مساهمة تقوم بإدارة بورصة الدار البيضاء، وتم تحويل البورصة من مؤسسة عمومية إلى شركة مساهمة حرة يمتلكها الوسطاء، وأصبحت البورصة سوقا منظما يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، وتولت شركة البورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء رسميا مهمة تسيير البورصة في سنة 1995.
 - القانون الثاني ينص على إنشاء مجلس القيم المنقولة وهي بمثابة هيئة مراقبة للبورصة، وهي من أهم الهيئات التي تسهم في إدارة وتطوير البورصة، وتعتبر هذه الهيئة مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي وتعمل على حماية المستثمرين.
 - أما القانون الثالث فينص على إنشاء الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهي صناديق التوظيف المشترك وشركات ذات رأسمال متغير.
- وكانت أهم التطورات التنظيمية بعد هذه القوانين الثلاثة ما يلي:

¹ -موقع بورصة الدار البيضاء على الانترنت.

² - عبد الله عويد مفلح طورش، العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، دكتوراه، كلية العلوم المالية والمصرفية الأردن، 2006، ص 58.

- إنشاء نظام الإيداع المركزي (شركة ماروكليير) في عام 1997 من أجل تسريع عمليات المقاصة والتسليم وتحسينها.
 - اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في 2001.
 - قرار بنك مورجان ستانلي بوضع المغرب في مؤشر الأسواق المالية الناشئة اعتباراً من 2001.
 - أنشأت البورصة لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.
- المطلب الثالث: أسواق الأوراق المالية في الشام:**

وسيتم التطرق الى اسواق الاوراق المالية ببيروت وفلسطين و الأردن (بورصة عمان)

الفرع الاول: سوق الاوراق المالية في الاردن

بدأ سوق عمان المالي مع تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة، وتلاه شركة التبغ والسجائر في عام 1931 ومن ثم شركة الكهرباء الأردنية في عام (1938)، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951، وقد كان التداول على الأسهم ونظراً لغياب السوق النظامي يتم عبر أماكن متعددة وغير متخصصة الأمر الذي أدى بالحكومة للتفكير في إنشاء سوق نظامية للأوراق المالية، وبالتعاون مع مؤسسات دولية معروفة قام البنك المركزي بإجراء عدة دراسات تؤكد مدى الحاجة لهذا السوق، في دعم الاقتصاد الأردني.¹

وقد كان ذلك فعلاً حين تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 الصادر بتاريخ 1976/06/01، وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بتاريخ: 1977/03/16، وباشرت اللجنة مهامها في هذا التاريخ، وكانت من أهم أهداف السوق هي:

- تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسلامته.
- توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق

ومع تطور التنظيم لسوق عمان المالي تم تقسيمه الى ثلاث هيئات لكل منها مهام هي:

أولاً-بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى تحقيق الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.²

¹ - فيصل محمود الشواربة، مرجع سابق، ص 117.

² - اتحاد الشركات الاستثمارية "أهم البورصات وهيئات أسواق المال "نشأتها-أهميتها-أهدافها" الكويت، الإصدار الثالث، أغسطس 2008، ص

ويتم تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عميله، تثبت بموجب قيود في سجلات البورصة وتعد القيود المدونة في سجلات البورصة وحساباتها سواء كانت مدونة يدويا أو الكترونيا دليلا قانونيا على تداول الأوراق المالية.

وتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين، وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها، ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة، ويدير البورصة من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال البورصة للبورصة.¹

حيث يضع مجلس إدارة البورصة الأنظمة الداخلية والتعليمات لإدارة شؤون البورصة كما يلي:²

- إدراج وتداول الأوراق المالية
- صندوق ضمان الوسطاء الماليين
- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعد سرية والأشخاص المفوضين بالإطلاع عليها بحكم عملها
- المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها، وتلك التي يجوز للجمهور الإطلاع عليها واستنساخها.
- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.
- وتنقاضي البورصة من أعضائها رسوم انتساب ورسوم اشتراك سنوية كما ينقاضي العمولات والأجور التي تنص عليها أنظمتها الداخلية.

ثانيا-مركز إيداع الأوراق المالية:

أنشأ هذا المركز كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية، وبدأ المركز بممارسة أعماله ومهامه في شهر آيار من عام 1999،

ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف إلى الربح، ويعتبر المركز الهيئة الوحيدة المصرح لها بموجب القانون القيام بالمهام التالية:

- تسجيل الأوراق المالية
- إيداع الأوراق المالية
- حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية
- إجراء التقاص والتسوية للأوراق المالية.

ويهدف هذا المركزي إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية،

¹ -اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 93.

² -محمد شواورة، مرجع سابق، ص 128.

وأيضاً تهدف إلى الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في البورصة من خلال وضع أنظمة داخلية وتعليمات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.¹ وتكون عضوية المركز من الجهات التي يحددها المجلس بموجب تعليمات يصدرها لهذه الغاية، ويدير المركز مجلس إدارة ومدير تنفيذي.

ويتقاضى هذا المركز من أعضائه برسوم انتساب ورسوم اشتراك سنوية، كما يتقاضى عمولات والأجور التي تنص عليها أنظمتها الداخلية.²

ثالثاً-هيئة الأوراق المالية:

وهي هيئة ذات شخصية اعتبارية، تتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مباشرة حتى تعمل بفاعلية وكفاءة وتهدف الهيئة إلى:

- توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية
 - تنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال بالمملكة.
 - حماية عملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من الغش والخداع.
- ولكي تحقق الهيئة هذه الأهداف فقد أوكل القانون إليها المهام التالية:

- 1- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.
- 2- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها وهي:
 - بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)
 - مركز الإيداع الأوراق المالية
 - الشركات المصدرة للأوراق المالية
 - المعتمدين
 - صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.³
- 3- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- 4- تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية
- 5- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.
- 6- تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

الفرع الثاني-سوق الاوراق المالية ببيروت: أنشأت بورصة بيروت بموجب القرار رقم (1509) الصادر بتاريخ 1920/07/03، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات الأجنبية، إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينات من القرن الماضي، وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية، ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة مع تنامي هذا النشاط، وأظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك لأهميتها ودورها في تحويل المدخرات نحو الاستثمارات، وقد توجت الجهود

¹ -التقرير السنوي لمركز إيداع الأوراق المالية لسنة 2010.

² -محمد شواورة، مرجع سابق، ص 130.

³ -اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 96.

في الصدد في صدور مرسوم تشريعي رقم 30 في 23/03/1985، والذي أعاد سوقي العملات والذهب إلى بورصة بيروت، كما أنشأت سوقا للمعادن والمواد الأولية.

وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشرة عاما، حيث أعيد افتتاحها عام 1996، وسبق افتتاح البورصة صدور المرسوم رقم 7667 بتاريخ 21/12/1995 تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة، حيث يحدد النظام أطر التعامل بالقيم المنقولة والأدوات المالية الأخرى المتداولة في السوق وقواعده وينظم عمليات التداول وتدير البورصة لجنة، ويتبع هذه اللجنة، مجلس تأديبي يقوم بحل الخلاف بين العملاء والوسطاء.

الفرع الثالث- سوق الأوراق المالية فلسطين: تأسس سوق فلسطين للأوراق المالية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار، (باديكو)، وقد حصلت على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية (وزارة المالية) في يوليو 1995 للمباشرة في إنشاء سوق فلسطين للأوراق المالية في نابلس.

وبدأ الإفتتاح الرسمي للسوق في 18 فيفري 1997، وتخضع السوق لرقابة وزارة المالية ويعتمد سوق فلسطين للأوراق المالية على أنظمة إلكترونية للتداول الأوراق المالية والرقابة والتسوية.

المبحث الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة: 2000-2010

وخصصنا في هذا المبحث أهم التطورات التشريعية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية العربية للفترة 2000 إلى 2010.

المطلب الأول: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة: 2000-2003

الفرع الاول : تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2000:

واصلت الدول العربية خلال عام 2000 جهودها لتحديث أسواق أوراقها المالية وتحسينها، ويشمل هذا التحديث عدة أصعدة أهمها:¹

اولا-الصعيد التشريعي والتنظيمي: فقد أقدمت دولة الإمارات العربية المتحدة على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية، حيث تم إنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية، وسوقي دبي وأبو ظبي للأوراق المالية كالأسواق لتداول الأوراق المالية، أما في الأردن، تم وضع قانون الأوراق المالية، ولوائحه الداخلية حيز التنفيذ، وفي مصر تم إعداد مشروع قانون جديد لسوق الأوراق المالية أكثر شمولية من القانون السابق، يهدف إلى إعادة تنظيم مؤسسات السوق وتعزيز الشفافية وتوفير المزيد من الحماية والثقة للمتعاملين، كما تعمل السلطات السعودية على تنظيم نشاط تداول الأوراق المالية القائم حاليا عبر شبكة المصارف التجارية، عبر أحداث ثلاث مؤسسات، هيئة للرقابة، وبورصة ومركز للتسوية، بالإضافة إلى تنظيم نشاط الوساطة. وفي الكويت أخرجت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خلال هذا العام، إنشاء السوق الموازي بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج، كما وضعت عدد من المعايير والضوابط الجديدة لنظام البيع الآجل.

¹ -صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2001.

ثانيا-تحديث أنظمة التداول: وفي هذا الصدد أقدمت بعض الأسواق العربية على إدخال أنظمة للتداول مثل الأردن الكويت ومصر (يقوم الوسطاء بتداول الأوراق المالية المدرجة من أماكن تواجدهم دون الحاجة إلى التواجد داخل القاعة)، ففي الأردن، تم استكمال نظام شبكة المعلومات التي تربط جميع شركات الوساطة العاملة كهدف توفير سهولة الاتصال بين البورصة والوسطاء من خلال خدمة البريد الالكتروني.

وقامت الكويت بتنفيذ مشروع الوساطة الالكترونية، من خلال وحدات متخصصة لدى شركات الوساطة، وأيضا في سوق دبي وأبو ظبي نظام التداول المعتمد هو نظام إلكتروني، يسمح بتوفير جميع المعلومات والبيانات شكل اني، ومن جانب آخر، اتخذت بورصة بيروت بعض الخطوات نحو التحول إلى نظام تداول الكتروني كامل.

ثالثا-تحديث أنظمة التسوية الحفظ المركزي:

في الأردن بدأ مركز إيداع الأوراق المالية بتنفيذ المرحلة التجريبية للنظام الالكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المسمى "نظام الايكوتير"، وهذا النظام مستعمل أيضا في السعودية ومصر والإمارات والبحرين وقطر وفلسطين، وهو نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله ببرمجيات معربة من جانب، وفي المعايير الدولية من جانب آخر.

رابعا-تطور نشاط الوساطة : وسبب التحديث في نظام التداول والتسوية وخدمات المعلومات أثر هذا في تطور نشاط الوساطة، فقد حرصت هيئات الأسواق على الأسواق في الدول العربية على تطوير عمل الوسطاء، ففي سوق البحرين للأوراق المالية أقدم على عدم السماح للوسطاء الماليين وممثلهم بمزاولة مهمة الوساطة ما لم يكونوا حاصلين على شهادة "مندوب استثماري" التي اعتمدها إدارة البورصة كشرط أساسي لتحديد الوسطاء الماليين، وفي عمان أقدمت السلطات على تشجيع الدمج بين شركات الوساطة، عبر منح حوافز ضريبية، وذلك بهدف تشجيع قيام شركات وساطة كبيرة من جانب ومعالجة المشاكل التي تعاني منه بعض شركات الوساطة الصغيرة.

خامسا-اتفاقيات الإدراج المشترك بين الأسواق العربية: وفي هذا الصدد، تم التوقيع على اتفاقية تعاون بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر، تعمل بموجبها الهيئات على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط الإدراج وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية بالشركات المسجلة بالسوقين، وتم خلال 2000 إدراج شركة السودان للاتصالات ف سوق البحرين لتكون أول شركة سودانية تدرج خارج السوق بورصة الخرطوم.

سادسا-الإفصاح على الاستثمارات الأجنبية ونجاح عمليات الخصخصة : فقد اتخذت العديد من الدول العربية خطوات على صعيد تعزيز الانفتاح على الاستثمار الأجنبي، كان أبرزها ما تم في السعودية والكويت، حيث أقدمت السلطات في كل منهما على إصدار قوانين عديدة تشجيع الاستثمار الأجنبي عبر منح العديد من الحوافز للمستثمرين.

أما في مجال عمليات الخصخصة فقد لعبت أسواق الأوراق المالية دورا مهم في هذه العمليات، فقد كانت هذه الأسواق آلية رئيسية في خصخصة عدد من الشركات والمؤسسات العامة خلال عام 2000، كما هو الحال في مصر وتونس، كما اتخذ عدد من الدول العربية خطوات تشريعية ومؤسسية لخصخصة قطاعات البنى التحتية فيها كالطاقة والمياه والاتصالات، عبر إعادة تنظيم هذه القطاعات عبر المؤسسات والشركات بطرح جزء من أسهمها لاحقا على الاكتتاب العام في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2001

أيضا سنة 2001 شهدت أسواق الأوراق المالية العربية عدة تطورات في عدة مجالات سوف يتم التطرق فيما يلي:¹

أولا- على الصعيد التشريعي والتنظيمي: أقدمت العديد من الدول العربية على تطوير التشريعات التي تحكم أسواق الأوراق المالية فيها لتتماشى مع المستجدات الدولية، فالسلطات السعودية أعدت مشروع قانون لسوق رأس المال يعمل على إحداث سوق منظم لإصدار وتداول الأوراق المالية، ويقوم هذا المشروع على استحداث ثلاث مؤسسات تتمثل في هيئة الرقابة والإشراف، والبورصة، ومركز التسوية، كما يتضمن المشروع احكاما تتعلق بالوساطة في الأوراق المالية، الأمر الذي سيؤدي إلى الترخيص لشركات الوساطة غير المصرفية لأول مرة في المملكة، وفي سوق البحرين للأوراق المالية، أعلنت إدارة السوق خلال عام 2001 عن عزمها تعديل متطلبات الإفصاح من قبل الشركات المدرجة في السوق من خلال توسع نطاق المعلومات والبيانات المالية الواجب الإفصاح عنها.

أما سوق مسقط للأوراق المالية، تم خلال الربع الثالث من العام تطبيق قواعد جديدة لإدراج الشركات، وذلك في إطار زيادة الإفصاح وتعزيز الشفافية التي تسعى إليها السلطات المعنية، وبمقتضى هذه التعديلات تم تقسيم السوق الثانوي إلى سوق نظامي أول وسوق موازي ثاني وسوق ثالث، فالشركات التي تتمتع بمراكز مالية وأداء مستقر وانتظام تحقيق الأرباح لمدة ثلاث سنوات يتم إدراجها في السوق الأول (النظامي)، أما بالنسبة للسوق الموازي فتقتضي هذه التعديلات إدراج الشركات ذات الأداء المتوسط ونسبة أرباحها 50 % من رأسمالها كحد أدنى، أما السوق الثالث فيضم الشركات ذات الأداء الضعيف والتي تكون قد سجلت خسائر خلال السنوات الثلاث الأخيرة أو التي تقل أرباحها عن نسبة 50 % من رأسمالها.

وفي تونس، أدخل مجلس إدارة البورصة بعض التعديلات على نسب العمولات سارية المفعول كما يلي:

المعاملات التي تقل قيمتها عن 50 ألف دينار يتم خفض نسبة العمولة بالنسبة للبائع والمشتري من 0,10 % إلى 0,05 %، أما المعاملات التي تفوق 50 ألف دينار.

¹ - صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2002 .

أما في الكويت، أقرت الحكومة الكويتية بدء العمل بضرعية بلغت نسبتها 2,5 % من أرباح الشركات الكويتية المدرجة .

وفي مصر، انتهت هيئة سوق المال خلال الربع الأول من عام 2001 عن إعداد الأدلة الإرشادية وذلك للتأكد من مدى إلتزام الشركات المدرجة في البورصة لمتطلبات العرض والإفصاح ونشر قوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرية والدولية.

ثانيا- مجال أنظمة التداول: وفي هذا المجال أدخل سوق الأسهم السعودي خلال شهر أكتوبر 2001 نظاما جديد للتداول يعرف باسم "تداول"، حيث من خلال هذا النظام تقوم وحدات التداول التابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء، أما في الأردن قرر مجلس إدارة بورصة عمان نقل تداول السوق الثالث. سوقي السندات وصناديق الاستثمار من مجموعة التسعير الثابت، إلى مجموعة التسعير المستمر، وفي لبنان أنهت إدارة البورصة خلال شهر يونيو 2001 العمل بنظام تداول التثبيت وإحلاله بنظام التداول المستمر، وتجدر الإشارة إلى وجود أنظمة تداول آلي متطور. في كل من أسواق الأردن والبحرين والكويت ومصر وتونس والمغرب وعمان وفلسطين والإمارات ولبنان.

ثالثا- استحداث الأوراق المالية للتداول في أسواق الأوراق المالية العربية: في هذا المجال تم إدخال أدوات مالية جديدة للتعامل، ففي مصر، تم استحداث نشاط التوريق العقاري، لتظهر أدوات مالية جديدة تسمى بـ"سندات التوريق"، وفي البحرين أصدرت مؤسسة النقد البحرينية خلال شهر سبتمبر صكوك التأجير الإسلامي التي تمتد فترة استحقاقها إلى (05) سنوات.

رابعا- عمليات الخصخصة: استمرت أسواق المالية العربية في انجاح عمليات الخصخصة.

- في تونس قررت السلطات المختصة عام 2001 عرض (10) شركات للبيع، كما قررت فتح قطاع الاتصالات للقطاع الخاص.
- أما في الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار خلال عام 2001، نحو 113 سهم من أسهمها في شركة الاتصالات عبر الاككتاب العام.
- وفي المملكة العربية السعودية، تحولت أكثر من عشر شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة، وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاككتاب العام في سوق الأسهم السعودي.
- أما سلطة عمان، سوف يتم تأسيس شركات مساهمة لفرض تطوير وتجديد قطاعات النبي التحتية مع اشتراك القطاع الخاص المحلي والأجنبي، وأن يتم طرح أجزاء من رأسمالها للاككتاب.
- وفي لبنان فقد قررت السلطات تهيئة الإطار التشريعي والمؤسسي لعمليات الخصخصة حتى يجري التمهيد لخصخصة قطاع المياه وأيضا قطاع الاتصالات بأكمله وتحويل شركة الكهرباء إلى شركة مساهمة وطرح من 15 إلى 30 % ورأسمالها للاككتاب في بورصة بيروت.
- وفي مصر بلغت قيمة الشركات التي تم خصصتها من خلال سوق الأوراق المالية خلال عام 2001 حوالي 146,3 مليون دولار.

-أما في المغرب واصلت السلطات جهودها إلى خصخصة قطاعات الاتصالات والنقل والمياه والمصارف، كما اقدمت بعض المصارف الأجنبية على شراء أسهم من البنك المصرفي للتجارة والصناعة لتصل حصته إلى 51,5 % من رأسمال.

الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2002¹

وانحصرت هذه التطورات على وجه الخصوص في الأطر التشريعية والتنظيمية وأنظمة التداول وأنظمة المقاصة والتسوية وتعزيز التعاون بين الأسواق المالية العربية.

أولاً- الأطر التشريعية والتنظيمية:

وفي هذا الصدد:

- قامت البحرين بإصدار قانون جديد للشركات بمنح صلاحيات أكبر لمؤسسات القطاع الخاص في اتخاذ قرارات الخاصة بالاندماج وبالتأمين على الشركات، وتعتبر طبيعة عملها دون الحاجة للحصول على موافقة الحكومة.

- وفي مصر تم إدخال بعض التعديلات على قانون الشركات التجارية، يتعلق بعضوية مجالس إدارات الشركات، وفقاً للضوابط التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال، وهذا ما تم أيضاً في قطر.

- في الأردن تم إقرار مشروع قانون الأوراق المالية لعام 2002 والذي تضمن تعديلات رئيسية أهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى، وأيضاً السماح بإنشاء صندوق مستقل لحماية المستثمرين، ومنح هذا القانون هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافية تقوم بموجبها بوقف التصرف في أموال المخالفين وتشديد العقوبات.

ثانياً- أنظمة التداول:

- حيث ساهمت هذه الأنظمة في زيادة كفاءة تنفيذ الأوامر البيع والشراء في البورصات العربية.

- ففي السعودية شهد بداية تداول أسهم الشركات المدرجة في السوق من خلال شبكة الأنترنت في بعض البنوك.

- في عمان أصدرت الهيئة العامة لسوق المال عدداً من اللوائح والتعليمات التي تم تطويرها لتناسب مع متطلبات المرحلة ومع المعايير الدولية، فقد تم إلغاء حاجز حركة الأسعار وسقف التملك على الشركات المتعثرة بقصد التسهيل على المستثمرين لشراء أسهمها، والإفصاح عن تعاملات إعفاء مجالس الإدارات في أسهم شركاتهم، وذلك بشكل فوري من خلال نظام التداول الإلكتروني كخطوة من شأنها تعزيز مبدأ الإفصاح والشفافية.

- وفي الكويت قامت بعض الشركات بطرح خدمة جديدة تتمثل في تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عبر الأنترنت باللغة العربية.

¹ - صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2002، ص ص 13-17.

- وفي مصر أقر مجلس إدارة سوق المال قواعد الشراء الهامشي، واشترطت هذه القواعد على شركات الوساطة ضرورة الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال لمداولة هذا النشاط.
- وفي قطر، تم تطبيق نظام إلكتروني في سوق الدوحة للأوراق المالية يهدف إلى توفير الوقت والجهد على المستثمرين والوسطاء في متابعة تنفيذ الأوامر.

ثالثاً- مجال الخصخصة :

- قامت السلطات الأردنية بتعويم 26,25 مليون سهم لشركة اتصالات الأردن، وإدراجها في بورصة عمان .
- في البحرين تم في أكتوبر 2002 إصدار قانون الخصخصة، بحيث من المتوقع أن يشمل هذا البرنامج الشركات في قطاع الصناعة وفي قطاع الخدمات لاسيما السياحة، والنقل، والكهرباء والماء، والميناء والمطارات وخدمات البريد.
- في تونس، باعت السلطات التونسية 52 % من رأسمال مصرف (UIB) إلى المصرف الفرنسي سوسيتي جنرال بمبلغ 102,7 مليون دينار، كما وافقت السلطات على بيع 50 % من رأسمال شركة أوراسكوم التونسية إلى الشركة الكويتية الوطنية للاتصالات بمبلغ 113,4 مليون دولار.
- وفي السعودية أعلن مجلس الوزراء عن إجراء أكبر عملية اكتتاب في الأسهم، تتمثل في بيع 30 % من أسهم شركة الاتصالات السعودية للقطاع الخاص.
- في عمان تم إنشاء وكالة تنظيمية لخصوصية شركة الاتصالات عام 2002، كما تعتزم الحكومة بيع 40 % من شركة المها للمنتجات البترولية.
- وفي لبنان قررت السلطات خصخصة 40 % من رأسمال اتصالات لبنان التي تدير نظام الهاتف الثابت، حيث تتوقع السلطات اللبنانية إيرادات الخصخصة والتسنييد إلى حوالي 5 مليار دولار عام 2003.
- أما مصر فتمت الموافقة على خصخصة قطاع الاتصالات وإنهاء احتكار الدولة لعدد من الخدمات.
- وفي المغرب قررت السلطات خصخصة قطاع الهاتف العادي، كما خدمت تفويضا لمصرف كريدي ليونيه الفرنسي للإشراف على الشركة الوطنية للتبغ.
- في قطر قامت وزارة الطاقة والصناعة بطرح أسهم شركة قطر للوقود في سوق الدرجة للأوراق المالية، ويعد ذلك أول حالة خصخصة شهدتها قطاع النفط والغاز القطري.

المطلب الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية في الفترة (2003-2005)

الفرع الاول: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2003

وشهدت هذه الأسواق عدة تطورات مهمة في هذه السنة لعل أهمها:¹

أولاً-في مجال الإفصاح:

- قامت مؤسسة نقد البحرين باعتماد وتعميم المعايير المطلوب الالتزام بها من قبل جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية عند نشر بياناتها المالية والإعلان عن نتائج أعمالها.
- وفي قطر ألزمت السلطات الشركات المقيدة في السوق بتقديم تقارير ربع سنوية وحددت مدة أقصاها ثلاثة أسابيع من انتهاء الربع لتزويد السوق بهذه التقارير.
- وقد أقدمت غالبية أسواق الأوراق المالية العربية على وضع تعليمات للإفصاح ومعايير المحاسبة والتدقيق تتماشى مع المعايير الدولية في هذه المجالات، وذلك تعزيزاً لمبدأ الشفافية وزيادة مصداقية هذه الأسواق.

ثانياً-الأطر القانونية والتنظيمية:

- حيث اعتمد سوق الدوحة للأوراق المالية عام 2003 لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة سعياً منها للتوافق مع المعايير الدولية في مجال الشفافية والإفصاح والتنوع في أدوات الأوراق المالية.
 - أما في مصر تم الانتهاء من إعداد اللائحة الخاصة بصندوق حماية المستثمرين ضد مخاطر إفلاس شركات الوساطة، وأيضاً تم الانتهاء من إعداد صيغة نهائية لمشروع القانون الموحد لتأسيس الشركات بهدف تحسين البيئة التشريعية ومناخ الاستثمار.
 - في السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف في السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق وهي مستقلة عن الهيئة.
 - في سلطنة عمان قامت الهيئة العامة لسوق المال بإدخال مجموعة من التعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون رأس المال بهدف تنظيم نشاط الشركات وإرساء قواعد المهنية المناسبة.
 - في دولة الإمارات قامت فيه هيئة الأوراق المالية والسلع بتوحيد المقاصة الإلكترونية وأنظمة التداول وأوقات التداول في سوقي أبو ظبي ودبي الماليين.
 - في الكويت: أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية خطة لإدارة السوق تهدف إلى تطوير التشريعات وتفعيل الدور الرقابي للسوق وتطوير الآليات والأنظمة الحالية.
- ثالثاً-الوساطة المالية: وقامت العديد من الأسواق العربية لموضع تعليمات جديدة تتعلق بالوساطة المالية:

¹ - صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2004 ، ص ص 14-17

- حيث في قطر تم الاتفاق مع إحدى شركات تكنولوجيا المعلومات لتزويد شركات الوساطة بنظام محاسبي خاص يتيح ربط أعمال تلك الشركات آليا بنظام التداول في السوق.
- وفي الأردن أقرت هيئة الأوراق المالية تعليمات حول التمويل على الهامش، حيث تم وضع عدد من الشروط الواجب على الوسيط تحقيقها لمنحه رخصة ممارسة هذا النوع من النشاط.
- في البحرين قامت مؤسسة نقد البحرين بمنح ترخيص لشركة كويتية لتقديم خدمات الوساطة بين سوق البحرين للأوراق المالية والأسواق الخليجية والدولية.
- رابعا-الخصوصية: حيث أهدمت العديد من الدول العربية على تعزيز برامج الخصوصية والتي لها دور في تفضيل وتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية.
- ففي السودان أعلنت وزارة المالية والاقتصاد الوطني عن تنفيذ حزمة من السياسات والإجراءات لصالح القطاع الخاص، والتوسع في برامج خصوصية المؤسسات العامة.
- في البحرين ثم توقيع العقد الخاص بدراسة خصوصية قطاع الكهرباء والماء بهدف إشراك القطاع الخاص بشكل فعال في عملية التنمية الاقتصادية.
- في مصر قررت إعادة النظر في أساليب خصوصية الشركات وذلك بتقسيمها إلى فروع ومصانع ومن ثم بيع كل فرع ومصنع بصفة مستقلة للتيسير على المستثمرين.
- وفي سلطنة عمان انتهت السلطات المختصة من إعداد قانون جديد ينظم قطاع الكهرباء والمياه وتحويل أصوله إلى مؤسسة جديدة في المرحلة الأولى، وخصوصته في مرحلة ثانية.
- في قطر قررت الحكومة هذه السنة خصوصية شركة الأسمدة الوطنية، وشركة الحديد، وأقسام من مصانع البتروكيماويات، نسبة 30 %، 45 %، 35 % على التوالي.

الفرع الثاني: تطورات الأسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2004.

أيضا في هذه السنة حاولت الدول العربية تقرير أسواقها في مجالات الإفصاح وتنمية المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية وجاءت كما يلي:¹

أولا- مجال الإفصاح:

- في الأردن قامت الشركات المدرجة في السوق الأولي في بورصة عمان لأول مرة في تاريخ سوق رأس المال الأردني، بتزويد البورصة بتقاريرها الفصلية المراجعة من طرف المدققين الخارجيين بهدف إضفاء المزيد من المصداقية.
- أما في السعودية أصدرت هيئة الأوراق المالية شروط الإدراج في السوق، وركزت على الإفصاح لضمان المساواة في فرص الاستثمار لجميع المتعاملين.

¹ - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2005، ص ص 19-21.

- في مصر قرر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال تعديل قواعد الإدراج والشطب للأوراق المالية، حيث يلزم الشركات موافاة الهيئة والبورصة بصورة من القوائم المالية السنوية فور إعدادها من قبل مجلس الإدارة.
- أما في قطر، ولتعزيز جوانب الإفصاح والشفافية، طلب سوق الدرجة للأوراق المالية من الشركات المساهمة العامة والمدرجة بضرورة تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها وبياناتها المالية، وذلك من خلال 45 يوما بعد إنتهاء نصف السنة الأول.
- ودائما في مجال تعزيز الإفصاح لسنة 2004 قامت بعض الأسواق العربية بإدخال مؤشرات جديدة شكل سوق مسقط للأوراق المالية الذي اصبح يحسب مؤشرة على 1000 نقطة بدلا من 100 نقطة.

ثانيا-في مجال التداول:

تم في مصر التوقيع على اتفاقية بين شركة مصر لنشر المعلومات، وسوق الدوحة للأوراق المالية لتطوير النظم الرقابية على التداول، كما تعزز التعاون بين سوق أبو ظبي ودبي المالي، مع بدء العمل بالشاشة الموحدة للسوقين، وأيضا إصدار مؤشر واحد.

ثالثا-في مجال الخصوصية:

وخلال عام 2004 قامت الدولة العربية بطرح أسهم شركات القطاع العام للاكتتاب سواء في الأسواق المحلية أو العربية الأخرى.

- في تونس قامت السلطات ببيع ما يعادل 33.5 من رأسمال بنك الجنوب للقطاع الخاص.
- كما قامت السلطات السعودية بخصخصة اثنتين من أكبر الشركات العامة، وقرر مجلس الوزراء طرح ما يعادل 20 % من رأسمال شركة اتحاد الاتصالات للاكتتاب العام.
- وفي مصر قامت وزارة الاستثمار بطرح حصص مملوكة للدولة في 10 شركات للبيع، على أن يتم البيع من خلال سوق المال المحلي.

- وفي المغرب قامت السلطات بطرح 20 % من رأسمال البنك المركزي الشعبي للاكتتاب العام.
- وفي السودان حولت الحكومة الشركة الحوية السودانية إلى شركة مساهمة خاصة كمرحلة أولى، ثم تحويلها إلى شركة مساهمة عامة و إدراجها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.
- وأخيرا في الجزائر قررت السلطات خصصة 942 شركة عامة تشمل معظم القطاعات.

الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2005.

- شهدت أسواق الأوراق المالية العربية مجموعة من التطورات والأحداث الهامة خلال عام 2005 فيما يتعلق بزيادة مستوى الإفصاح تعزيز الشفافية المطلوبة في أسواق المالية.
- في قطر وبهدف تعزيز الشفافية في السوق تم وضع بعض الأسس لتنظيم عملية التداول بالأسهم من قبل الشركاء في شركات السمسة ورؤساء مجالس إدارتها ومديريها والعاملين.

وبهدف تسهيل عمليات التداول وضمان أوامر البيع والشراء وافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في البورصة عبر الأنترنت.

-في سلطنة عمان قام السوق بشراء نظام تداول إلكتروني جديد بتطوير الخدمات التي يقدمها للمتعاملين، وتم تطوير خصائص نظام التقاص الإلكتروني، حيث تم فتح العمليات المصرفية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني.

-وفي الأردن شهد السوق مجموعة من التطورات في مجال تقنية المعلومات كاعتماد نظام أرشفة الوثائق الصادرة عن البورصة وتطوير البرمجيات المتعلقة بأنظمة البورصة، أما من جانب الإفصاح فلقد تم إدخال موقع جديد للبورصة على شبكة الانترنت لنشر أهم البيانات والمعلومات الصادرة عن البورصة على الموقع وتوفيرها لكافة المستثمرين.

-أصدرت الإمارات عام 2005 قرارات بتعديل أنظمة التحكيم في منازعات تداول الأوراق المالية والمقاصة والتسويات ونقل الملكية والوسطاء.

وأهم ما ميز هذه السنة هو التوقيع على اتفاقية إنشاء البورصة العربية لتداول الأموال في خطوة من شأنها دعم التعاون الاقتصادي العربي وتسهيل انتقال رؤوس الأموال العربية، وزيادة حجم الاستثمارات المتبادلة في المنطقة العربية، وكذلك تم في أواخر 2005 افتتاح مركز دبي المالي العالمي، حيث بدأت دبي العالمية تداولاتها لتصبح بذلك أول بورصة مالية عالمية في المنطقة.

المطلب الثالث: تطورات الأسواق الأوراق المالية للفترة (2006-2010):

الفرع الاول : تطورات الأسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2006:

وشهد عام 2006 حركة تصحيح لأسعار شملت معظم الأسواق العربية بسبب موجة من ارتفاع قياسية لأسعار الأسهم لذلك قامت الهيئات الرقابة والبورصات العربية بتطوير الأطر التشريعية والرقابية لتحسين أداء السوق وكانت الأجراء كما يلي:

-في هذا العام تم إنشاء سوق ليبيا للأوراق المالية فقد أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم 134 لعام 2006 والتي اتخذ مدينة طرابلس مقرا رئيسيا له، وبدأ بإدراج 07 شركات.

-أما في سوريا فيتواصل الإعداد لتأسيس سوق مالية بحيث تهدف هذه السوق إلى تنظيم جميع العمليات المتعلقة بإصدار وطرح وتداول وتسوية وانتقال ملكية الأوراق المالية.

-وفي اليمن أيضا واصلت اللجنة المشكلة برئاسة وزير المالية مهامها من أجل تقديم مشروع قرار متكامل بشأن الأسواق الأوراق المالية.

أما مجموعة التطورات التي أدت بمجملها إلى النهوض بأسواق المال العربية الموجودة سابقا:¹

- ففي السعودية: قامت هيئة سوق المال بتغيير نسبة التذبذب من 10% إلى 5% وتقييد الاقتراض من البنوك بنسبة 25% من رأس المال.

¹ -المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2006، ص ص 33-42.

- تم التنسيق مع مؤسسة النقد السعودي من أجل وضع سياسات تتعلق بالاقراض البنكي الممنوح للتعامل في السوق.
- وقعت السوق مع شركة دولية متخصصة في مجال تطوير الأنظمة الخاصة بالأسواق المالية لتزويد السوق السعودي بالأنظمة التقنية الحديثة لعمليات التداول.
- قرر مجلس الهيئة تخفيض عمولة التداول بنسبة 20 % بدء من منتصف العام.
- **أما في الكويت:** وافق مجلس الأمة الكويتي على قانون تنظيم أسواق رأس المال يقضي بإنشاء هيئة لسوق المال تتولى مهام الإشراف والرقابة على جميع أنشطة السوق.
- قررت الحكومة الكويتية منع الشركات المساهمة من طرح أوراق مالية جديدة للاكتتاب العام أو الخاص دون الحصول على ترخيص مسبق، وهذا بهدف تنظيم الاكتتابات العامة لاستيعابها من طرف السوق.
- **وفي البحرين:** تم توقيع مذكرة تفاهم مشترك مع بورصة دبي العالمية بهدف توثيق وإزدياد آفاق التعاون بين السوقين.
- فأصدر مجلس إدارة سوق البحرين قراراً بشأن السماح لشركات الوساطة المالية بالإطلاع على الأوراق والأدوات المالية المدرجة في السوق وتداولها عن بعد.
- **أما في الإمارات:** تم تعديل المادة الخامسة من قرار مجلس الوزراء رقم 12 لسنة 2000 بإنشاء النظام الخاص بإدراج الأوراق المالية والسلع، حيث ألزم التعديل جميع الشركات المساهمة المحلية التقدم بإدراج أسهمها خلال 30 يوماً من تاريخ إخطارها وإلا جاز إيقاف نشاطها.
- وبهدف تعزيز دور هيئة الأوراق المالية تقرر نقل ملف الإصدارات الأولية للشركات المساهمة العامة من وزارة الاقتصاد إلى هيئة الأوراق المالية والسلع.
- في سوق أبو ظبي للأوراق المالية قرر السوق تخفيض مجموعة من الرسوم المفروضة على الشركات المدرجة بنسبة 25 %.
- أما في سوق دبي تم التعاقد على شركة استشارية لشراء أجهزة جديدة تسمح بتنفيذ 30 ألف صفقة في الثانية، وقررت أيضا إمارة دبي تحويل سوق دبي إلى شركة مساهمة وبيع 20 % من رأسمالها، و أعلن عن إعداد مؤشر "داوجونز سوق دبي المالي"، وانضمام بورصة دبي العالمية إلى عضوية المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، كما تم أيضا الإعلان عن بدأ في إجراءات تحويل السوق إلى أول سوق مالية إسلامية عالمية وذلك بهدف استقطاب الاستثمارات المحلية والعالمية الراغبة بالالتزام بالشريعة الإسلامية.
- **وفي سلطنة عمان:** وفي إطار تحديث مؤشر السوق تم تحديد نسبة 20 % كحد أقصى لمساهمة أية شركة تنتمي إلى عينة المؤشر في القيمة السوقية.

- ثم توقيع اتفاقية للإدراج المتبادل بين سوق أبو ظبي وسوق مسقط للأوراق المالية وذلك لتشجيع الاستثمار بين السوقين.
- **في قطر:** تم في هذا السوق منع الوسطاء من إلغاء أوامر البيع أو الشراء أو القيام بتعديل الأسعار التي يتم إدخالها خلال فترة ما قبل افتتاح السوق بهدف منع محاولة التأثير السلبي أو الإيجابي على الأسعار.
 - تم تعديل نسبة التذبذب اليومي المسموح به في أسعار الأسهم من 5 % إلى 10 % صعوداً أو هبوطاً، وأيضاً تعديل نسبة التذبذب في المؤشر صعوداً وهبوطاً بنفس النسبة.
 - ولتشجيع التداول قررت سوق الدوحة خفض العمولة التي يتقاضاها السماسرة وكذلك تم خفض العمولة التي تستوفيتها إدارة السوق من الوسطاء من 30 % إلى 20 %.
 - **وفي مصر:** أصدرت هيئة سوق المال قراراً بتنظيم عملية تداول الأسهم عبر الأنترنت.
 - كما أصدرت وزارة الاستثمار قراراً يشمل قواعد خطر التلاعب في الأسعار أو استغلال المعلومات الداخلية لمختلف الأعوان الاقتصاديون.
 - وقعت بورصة المصرية مع بورصة أبو ظبي اتفاقية تسمح بإمكانية القيد والتداول المشترك للأوراق المالية المقيدة في السوقين.
 - ثم تدشين مؤشر جديد للسوق المصرية بالتعاون على شركة داوجونز للمؤشرات يحتوي على أكبر عشرين شركة مصرية مدرجة.
 - اعتمدت هيئة الأوراق المالية مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة في البورصة والتي ستكون إلزامية لقيد الشركات في جدول البورصة.
 - **في الأردن:** بدأت بورصة عمان بتفعيل العمل بنسخة جديدة من نظام التداول الإلكتروني بهدف استيعاب الزيادة الكبيرة في أحجام التداول وتحسين الأداء.
 - أصدرت هيئة الأوراق المالية بتعليمات هامة منها التزام شركات الوساطة الفصل بين أموالها وأموال العملاء لديها.
 - نشر بملكية أعضاء مجالس إدارات الشركات المساهمة العامة من أسهم في الشركات في بورصة عمان على الموقع الإلكتروني لمركز إيداع الأوراق المالية.
 - أيضاً قامت الهيئات بالاشتراك مع مؤسس سوق المال بإعداد مسودة دليل قواعد حوكمة الشركات المدرجة في البورصة يهدف تطبيق نظم الإدارة الرشيدة في هذه الشركات.
- الفرع الثاني: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2007:**
- وشهد هذا العام عدة تطورات في مختلف أسواق الأوراق المالية العربية نهوض بها وكان أهمها:¹

¹ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، ص ص 38-48.

- في الأردن: استكملت عمان تلبية كافة متطلبات الانضمام إلى اتحاد البورصات الدولية مما أهلها للانضمام إليها.
- أطلقت البورصة على موقعها الإلكتروني خدمة مراقبة التداول ليتمكن المستثمرين في البورصة من متابعة استثماراتهم بشكل مباشر.
- وفي إطار اتفاقيات التعاون المشترك، تم التوقيع على اتفاقية تعاون مع بورصة لندن بهدف رفع مستوى الأسواق الثانوية وتطوير الأنظمة والتعليمات.
- في البحرين: قام بنك البحرين المركزي بعدة تعديلات على معايير الإفصاح شملت تغيير المدة المحددة لنشر البيانات المالية والسنوية المدققة، وتوحيد فترة حظر تعاملات المطلعين على البيانات والمعلومات الداخلية في كل الشركات المدرجة وبشكل موحد.
- وفي إطار التعاون وقعت سوق البحرين للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية اتفاقية تتعلق بتنظيم إدراج وتداول وتسوية الأوراق المالية المتعامل بها في كلا السوقين.
- أما في تونس: تم البدء بتشغيل نسخة جديدة من نظام الإلكتروني لتحديد الأسعار بهدف استيعاب الزيادة الكبيرة في أحجام التداول وتحسين الأداء، كما تم رفع الحد الأقصى لنطاق التداول اليومي للأسهم من 4.5 % إلى 6 %.
- وفي السعودية: تم إقرار نظام جديد تضمن تعديل رأسمال الشركات المساهمة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وتحديد الحد الأدنى المسموح به بطرحه.
- تم تأسيس شركة مساهمة عامة باسم "شركة السوق المالية السعودية" ذلك للإشراف المباشر على السوق المالية بدلا من هيئة السوق المالية السعودية.
- وتهدف هذه الشركة إلى توفير وتهيئة إدارة آليات التداول والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية.
- كما تم أيضا بدأ التعامل بنظام تداول الكتروني يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة يوميا.
- ومن أجل تشديد الرقابة على الشركات وضمان عدم التلاعب، أعلن عن فترات خطر لتداول أعضاء مجالس وإدارات في الشركات المدرجة تتزامن مع فترات انتهاء البيانات المالية للشركات.
- وفي سلطنة عمان: وفي مجال تطوير عمل سوق الأوراق المالية، تمت بعد التعديلات فيها.
- منح الهيئة العامة لسوق المال صلاحية فرض غرامات مالية مباشرة في حال عدم الإفصاح.
- وافق مجلس إدارة الهيئة على إضافة نص في تعليمات التداول يعطي للوسيط داخل القائمة صلاحية توفير خدمة التداول عن طريق الانترنت مما يسهم في تبسيط إجراءات التداول.
- ودخلت قواعد وشروط الإفصاح الجديدة حيز التنفيذ وتتضمن توحيد قواعد الإفصاح في لائحة واحدة، وإلغاء نماذج البيانات المالية القديمة واستبدالها بأخرى جديدة.

- وفي إطار تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية قامت إدارة الهيئة العامة بتعديل هيكلها التنظيمي وإنشاء دائرة جديدة لحوكمة الشركات.
- **وفي الكويت:** تم إنشاء مسودة مشروع قانون إنشاء هيئة سوق المال تمهيدا لاعتمادها.
- تم تعديل بعض شروط الإدراج للشركات المساهمة التي ترغب في الإدراج، ومنها أن يكون رأسمال الشركة المصدرة مدفوعا بالكامل.
- تم أيضا إجراء تعديلات أعطت إدارة السوق صلاحية وقف التعامل بأسهم أي شركة مدرجة، في حال قيامها بدمج شركة سبق أن رفض إدراجها في السوق لمدة عام من تاريخ الاندماج.
- **وفي مصر:** تم إجراء تعديلات على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال تستهدف إعادة تنظيم قواعد شراء أسهم الشركات المساهمة بفرض الاستحواذ على ملكيتها وإدارتها.
- وضعت أيضا القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وغير المقيدة في البورصة، وتضمن القرار ضرورة التزام هذه الشركات بقواعد الحوكمة كأحد متطلبات استمرارها في العمل مع إلزامها بضرورة توفيق أوضاع هذه القواعد خلال ستة أشهر.
- كما تم تدشين "بورصة النيل" التي تختص بالمؤسسات المتوسطة والصغيرة.
- **وفي قطر:** رفعت نسبة ملكيتها في بورصة لندن إلى نحو 24%.
- أيضا تم تخفيض شروط الإدراج فيما يتعلق بعدد المساهمين من 100 مساهم إلى 30 مساهم.
- وفي مجال التطوير الرقابي، بدأ العمل على إنشاء مجلس انتقالي لإقامة هيئة موحدة للرقابة المالية.
- وفي إطار إعادة تنظيم السوق تم فصل الدور التنفيذي وعملية تداول الأسهم عن الدور الرقابي.
- **وفي فلسطين:** تم تحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة، حيث سيتم طرح 30% من رأس مال السوق للاكتتاب للجمهور و 21% ستخصص لشركات الوساطة المالية الفلسطينية وشركاء إستراتيجيين من الخارج.
- كما بدأ العمل بالنظام الإلكتروني الجديد ببث مباشر عن نشاط السوق من خلال الأنترنت.
- كما أعلنت إدارة السوق عن قيامها بالمراجعة السنوية لاحتساب مؤشر القدس، وتعديل عينة الشركات الداخلة في المؤشر، من أجل ضمان عادل لجميع القطاعات في السوق.

الفرع الثالث: تطورات أسواق الأوراق المالية لسنة 2008

حيث كانت التطورات في أهم البورصات العربية كما يلي:¹

¹ - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار - تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية 2008، ص ص 41-49.

• بورصة عمان:

- أقر مجلس الإدارة تعليمات التداول الالكتروني وصدرت موافقة هيئة الأوراق المالية بشأنه.
- كما بدأت البورصة نشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة من خلال نظام التداول الالكتروني بدلا من الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية.
- وفي مجال الخصخصة قامت الحكومة ببيع حصتها في مجموعة الاتصالات الأردنية والبالغة 11,6% للوحدة الاستثمارية في المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي.

• سوق البحرين للأوراق المالية:

- في مجال تطوير السوق، تم إطلاق عدد من الخدمات الالكترونية من خلال قسم التسويات والإيداع المركزي.
- كما أعلنت بورصة البحرين ببدء تقديم خدمة التداول عبر الانترنت بهدف تسهيل عملية التداول.

• سوق الأسهم السعودي:

وأهم ما حدث في هذه السنة هو السماح للأجانب بشراء أسهم مدرجة في البورصة، ولكن عبر وسيط سعودي يمثل المالك القانوني للأسهم، أي لا يشارك الاجنبي في التصويت في الجمعية العمومية للشركات، وله الحق في أن يجني العوائد، وأيضا يتحمل المخاطر الناجمة عن هذا التملك.

• سوق مسقط للأوراق المالية:

- أعلنت السلطنة عن فتح بورصتها بالكامل أمام الخليجيين دون تحديد سقف، كما كان متبعاً من قبل، وذلك راجع لانطلاق السوق الخليجية المشتركة.
- أيضا بدأت مؤسسة داوجونز المتخصصة في طرح المؤشرات عن الأسواق المالية خلال 2008 بإطلاق (مؤشرات داوجونز بسوق مسقط)، الذي يقيس أداء جميع الشركات المدرجة في البورصة العمانية ويشمل 66 سهما الأكثر تداولاً.

• سوق الكويت للأوراق المالية:

- وبهدف إعادة الاستقرار إلى السوق عدلت لجنة السوق المادة 15 من قرار رقم 05 سنة 2005 بشأن ضوابط محافظ الغير والرقابة عليها، والقرار الجديد يتمثل في أن تلتزم الشركات المديرة للمحافظ بإدارة محافظ عملاتها بنفسها وعدم تخويل شركات أخرى لإدارتها.
- وفي مجال الخصخصة وتعميق سوق الأوراق المالية تم الإعلان عن عرض شركة الخطوط الجوية الكويتية للخصخصة وبيع حصة 35% في مزاد للمستثمرين محليين وأجانب و 40% إلى مواطنين كويتيين في طرح عام؛ و 20% للمؤسسات الخاصة الكويتية و 5% لموظفي الشركة.

• بورصة القاهرة والإسكندرية:

وأهم ما تم من تطورات في البورصة المصرية:
- تم تحديد مبلغ 20 مليون جنيه كحد أدنى لرأسمال الشركة التي ترغب في التسجيل في السوق.

- وفي يونيو 2008 تم إعادة تنظيم السوق بضم بورصتي القاهرة والإسكندرية في كيان قانوني واحد يسمى البورصة المصرية.
كما أعلنت هيئة سوق المال ما يلي:
- تطبيق إستراتيجية تتضمن توسيع وتعميق السوق، رفع كفاءته مما يسهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية والمحلية من خلال استحداث أوراق مالية جديدة.
- بدأ إجراءات تأسيس بورصة السلع والعقود.
- أسواق الإمارات للأوراق المالية:
- حيث أعلن سوق أبو ظبي للأوراق المالية عن إطلاق خطة إستراتيجية (2008-2012) تلتزم تطبيق مبادئ الشفافية والإدارة الرشيدة ، وهذا لوضع بنية تحتية تمثل أفضل الممارسات العالمية بهدف التطوير والتطبيق الفاعل للتشريعات والقوانين.
- أيضا قام سوق دبي المالي بتطبيق إجراء مؤقت يقضي بتعديل نطاق تقلب أسعار الأسهم المتداولة في السوق خلال الجلسة الواحدة إلى 10 % هبوطا كحد أدنى بدلا من 15 %، مع الإبقاء على إمكانية ارتفاع سعر السهم إلى 15 % كحد أقصى خلال الجلسة.
- سوق الدوحة للأوراق المالية:
- وبهدف ربط السوق مع أسواق مالية عالمية، تم خلال عام 2008 على اتفاقية شراكة بموجبها يشتري سوق نيويورك حصة 25 % في سوق الدوحة ،وهذا يساعد إلى تحولها إلى سوق متكامل والاستفادة من قدرات تقنية لأكبر الأسواق المالية العالمية.
- الفرع الرابع: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2009
- حيث واصلت معظم الدول العربية في هذه السنة جهودها لتطوير بورصاتها خاصة في مجال الرقابة والإشراف والإفصاح وكانت أهم هذه التطورات ما يلي:
- بورصة عمان:
- في إطار تحديث آلية الرقابة والإشراف والإفصاح، طبقت بورصة عمان نسخة جديدة من نظام التداول الإلكتروني NSC V 900 حيث يتميز هذا النظام بالسرعة والكفاءة العالية في استقبال الأوامر.
- كما قامت البورصة بإطلاق موقعها الجديد والذي صمم بطريقة عصرية وحديثة ترقى إلى المعايير الدولية في الإفصاح والشفافية.
- سوق البحرين للأوراق المالية:
- واصلت سوق البحرين سعيها لتطوير خدماتها فقامت:
- باستبيان خاصا للتعرف على آراء المستثمرين بهدف تطوير وتحسين خدمات السوق.
- وتم تطبيق تعديلات جديدة على نظام المزايدة السعرية في نظام التداول ليكون أكثر قدرة وفعالية.

- بدأت أيضا إدارة السوق في تعزيز إجراءاتها الرقابية والتطويرية واتخذت العديد من القرارات منها شطب المؤسسة الخليجية الهندية من سجل الوسطاء عام 2009.
- كما تم إطلاق سوق البحرين المالي الذي يتيح أدوات مالية نقدية ومشتقات لفئات الأصول المتعددة مثل الأسهم والعملات، وسيدرج السوق أيضا صكوكا مالية إسلامية للتداول ومنتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

• سوق الأسهم السعودي:

- انضمت السوق المالية السعودية "تداول" إلى عضوية اتحاد البورصات العالمية.
- أيضا عززت الهيئة مصادر التمويل في السوق المحلية من خلال إنشاء سوق مالية آلية لتداول الصكوك والسندات لتكون وسيلة جديدة لإدارة السيولة.
- أيضا وقعت شركة داوجونز للمؤشرات اتفاقية تطوير المؤشرات الصادرة عن شركة تداول.
- وتعززت الإجراءات الإشرافية والتنظيمية، بطلب من مجلس الشوري السعودي حيث أقدمت هيئة السوق المالية خلال الربع الرابع 2009، على إلغاء تراخيص لثماني شركات من الخدمات والاستشارات المالية.

- طالب مجلس الشوري بضرورة إنشاء صانع السوق في سوق الأسهم المحلية.

• سوق مسقط للأوراق المالية:

- تم في هذه السنة ربط احتساب المؤشر بالكمية المتداولة تفاديا لأي تقلبات قد تحدث للمؤشر.
- ومن جهة أخرى عدلت السوق توقيت مدة جلسة ما قبل الافتتاح ليصبح ما بين 9-10 صباحا.
- بغرض توسيع الفترة ليتسنى للمستثمرين وضع الأوامر ومراقبتها قبل بدء التداول الرسمي.
- ويهدف جذب الاستثمارات الأجنبية أعلنت الحكومة عزمها خصخصة عدد من المشاريع التي تديرها الدولة، وأهم المشاريع من الكهرباء والماء، والمواصلات وهيئة الصرف الصحي.

• بورصتا القاهرة والإسكندرية:

- أدخلت البورصة المصرية تعديلات على قواعد وشروط قيد الأوراق المالية في البورصة، وكذلك إدراج الأسهم في مؤشرها العام لقياس الأداء.
- وافقت الهيئة العامة لسوق المال على إنشاء أول صندوق للاستثمار المباشر برأسمال بلغ نحو 250 مليون جنيه لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

• بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء:

- أعلنت البورصة عن خطة خماسية للتطوير تهدف إلى زيادة عدد الشركات المدرجة بمقدار 15 شركة بحلول عام 2015، وجعل هذه البورصة بورصة إقليمية لشمال وغرب إفريقيا.
- حصلت بورصة الدار البيضاء على شهادة الإيزو 900.

• سوق الدوحة للأوراق المالية:

- تم تأسيس في هذه السنة بورصة قطر لتحل محل سوق الدوحة للأوراق المالية ، وتم توقيع الشراكة مع سوق نيويورك بهدف تحويلها إلى سوق عالمية والسماح لها باستخدام أحدث التقنيات المتطورة في مجال الأسواق المالية.

- وتم تعديل مؤشر السوق في نهاية عام 2009، ليأخذ في الاعتبار التطور في السوق ومستوى السيولة فيه.

- وسعياً لدعم الاستقرار في القطاع المالي، وبهدف تعزيز السيولة، عمدت الحكومة من خلال صندوقها السيادي إلى شراء ما قيمته 1,79 مليار دولار من المحافظ الاستثمارية للبنوك المدرجة في السوق.

• سوق الخرطوم للأوراق المالية:

- بالتعاون مع سوق مسقط للأوراق المالية تم التحول من نظام التداول اليدوي إلى نظام التداول الالكتروني في تنفيذ الأوامر.

الفرع الخامس: تطوير أسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2010¹

وكانت التطورات باختلاف الظروف المحيطة بكل بورصة عربية وكان أهم التطورات كما يلي:

• بورصة عمان: وتم تطوير هذا السوق على الصعيدين التنظيمي والإجرائي من خلال:

- إعداد مشروع تعديل لقانون الأوراق المالية رقم 76 لعام 2002 بـ:

- إصدار هيئة الأوراق المالية تعميماً لكافة الشركات المساهمة المدرجة بتضمين فصلاً خاصاً في تقاريرها السنوية يتعلق بتطبيق قواعد حوكمة الشركات المساهمة.

- التوقيع على مذكرة تفاهم بين هيئة الأوراق المالية ودائرة مراقبة الشركات في وزارة الصناعة والتجارة لمتابعة التزام الشركات بالتشريعات والأنظمة والتعليمات ذات الفائدة بهدف توفير حماية المستثمرين وضمان المزيد من الشفافية.

• بورصة البحرين للأوراق المالية: وتواصلت جهود التطوير من خلال:

- مباشرة سوق البحرين جلسات التداول من مقره الجديد بالمرفأ المالي في ماي 2010.

- إصدار دليل تعاملات الأشخاص الرئيسيين في السوق بهدف منحهم حق بيع وشراء الأوراق المالية المقبولة للتداول دون تحديد فترة حظر على تعاملاتهم، ودون الإبلاغ عن تفاصيل هذه التعاملات في اليوم التالي كحد أقصى.

- كما تم إدراج صندوق سيكو لسوق النقد ليرتفع عدد الصناديق الاستثمار العاملة في نهاية سبتمبر 2010 إلى 36 صندوقاً استثمارياً.

¹ تقرير مناخ الاستثمار 2010.

• سوق الأسهم السعودي:

- كانت أهم تطورات السوق السعودي في 2010 من خلال :
- إدخال هيئة السوق حيز التنفيذ للتعديلات المقررة على لائحة حوكمة الشركات فيما يخص تصنيف العضو المستقل.
- أيضا تم الترخيص لنحو 9 صناديق استثمارية جديدة ليصل العدد الإجمالي إلى 250 صندوقا استثماريا نهاية 2010.

• سوق الكويت للأوراق المالية:

- شهد هذا السوق تطورات تشريعية وتنظيمية أهمها:
- إقرار قانون لهيئة سوق المال كهيئة رقابية وإشرافية على قطاع الأوراق المالية .
- كما أقر مجلس الأمة التخصيص الذي يتيح طرح ما بنسبة 40 % من المشاريع العمومية للاكتتاب العام، ونحو 20 % للحكومة، و5 % للعاملين،
- كذلك أدخل بنك الكويت المركزي في 2010 ثلاثة معايير مالية صارمة على شركات الاستثمار العاملة في الكويت وهي:
- وضع حد أقصى لنسبة الرفع المالي (2 إلى 1)
- والثاني للسيولة السريعة التي يجب ألا تقل عن 10 %
- والثالث هو تحديد سقف للاقتراض الخارجي عند 50 %

• بورصتا القاهرة والإسكندرية:

- وضعت الهيئة العامة للرقابة المالية ضوابط جديدة للعمل في سوق المال المصري وأهمها:
- تنظيم عمل نشاط المستشار المالي المستقل والالتزام بالمعايير الدولية لقواعد التقييم.
- اشتراط موافقة مسبقة من الهيئة العامة للرقابة المالية لقيود وتداول أسهم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصة.
- إصدار قرارات تحدد قواعد الكفاءة والخبرة المطلوبة لممارسة نشاط صانع السوق في مجال صناديق المؤشرات.
- تحديد المعايير الأساسية للأداء المهني للشركات العاملة في مجال تقييم وتصنيف الأوراق المالية، وذلك من حيث متطلبات المصداقية في عمليات التصنيف.
- رفع الحد الأقصى لرأسمال الشركات المقيدة في بورصة النيل المقتصرة على الشركات الصغيرة والمتوسطة من 25 مليون جنيه إلى 50 مليون جنيه.

• أسواق الإمارات: (أبو ظبي ودبي)

- وتم اتخاذ العديد من الإجراءات في السوقين خلال العام أبرزها:
- إصدار قرار وزاري بشأن التخصيص يلزم إنجاز عملية التخصيص ورد المبالغ الفائضة خلال مدة 15 يوما.

- توصل سوق دبي المالي إلى اتفاقية مع سوق ناسداك دبي، تمت بموجبها إسناد عمليات تداول ومقاصة وتسوية، وحفظ السجلات للأوراق المالية المدرجة في سوق ناسداك دبي إلى سوق دبي المالي، وذلك ابتداء من جويلية 2010.
 - كذلك أطلق سوق دبي المالي بطاقة "يفستر" التي تتيح للمستثمرين إستلام توزيعات الأرباح للشركات المدرجة في السوق مباشرة عبر هذه البطاقة، وأيضا التصويت خلال الجمعيات العمومية.
 - وفتحت هيئة الأوراق المالية والسلع باب الترخيص للتداول بالهامش .
 - ترقيم جميع الأسهم المحلية المدرجة في سوق أبو ظبي ودبي مما يسهل عملية التداول بما في ذلك الاستثمارات الأجنبية، وذلك بعدما انضمت إلى منظمة الترقيم الدولية في نهاية 2009.
 - **سوق الدوحة للأوراق المالية:** في إطار جهود تعزيز دور هذا السوق تم:
 - إسناد مهام التسويات المالية بين الشركات الوسطة إلى مصرف قطر المركزي.
 - بدء العمل بنظام جديد للتداول والمشا به لنفس تكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها أسواق المال في ال.و.م.أ.
- إذن من خلال تتبع تطورات أسواق الأوراق المالية العربية والقيام بالإصلاح فيها خرجت هذه الأسواق بمبادئ أهمها:
- 1- **تحديد واضح لدور البورصة:** حيث هدف هذه الإصلاحات إلى تأكيد الوظيفة الأساسية للبورصة من كونها آلية تعبئة الإدخارات الوطنية وتوظيفها في مجالات الاستثمار المختلفة.
 - 2- **تنظيم مهنة الوسطة:** حيث مع الإصلاحات الجديدة لتنظيم مهنة الوسطة، نصت التشريعات على أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم ووضعت الأحكام والضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات ،حيث تم الفصل بين مهنة الوسطة في البورصة والنشاط المصرفي الذي تمارسه البنوك كما هو معمول به في مصر والبحرين.
 - 3- **إنشاء مؤسسات الخدمات المكملة في السوق:** وهي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.
 - 4- **الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد والتداول في البورصة:** وهذا لزيادة ثقة المتعاملين بسوق الأوراق المالية العربية.
 - 5- **تطوير نظام التداول في السوق:** خطت البورصات العربية بعد الإصلاحات التي شهدتها نحو تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول الكتروني وتسود البورصات العربية حاليا أنظمة وأجهزة كفاءة للتسوية خاصة في مصر والسعودية.
- ولا شك أن هذا التطور سيزيد من السرعة والشفافية وسهولة التعامل مما يعزز ثقة المستثمرين في السوق.

6- الإفصاح المالي: راعت كما لاحظنا جميع الإصلاحات والتطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية التأكيد على أهمية الإفصاح المالي، أنه من أهم شروط حرية السوق وضمان الفرص المتكافئة.

المبحث الثالث: الأزمة المالية 2008 وانعكاساتها على أسواق رأس المال العربية

بدأت الأزمة الحالية بانفجار الفقاعة العقارية في الـ 10 أيلول 2007، وامتدت بعد ذلك قطاعيا لتصل إلى القطاع المالي، ثم جغرافيا لتؤثر على بقية دول العالم، ومنها الدول العربية، ثم انتقلت إلى القطاع الحقيقي، المتمثل في الركود الاقتصادي الذي أصاب خاصة أمريكا والدول الأوروبية. وفي هذا المبحث سنركز على جوهر الأزمة وأسبابها وأيضا انعكاساتها على أداء أسواق رأس المال العربية.

المطلب الأول: الأزمة المالية مفهوم ومظاهر وانعكاسات

الأزمة المالية العالمية الأخيرة هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت إلى العيان في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن و عقارات الـ 10 أيلول 2007. ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية لإقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى إقتصادات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت إلى أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي تطور إلى أزمة مالية عالمية.

الفرع الأول : حقيقة الأزمة المالية 2008.

تظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة مالية عالمية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل، عما يحدث في الاقتصاد العيني. ويرجع ذلك إلى المؤسسات المالية التي اسرقت في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد الحقيقي، ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية زاد عدد المدينين، وزاد بالتالي حجم المخاطر إذا عجز أحدهم عن السداد، وهناك ثلاث عناصر يمكن الإشارة إليها لتفسير هذا التوسع المجنون في إصدار الأصول المالية¹.

العنصر أول: زيادة أحجام المديونية

وهو ما يطلق عليه اسم الرافعة المالية، فالأصول المالية نوعان كما أشرنا سابقا، أصول تمثل الملكية وهي التي تأخذ عادة شكل أسهم، وبالنسبة لهذا الأصل هناك عادة حدود لإصدار هذا النوع أما الثاني فهي أصول التي تمثل المديونية، فيكاد لا توجد حدود على التوسع فيها، ولهذا فرضت التجارب السابقة ضرورة وضع حدود على التوسع في الإقراض.

¹ -خالد امين عبد الله، محمد أحمد صقر، الأزمة العالمية المالية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 25، 27.

ومن هنا استقرت المبادئ السليمة للمحاسبة المالية ربط حدود التوسع في الإقراض بتوافر، حد أدنى من الأصول المملوكة، ولهذا حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الإقراض للبنوك بألا تتجاوز نسبة رأس المال المملوك لهذه البنوك، فالبنك لا يستطيع أن يقترض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي وهو ما يعرف بالرافعة المالية.

ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الو. م. أ. لا تخضع لرقابة بنك الاحتياطي الفيدرالي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة بنك "lyman Brothers"

وهذه الزيادة الكبيرة في الإقراض تعني مزيداً من المخاطر إذا ما تعرض بعض المدنيين لمشكلة في السداد، كما حدث بالنسبة للأزمة العقارية.

العنصر الثاني: اختراع المشتقات المالية.

تتوسع المؤسسات المالية في الإقراض والاقتراض بسبب الجشع، فمزيد من الاقتراض والإقراض يعني مزيداً من الأرباح، أما المخاطر الناجمة عن هذا التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجالس الإدارة في معظم هذه البنوك، حيث يتوقف حجم مكافأة الإدارة على حجم الأرباح قصيرة الأجل، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافأة مالية سخية لرؤساء البنوك.

ولكن التوسع في الإقراض لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الملاحظة المالية لكل مؤسسة بل إن النظام المالي في الدول الصناعية قد اكتشف وسيلة لزيادة حجم الاقتراض عن طريق اختراع جديد اسمه المشتقات المالية (التوريق)، وهذا هو استحداث يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

العنصر الثالث: غياب الرقابة الفاعلة

ونعني به نقص الرقابة أو انعدامها أو عدم الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، ففي معظم دول العالم تكون الرقابة صارمة على البنوك التجارية من قبل البنوك المركزية ولكن هذه الرقابة تضعف -أو حتى تنعدم- بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات التي تصدر التصنيف الائتماني، وبالتالي تشجيع المستثمرين على الاقبال على الأوراق المالية.

وقد تكاثفت العناصر الثلاث السابقة على خلق هذه الأزمة المالية، فلم يقتصر تأثيرها فقط على القطاع المالي بزيادة على حجم المخاطر، بل أنه هدد أهم عناصر هذا القطاع "وهو الثقة"، فرغم أن العناصر الثلاثة المشار إليها كافية لإحداث أزمة عميقة، إلا أن الأمور تصبح أخطر إن فقدت الثقة في النظام المالي، المبني على ثقة الأفراد.

أزمة الرهن العقاري:1

ولزيادة فهم الأزمة المالية 2008 والعناصر السابقة المسببة لهذه الأزمة يجب التطرق لأزمة الرهن العقاري المؤدية للأزمة المالية التي تسببت تداعياتها بشكل سريع في تهديد النظام المالي العالمي.

ففي مطلع هذا القرن، كانت البنوك والمؤسسات في الو.م.أ لديها فوائض هائلة من السيولة لا تجد منافذ استثمارية لها، ولأن العقار يبدو ملاذاً آمناً للإشهار اتجه قدر كبير من تلك السيولة إلى قطاع العقارات.

ولأن القروض كانت بأفضل أسعار الفائدة دون الحاجة لأي ضمانات، أقبل الأمريكيون أفراداً وشركات على شراء العقارات، وبسبب السهولة في تمويل شراء البيوت تزايد الطلب عليها وبالتالي زيادة أسعارها، إلى مستويات عالية جداً.

حتى تشكل في سوق العقارات ما يعرف بظاهرة الفقاعة (أي ارتفاع الأسعار لحدود ليس لها علاقة بقيمة البيت الحقيقية، وقد انتفخت هذه الفقاعة العقاري حتى وصلت إلى ذروتها، وانفجرت في صيف عام 2007، حيث انخفضت قيمة العقارات بسبب ارتفاع أسعار الفائدة ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة².

ومن هنا بدأت الأزمة المالية، حيث أصبحت البنوك تواجه مشكلة سيولة لعدم سداد المقترضين ديونهم، والتي هي بالأساس أموال المودعين، ومع انتشار أنباء الأزمة زاد اقبال المودعين على سحب ودائعهم مما عمت مشكلة السيولة لدى البنوك بل تعدى ذلك إلى انهيار بعض البنوك .

مما ساهم في زيادة عدد المتضررين من هذه الأزمة هو قيام البنوك ببيع جزء من ديونها على شكل سندات، عن طريق ما يسمى بالتوريق، فكان البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان نفس العقارات، وتستمر هذه العملية في موجة بعد موجة، وهكذا أدى الإقراض في قطاع واحد "العقار" على زيادة المخاطر، وساعدت الأدوات المالية الجديدة المشتقات "على تفاقم هذا الخطر.

ولكن هذا الانهيار لم يتوقف عند العقارات بل اعتمد إلى الأسواق المالية وإلى جميع القطاعات.

اذن مرت الأزمة المالية 2008 بالمحطات التالية:³

¹ - زايري بلقاسم، ميلودي مهدي، الأزمة المالية العالمية، ورقة بحث في المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13، 14 آذار 2004.

² - صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، 2008.

³ - محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحث في مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 آذار 2004.

1- أزمة الرهن العقاري:

وهي أول مرحلة من مراحل الأزمة حيث بدأت الوم.أ وأدت إلى زلزال اقتصادي نتج عنه إفلاس شركات الرهن العقاري وفقدان الملايين من الأسر لمنازلهم وممتلكاتهم، ولأن العالم يعيش عصر العولمة فإن تلك الأزمة امتدت لتطال أوروبا ثم دول العالم الأخرى، بما فيها الدول العربية، فهذه الأزمة أدت إلى تدهور القطاع العقاري وزيادة العرض على الطلب ثم انخفاض أسعار العقارات وأسعار الأراضي وتوقف المطورين العقاريين عن تنفيذ مشاريعهم أو تأجيلها.

2- أزمة الائتمان:

وجاءت تابعة لأزمة الرهن العقاري، فعجز الكثير من المؤسسات والأفراد عن الإبقاء بديونهم مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك، وبالتالي ظهرت أزمة السيولة، مما أدى بالبنوك المركزية للتدخل وضخ مئات المليارات إلى الأسواق ولكن دون جدوى نظرا لكبر حجم الأزمة، وأن ما تم عمله لم يعد سوى إعطاء المسكنات المؤقتة، وهذه الأزمة امتدت لتطال جميع دول العالم دون استثناء.

3- أزمة الأسواق المالية:

وهذا وقد امتدت تداعيات أزمة الرهن العقاري وأزمة الائتمان إلى أسواق العالم وبورصاته بسبب العلاقة بين الدعامتين الرئيسيتين لأي اقتصاد وهما المؤسسات المالية والأسواق المالية، فالأسواق المالية تعد مرآة لما يحدث في المؤسسات المالية مثل البنوك، وانتقلت الأزمة ابتداء من أسواق الوم.أ إلى الأسواق الأوروبية وأسواق اليابان والشرق الأقصى وأخير وليس آخرا الأسواق العربية.

فمثلا وكنتيجة لتضرر المصارف الدائنة من عدم السداد هبطت قيمة أسهمها في البورصة وأعلنت عدة شركات عقارية وشركات تأمين إفلاسها، فسيطر على أذهان المستثمرين حالة من عدم الثقة في النظام المالي، فتوالى الخسائر وانخفضت أسهم البنوك وشركات العقارية والنتيجة أصيبت الأسواق المالية بالشلل التام.

وإجمالا يمكن تصنيف ثلاثة أسباب رئيسية لتراجع البورصات العالمية¹

العامل الأول: توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقترضة، ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.

العامل الثاني: يكمن في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية وذلك لعدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشرا سلبيا لأداء الاقتصاد الأمريكي.

¹ - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، مرجع سابق، ص 33.

العامل الثالث: الذي له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية، هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها سابقاً، مما ولد شعور لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد في العالم يمر بأزمة حقيقية، والمعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

وفي الأخير يمكن القول أن هذه الأزمة هي في جوهرها أزمة قيم وأخلاق، بالإضافة إلى كونها تعبير عن خلل في المبادئ التي تعمل على أساسها المؤسسات المالية المعاصرة، من حيث كفاءة هذه المبادئ في حسن استغلال الموارد، ومن حيث قدرتها على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وكذلك من حيث عدالتها الاجتماعية.

الفرع الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية

تبرز تداعيات الأزمة المالية العالمية في مجموعة من المؤشرات الخطرة التي تهدد الاقتصاد الأمريكي والعالمى ويمكن إيجازها فيما يلي:¹

1- إفلاس متواصل لكثير من البنوك، والمؤسسات العقارية، وشركات التأمين وقد بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنكا، من بينها "بنك اندى ماك"، الذي يستحوذ على 32 مليار دولار من الأصول، وبودائع بقيمة 19 مليار دولار، وفي منتصف عام 2009 اغلق ما يقارب 110 بنك تقدر قيمة أصولها بحوالي 850 مليار دولار.

2- تدهور حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثره بالقطاع المصرفي والمالي، وهو ما يفسر تقلب مستوى التداولات، ترتب عنها اضطرابا وخطلا في مؤشرات البورصة بتراجع القيمة السوقية لـ 8 مؤسسات مالية عالمية بحوالي 574 مليار دولار خلال العام.

3- ارتفاع الديون العقارية الى اكثر 6.6 تريليون دولار، بلغت ديون الشركات نسبة 18.4 تريليون دولار، وبذلك فالمجموع الكلي لديون يعادل 39 تريليون دولار أي ما يعادل ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت نسبة البطالة 5 % ، ومعدل التضخم 4 %.

4- تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية من 1.4 % سنة 2008 إلى حدود 0.3 % سنة 2009.

5- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك" إلى ما دون 55 دولار للبرميل.

6- إعلان رسمي بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة ركود اقتصادي.

7- انخفاض حاد في مبيعات السيارات وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية "فورد" و"جنرال موتورز".

¹ -علي عبد الله شاهين، الأزمة المالية العالمية (أسبابها، تداعياتها، وتأثيرها على الاقتصاد" مقال منشور على الموقع

8- هبوط قيم الأسهم في "وول ستريت" وانخفاض مؤشر العام للقيم بنسبة 7.1 % في مدريد و 3.8 % في طوكيو و 9.8 % في الرياض و 9.4 % في دبي و 4.2 % في القاهرة، مما يعني انتقال العدوى إلى كافة أسواق المال.

الفرع الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية

تعرضت الاقتصاديات العربية إلى الأزمة المالية العالمية وما ترتب عنها من ركود في اقتصاديات غالبية الدول المتقدمة والنامية خلال عامي 2008 و 2009، ولقد احتلت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية، وذلك بحسب طبيعة اقتصادياتها ودرجة انفتاحها وارتباطها بالاقتصاد العالمي، ولهذا يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات:¹

• **المجموعة الأولى:** وهي الدول ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة، وهي مثلا دول مجلس التعاون الخليجي.

• **المجموعة الثانية:** وهي الدول ذات درجة الانفتاح المتوسط أو فوق المتوسط ومثلها: مصر، الأردن، تونس، لبنان، سورية، المغرب.

• **المجموعة الثالثة:** وهي الدول ذات درجة الانفتاح المنخفضة ومثلها الجزائر والسودان وليبيا.

أولا- **المجموعة الأولى:** شكلت العوامل المتعلقة بالانكشاف على أسواق المال العالمية أهم قنوات امتداد الأزمة إلى اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، فقد شهدت دول مجلس التعاون في الأعوام التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الإيرادات النفطية الضخمة، والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى القائمة في عدد من هذه الدول، بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي والمقدم للقطاع الخاص، ومع تفاقم الأزمة المالية في الدول المتقدمة وانكماش الطلب العالمي، والتراجع الحاد في أسواق النفط العالمية خلال النصف الثاني من عام 2008، تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس، كما تقلصت أيضا السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي وقطاع الأعمال، بالإضافة إلى خروج رؤوس الاموال الأجنبية والتي دخلت أسواق المال الخليجية لأغراض المضاربة،

ولقد تزامنت هذه الأوضاع مع شح السيولة في الأسواق العالمية، الأمر الذي أدى بعدد من دول المجلس إلى تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الكبرى منها، إضافة إلى أن العديد من القروض المستحقة للمؤسسات المالية العالمية خلال الأزمة كانت هي أيضا بحاجة إلى إعادة التمويل، مما أدى إلى تعرض عدد من شركات القطاع العام والخاص (كما حدث في أزمة ديون دبي) لمخاطر إعادة جدولة الديون القائمة على ذمتها، وزيادة تكلفة التمويل وتراجع الاستثمارات في تمويل مشاريع التطوير العقاري وشراء العقارات، وقد نجم عن ذلك تأجيل تنفيذ العديد من مشاريع التطوير

¹ - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، مرجع سابق، ص 76.

العقاري، وتفيد تقارير دولية ان المشاريع التي تم تأجيلها أو تجميدها في دول مجلس التعاون، في نهاية عام 2009 تقدر بحوالي 575 مليار دولار.

وتأثرت أيضا هذه الدول بشكل مباشر من خلال استثمارات صناديق السيادية لدول الخليج خاصة في مؤسسات أمريكية وأوروبية التي تعرضت لخسائر ملموسة، فطبقا لتقديرات متعددة، بلغت خسائر الثروة السيادية في منطقة الخليج العربي خلال صيف عام 2008 حوالي 1.5 تريليون دولار أمريكي.

ثانيا-المجموعة الثانية: أدى الانكشاف المحدود على أسواق المال العالمية للقطاع المصرفي والمالي المحلي في دول المجموعة الثانية إلى تقليل تأثيرات الأزمة المالية العالمية المباشرة على هذه الدول، غير أن ارتباط اقتصاديات دول المجموعة بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة.

وذلك في جانب المعاملات السلعية والمتمثلة في تركيز اتجاهات صادرات عدد من دول المجموعة إلى أسواق الاتحاد الأوروبي والو.م.أ، وكذلك في جانب المعاملات الخدمية والرأسمالية والمتمثلة في تحويلات عمالها بالخارج، وإيرادات السياحة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، ولذلك فإن انكماش الطلب في دول الاتحاد الأوروبي والو.م.أ ودخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود كان له الأثر السلبي على صادرات دول المجموعة الثانية وعلى تدفق الاستثمار الاجنبي المباشر إليها.

وبوجه عام، تمكن القطاع المصرفي والمالي المحلي في هذه المجموعة من تجنب الآثار الحادة التي شهدتها عدد من دول اقتصاديات الناشئة خلال الأزمة المالية العالمية، وذلك لكون المعاملات الخارجية للمصارف المحلية في غالبية دول هذه المجموعة تخضع للقيود على حرية التدفقات الرأسمالية، حيث تلتزم المصارف المحلية ومؤسسات القطاع الخاص بسقوف محددة للاستثمار في الخارج، وذلك للحد من انكشاف أصولها الأجنبية على المخاطر الاستثمارية العالمية التي شهدتها أسواق المال العالمية خلال الأزمة.

ثالثا-المجموعة الثالثة:

لم يتأثر القطاع المصرفي والمالي المحلي من دول هذه المجموعة بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونه أكثر انغلاقا وغير مرتبط بالنظام المصرفي والمالي العالمي بصورة مباشرة، حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية للسودان والجزائر مثلا للتقلبات في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول وقلّة عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى انغلاقها على المستثمر الأجنبي.

إلا أن اقتصاديات دول المجموعة تأثرت من جراء انخفاض الطلب على النفط والناجم عن الركود في الاقتصاد العالمي من جراء الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى ذلك فقد قامت كل من الجزائر وليبيا -العضوين في منظمة أوبك، بخفض حصصهما الانتاجية خلال عامي 2008 و2009 وذلك طبقا لقرار منظمة أوبك، ونتيجة لذلك تراجع حجم الصادرات النفطية لدول المجموعة بنسبة 28 % من عام 2009.

وفي الأخير يمكن القول أن ضعف ارتباط الأسواق العربية بالأسواق العالمية ساهم إلى حد كبير في حماية هذه الاقتصاديات من التأثير بشكل مباشر بالأزمة المالية العالمية، باستثناء الخسائر التي لحقت بالصناديق السيادية الخليجية، أيضا التأثير الواضح للدول النفطية بسبب التراجع الحاد من أسعار النفط في الأسواق العالمية، أما الدول غير النفطية، فقد تأثرت بالأزمة بشكل غير مباشر بسبب تراجع حجم الاستثمارات الواردة إليها.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية

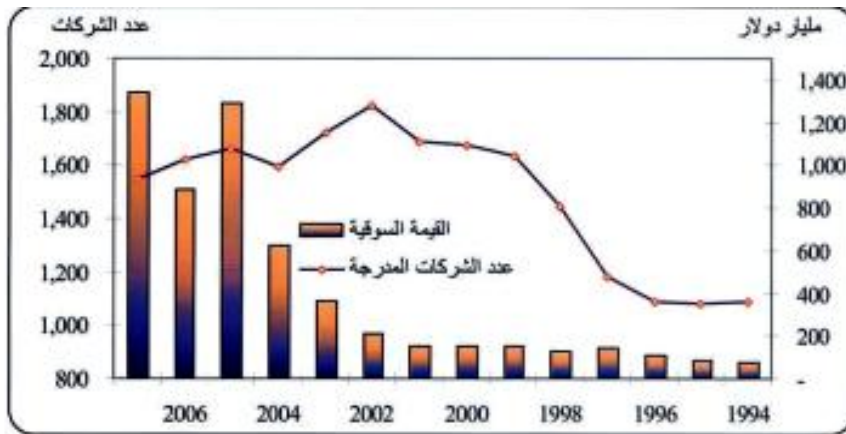
سعت الأسواق العربية كما رأينا سابقا إلى تحسين هياكلها التنظيمية وتطوير أطرها القانونية والرقابية وتبني وتطبيق المعايير والمواثيق الدولية في مجال النظم المحاسبية وحوكمة الشركات والإفصاح وحماية المستثمرين، ولكن لم يكن هذا التطور كافيا ليضمن استقرار هذه الأسواق وتحسينها من الأزمات والتحديات، وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب بشأن أثر الأزمة المالية الأخيرة على هذه الأسواق.

الفرع الأول: أداء أسواق الأوراق المالية العربية قبل أزمة المالية العالمية

أولا- حجم اسواق الاوراق المالية العربية:

بشكل عام شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورا ملحوظا منذ إنشائها، فيما يتعلق بزيادة حجم ونشاط الأسواق العربية. فارتفعت القيمة السوقية وازداد عدد الشركات المدرجة لهذه الأسواق بشكل ملحوظ تحديدا خلال الفترة (2004 و 2005) (كما هو مبين في الشكل رقم " 10 ") الأمر الذي أدى لاحقا إلى حصول حركة تصحيح كبيرة في الأسعار بدأت في نهاية العام 2005 في بعض الأسواق، واستمرت خلال العام 2006 لتشمل كافة الأسواق، قبل أن تعاود هذه الأسواق التحسن في الأداء خلال عام 2007.

الشكل البياني رقم " 10 " :تطور حجم أسواق الأوراق المالية العربية:



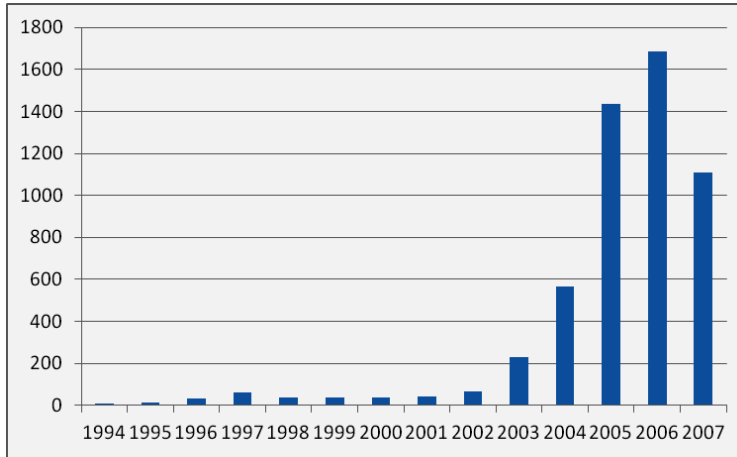
المصدر: براهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 09، أبو ظبي، 2009، ص 3.

وتجدر الإشارة بأن ارتفاع أسعار الأسهم في بعض الأسواق العربية بهذا الشكل وغير المبرر خلال 2005 نجم عن عوامل عدة كان أبرزها سيطرة المضاربين على حركات تداول أسهم الشركات

الدرجة، وضعف الوعي الاستثماري، ونشاط اقتصادي كبير مدعوم بارتفاع أسعار النفط، وتوفر الائتمان المصرفي المفرط لتمويل شراء الأسهم، وممارسات¹ غير سليمة من قبل كثير من الشركات العاملة في أسواق المال، وعدم توفر تطبيق نظم رقابية مناسبة.
ثانياً- مؤشرات السيولة:

ويقاس من خلال قيمة الأسهم المتداولة ومعدل الدوران، حيث من خلال الشكل البياني أدناه والذي يبين قيمة الأسهم المتداولة ومعدل الدوران لأسواق الأوراق العربية مجتمعة في فترة: (1994 إلى 2007) أي قبل الأزمة، حيث فيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة ارتفعت البورصات العربية من حوالي 10.5 مليار دولار في سنة 1994، إلى 1108 مليار دولار سنة 2007 أي تزايد بمعدل نمو سنوي متوسط بلغ حوالي 19.94%.

الشكل رقم(11): تطور قيمة الاسهم المتداولة في مجموع البورصات العربية في الفترة 1994-2007 بالمليار دولار



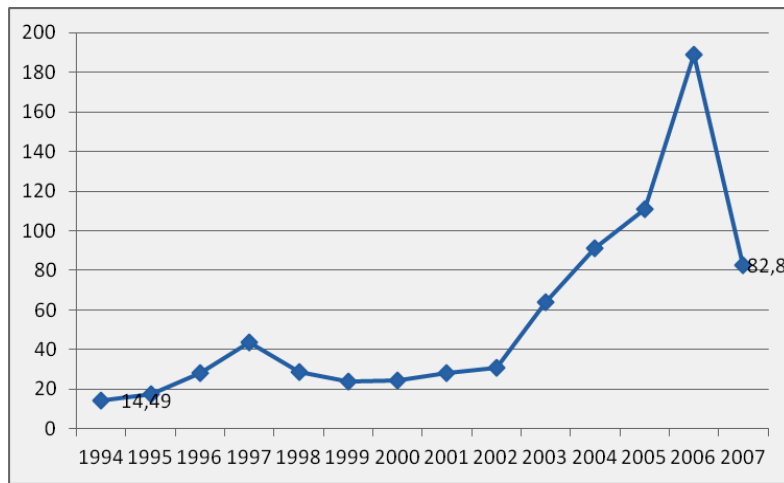
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات من تقارير صندوق النقد العربي.

وقد تزايد الأهمية النسبية لأسواق الأسهم (القيمة السوقية للأسهم) في الاقتصاد من خلال حساب القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي، فقد أظهر هذا المؤشر تطور كبير في الدول العربية، فكان لا يتعدى ال 50% في جميع الدول باستثناء الكويت والسعودية بمعدل 63.5% و 92% على التوالي، أما في سنة 2007 فقد بلغ هذا المؤشر في بورصة عمان 260% والدوحة بنسبة 150% وأيضا البحرين 146%، والسعودية بنسبة 138% والكويت بنسبة 127% وبورصة المصرية 108%— وأيضا المغرب 103%، وتجاوزت نسبة 50% وأقل 100% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في كل من الإمارات وسوق مسقط، في حين بقيت متدنية في الدول أي أقل من 50%.

¹ -إبراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 09، أبو ظبي، 2009، ص 4.

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

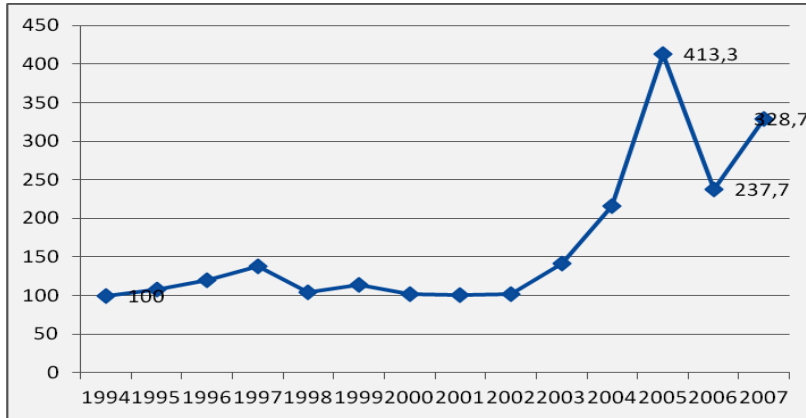
أما بالنسبة للمؤشر الثاني والذي يقيس معدل دوران الأسهم ، ونلاحظ من خلال البيان رقم " 12" التصاعد في هذا المعدل من سنة 1994 عندما كان يقدر بـ 14.49 % الى ان وصل الى 82.8 % سنة 2007 اي بمتوسط نمو سنوي يقدر بـ 14.49 % وهذا التصاعد المنخفض كان بسبب الانخفاض الكبير لهذا المؤشر في الفترة 2006 و 2007، وجاء نتيجة لانخفاض المؤشر في معظم البورصات العربية خاصة، الخليجية المستحوذة على معظم القيمة السوقية لأسواق العربية. حيث انخفض المؤشر في سوق الأسهم السعودي من 429 % سنة 2006 إلى 131% عام 2007، وباقي في الأسواق العربية، ما عدا، سوق أبو ظبي فارتفع من 24 % عام 2006 إلى 39 % عام 2007، وأيضا الكويت 56 % عام 2006 إلى 100 % عام 2007. الشكل رقم (12): تطور معدل الدوران في البورصات العربية خلال الفترة 1994-2007 (بـ %).



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات من تقارير صندوق النقد العربي.

ثالثاً- مؤشر المركب للصندوق: يفيد هذا المؤشر في معرفة أو تتبع تطور الأداء الكلي لأسواق الاسهم العربية، حيث اظهر تحسن في أداء الأسواق المالية العربية منذ إنشائها سنة 1994 ووصوله إلى أعلى مستوى له سنة 2005 حيث وصل إلى 413.3 نقطة ثم انخفض بعد ذلك سنة 2006 إلى 237.7 % (أنظر الشكل رقم " 13 ") ،وسبب هذا الارتفاع في الأداء العام لأسواق المال العربية إلى عدة عوامل منها الارتفاع في أسعار الأسهم في معظم الأسواق العربية خلال العامين السابقين إلى مستويات قياسية بعضها لم يكن طبيعياً نتيجة لضعف بنية هذه الأسواق، والبعض الآخر بسبب ضعف الدور الرقابي فيها، الأمر الذي استلزم تنفيذ إصلاحات هيكلية ورقابية في هذه الأسواق بغرض تصحيح مسار حركة أسعار الأسهم منذ أواخر 2005 وفي نهاية 2006، كما هو مبين في الشكل التالي.

الشكل رقم (13): تطور مؤشر المركب لصندوق النقد العربي الخاص بالبورصات العربية في الفترة 1994-2007 (الوحدة بالنقطة).



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات من تقارير صندوق النقد العربي.

رابعاً-مقارنة مؤشرات أداء الأسواق العربية والدولية:

كانت الأسواق العربية بالمقارنة مع أداء الأسواق العالمية أكثر تقلباً وشهدت ارتفاعات وانخفاضات أكثر حدة، فمن خلال حساب المؤشرات بحيث يكون عام 2003 هو سنة الأساس لكل من هذه المؤشرات، تبين أن المؤشرات التي بدأت متساوية نهاية 2003، شهدت اختلافات ملحوظة منذ ذلك الحين، حيث سجل المؤشر المركب للأسواق العربية ارتفاعاً حاداً بنهاية 2005 بنسبة 91.6 % مقارنة مع مستواه نهاية عام 2003.

وقياساً بهذه الارتفاعات الحادة كان أداء الأسواق الأمريكية متواضعاً جداً خلال عام 2005، حيث ارتفع مؤشر نازداك بنحو 2.9 % ومؤشر داوجونز بنحو 1.2 % ومؤشر ستاندرد اندبوز (500) بنحو 4.7 % فقط، أما الأسواق العالمية الأخرى فبالرغم من أن أداءها كان أفضل بشكل ملحوظ من أداء الأسواق الأمريكية خلال العام 2005، إلا أنها سجلت نسب ارتفاع منخفضة عن الأسواق العربية الرئيسية، فعلى سبيل المثال ارتفع مؤشر داكس بنحو 27 % ومؤشر فوتسي بنحو 18.2 %، ومؤشر نيكاي بنحو 33.3 % ومؤشر كاك 40 بنحو 26.4 %¹.

الفرع الثاني: تأثير الأزمة على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

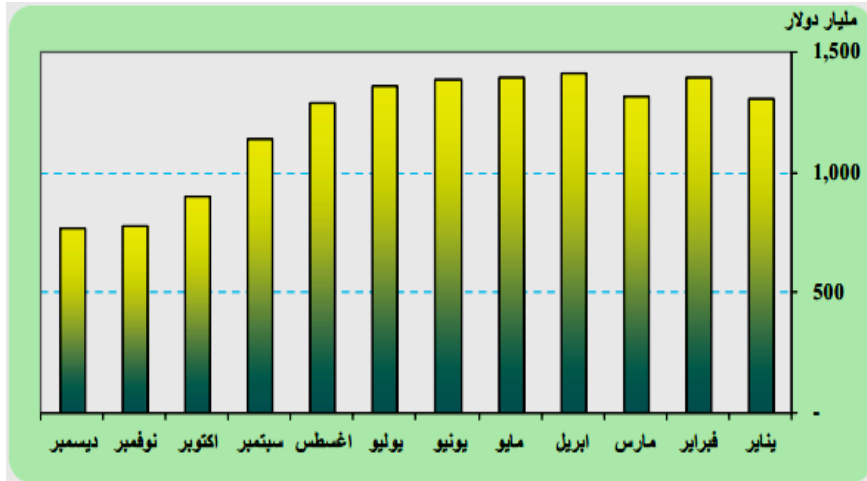
بعد تحقيق أسواق المال العربية أداء جيد خلال السنوات ما قبل أزمة عام 2007، بدأت الانعكاسات والتقلبات الحادة تظهر خاصة خلال النصف الثاني من عام 2008. وفي ما يلي مختلف مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2008.

أولاً-أحجام أسواق الأوراق المالية العربية:

وتقاس من خلال القيمة السوقية لهذه الأسواق وأيضاً عدد الشركات المدرجة أما المؤشر الأول (وكما هو مبين في الشكل رقم " 14 ")

¹ -إبراهيم عاكوم، مرجع سابق، ص 06.

الشكل رقم " 14 " :إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية خلال عام 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009.

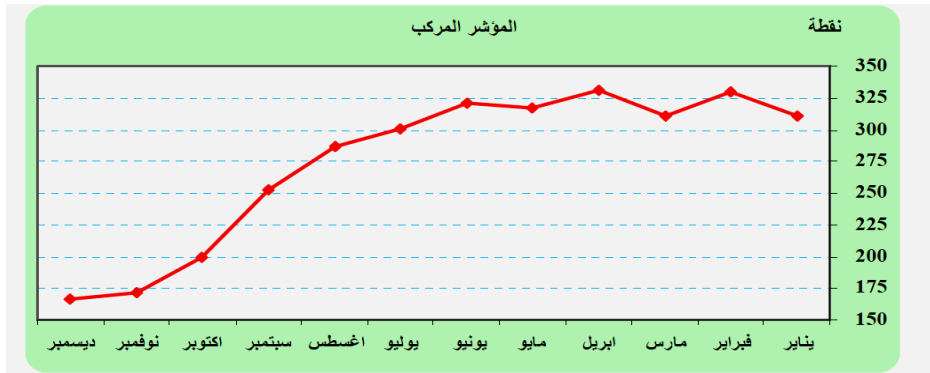
فتشير البيانات إلى انخفاض حاد في القيمة السوقية للأسواق الأوراق المالية إلى 769.6 مليار دولار نهاية عام 2008، مقارنة بنحو 1137.8 مليار دور نهاية عام 2007 أي ما نسبته 42.5 %، و بالتحديد شهد الربع الأخير من سنة 2008 أكبر تدهور في القيمة السوقية لهذه الأسواق، حيث بلغ الانخفاض ما نسبته 32.4 %.

أما بالنسبة لعدد الشركات في المدرجة في أسواق المالية العربية فقد انخفض عام 2008 ليبلغ 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية 2007.¹

ثانياً- مؤشر المركب لصندوق النقد العربي:

والذي وصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 مقارنة مع 328.7 نقطة نهاية عام 2007، وكان التراجع الحاد والكبير خاصة في الربع الأخير حيث كان في سبعة الأشهر الأولى من سنة 2008 يقدر بـ 300 نقطة، بعدها بدأ التراجع الحاد ليصل إلى 166.2 نقطة،² كما يبينه الشكل الموالي

الشكل رقم " 15 " : المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعام 2008.



المصدر: صندوق النقد العربي، تقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009.

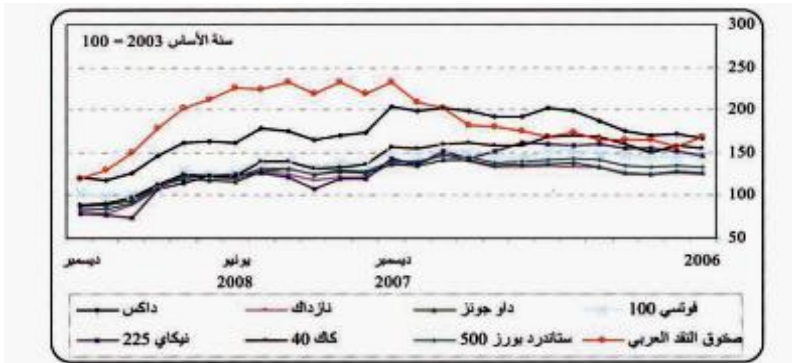
¹ -تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2008.

² -التقرير الاقتصادي الموحد، صندوق النقد العربي، سنة 2009، ص 130.

ثالثاً-السيولة في أسواق الأوراق المالية العربية:

فعلى الرغم من ارتفاع قيمة التداول الإجمالية في 11 سوقاً وتراجعها في أربعة فقط، إلا أنه أسفر ذلك عن تراجعها خلال عام 2008 إلى 997.9 مليار دولار بما نسبته 9.9 %، مقارنة لعام 2007 والتراجع راجع لانخفاض هذه القيم المتداولة في سوق دبي والدار البيضاء والسوق السعودي. وأما عن أهمية البورصات العربية في تمويل الاقتصاد، فيشير مؤشر قيمة تداول الأسهم بالنسبة للاقتصاد إلى التراجع الملحوظ للأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية في ضوء الانخفاض الملحوظ في القيم السوقية لهذه الأسواق، فعلى سبيل المثال يبين المؤشر لعام 2008 أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة كانت أقل من قيمة الناتج المحلي في جميع الدول العربية التي لديها أسواق أوراق مالية، باستثناء بورصة عمان التي بلغت قيمتها السوقية نحو 179 % من الناتج المحلي الإجمالي. أما فيما يتعلق بمعدل الدوران، فقد ارتفع في الأسواق العربية مرتفعة من 83 % عام 2007 إلى 119 % عام 2008، وتصدر السوق السعودي قائمة الأسواق العربية بمعدل دوران بلغ 212 % مقابل 131 % عام 2007.¹

رابعاً-مقارنة مؤشرات الأسواق المالية العالمية بالمؤشر المركب لصندوق النقد العربي أثناء الأزمة: الشكل رقم (16): تهاوي الأسواق المالية جراء أزمة 2008



المصدر: ابراهيم عاكوم، مرجع سابق، ص 12.

ويبين هذا الشكل انخفاض مؤشرات الأسواق الرئيسية العربية كان أكبر بكثير من انخفاض مؤشرات أسواق الدول المتقدمة، فالمفترض أن هذه الأخيرة تنخفض مؤشرات أكثر من غيرها، كونها موطن الأزمة، ويرجع هذا التراجع الحاد في المؤشرات العربية إلى عوامل عدة أبرزها عدم استعادة المستثمرين الثقة بالأسواق العالمية المحلية، واستمرار أزمة الائتمان، وعدم انكشاف تداعيات الأزمة على أداء اقتصاديات المنطقة والشركات المدرجة في الأسواق.

الفرع الثالث: أداء أسواق رأس المال العربية بعد أزمة المالية العالمية 2008²

لقد كان أداء أسواق الأوراق المالية العربية سنة 2009 متفاوتاً حيث واصلت في الأشهر الأولى من العام تراجعها الذي بدأته خلال النصف الثاني من عام 2008، ومع بداية النصف الثاني من

¹ -تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية 2008، مرجع سابق، ص 40.

² - تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار الكويت، 2010، ص 40.

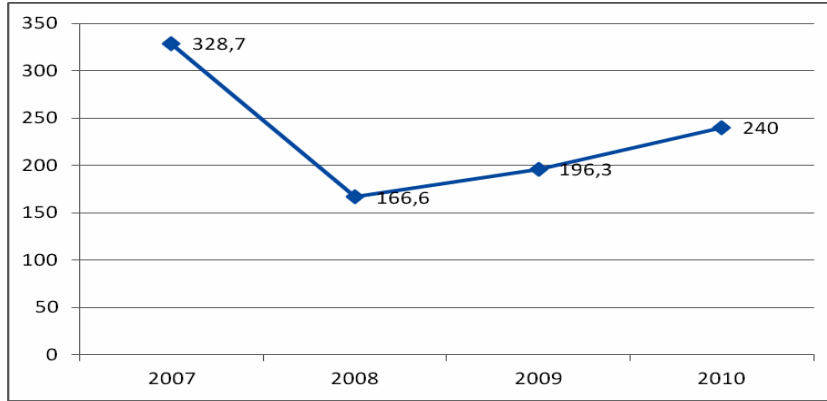
الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الأزمة المالية 2008 عليها

عام 2009 بدأت هذه الأسواق أسوء بالأسواق العالمية والناشئة تعافيتها لينتهي اداءها في عامي 2009 و2010 على ارتفاع وهو ما سنراه من خلال مراقبة أداء هذه الأسواق خلال عامي 2009 و2010.

أولاً- المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعامي 2009 و2010:

حيث ارتفع هذا المؤشر بنسبة 18.1 % خلال عام 2009 ليصل إلى 196.3 نقطة وإلى 22.26 % عام 2010، ليصل إلى 240 نقطة، كما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم " 17 " :تطور المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لعامي 2009 و2010 (الوحدة: نقطة).



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات من تقارير صندوق النقد العربي.

ويعكس هذا الارتفاع خاصة في النصف الثاني من عام 2009 وخلال عام 2010 التعافي النسبي في أسواق الأوراق المالية العربية، وإن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبير التي منيت بها الأسواق العربية خلال عام 2008 وبداية عام 2009، ونلاحظ من الشكل أيضا خلال سنة 2009 أن المؤشر تذبذب حيث وصل ارتفاعه إلى 200 نقطة ثم انخفض وهذا بسبب أزمة ديون دبي التي أثرت خاصة على بورصات دول الخليج خلال الربع الأخير من 2009.

ويعزي ارتفاع مؤشر إلى عوامل اقتصادية وسياسية عديدة خاصة في سنة 2010 أبرزها¹ الانعكاسات الايجابية على اقتصاديات دول مجلس التعاون من ارتفاع أسعار النفط وعائداته خلال العام وما ترتب عليه من نمو الإنفاق الحكومي وإطلاق المشاريع.

ثانياً- أحجام أسواق الأوراق المالية العربية:

حيث بعد الأزمة المالية لسنة 2008 عاودت القيمة السوقية الإجمالية ارتفاعها نهاية عام 2009 بنسبة 17.4 % لتبلغ نحو 903.427 مليار دولار وإلى 9 % لتبلغ نحو 984 مليار دولار في عام 2010، بالمقارنة مع التراجع الحاد بنسبة 42.5 % إلى 769.589 مليار دولار نهاية عام 2008، وهو ما يؤكد انتعاش النسبي لأداء أسواق الأوراق المالية العربية.

أما فيما يخص عدد الشركات المدرجة فقد تراجع هذا العدد نهاية عام 2009 ليبلغ 1495 شركة وإلى 1441 سنة 2010 مقابل 1542 شركة مدرجة عام 2008، ويعزي بصورة رئيسية إلى

¹ -بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي 2009، وأيضا تقرير الاستثمار 2010.

شطب عدد كبير من الشركات لدى البورصة المصرية، إلى جانب الانخفاض الملحوظ في عدد الشركات الجديدة خلال هذا العام مقارنة بالأعوام القليلة السابقة والتي شهدت نموا ملحوظا في الإصدارات الأولية لشركات حديثة التأسيس¹.

ثالثا- مؤشرات السيولة:

تراجعت أحجام التداول خلال عامي 2009 و2010 على التوالي عما كانت عليه عام 2008 فقد اتجهت قيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2009 نسبة 35 % لتصل إلى 654 مليار دولار، وإلى 371.70 مليار دولار خلال 2010، أي بنسبة تراجع بلغت نحو 43.1 % وكان هذا الانخفاض في جميع البورصات العربية.

أما فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم فقد شهد عامي 2009 و2010 انخفاضا كبيرا خاصة في السنة الأخيرة حيث وصل على التوالي إلى 108.3 % و 37.8 %، لينعكس انخفاض الأسعار من جهة وانخفاض نشاط التداول من جهة أخرى في عدد من الأسواق العربية، ولتداعيات الأزمة المالية 2008 حتى هذه السنة على البورصات العربية.

المطلب الثالث: دروس وعبر لأسواق الأوراق المالية العربية من الأزمة المالية

بالرغم من الانعكاسات السلبية للأزمة المالية التي تم الإشارة إليها وفي الوقت الذي تضع فيه هذه التطورات المالية والاقتصادية، الأسواق العالمية والعربية بمواجهة التحديات شكل هذه الأزمة أيضا فرصة سانحة لكي تأخذ أسواق المنطقة العربية العبر من خلال دراسة مسببات تهاوي الأسواق المالية العالمية، والاستفادة من التجربة للعمل على توفير البيئة المناسبة لتفادي وقوع أسواق المنطقة في أزمات مشابهة في المستقبل ومن هذه الدروس والعبر ما يلي:²

أولا: لقد اثبتت الأزمة المالية العالمية بأنه في ظل عولمة القطاع المالي، فإنه بعدم تبني وتطبيق أطر رقابية محلية ودولية مناسبة للتعامل مع الابتكارات المالية من مشتقات وأدوات مالية معقدة سيؤدي عاجلا أم آجلا إلى إضعاف دور إدارة المخاطر في المؤسسات المالية، وبالتالي إلى وضع القطاع المالي، والاقتصاد الكلي برمته على حافة الهاوية، وهذا يستوجب أن يترافق التحرير المالي مع السعي لتقوية الأنظمة الرقابية والإشرافية على مكونات القطاع المالي الذي يشمل أسواق الأوراق المالية.

ثانيا: الإفصاح والشفافية أمران ضروريان لتطوير واستقرار الأسواق المالية، في المنطقة هناك حاجة ماسة لتوفير قدر أكبر من البيانات والمعلومات حول أداء الشركات والمسائل التي تؤثر في أسعار الأسهم وفي قرار المستثمرين، وهذا أمر غير متوفر بالشكل المطلوب حاليا.

فعلى سبيل المثال إن عدد من المؤسسات التي واجهت مصاعب مالية سنة 2008 في المنطقة كانت أعلنت عن أداء جيد وعن تحقيق أرباح، وذلك قبل أسابيع من تعرضها للمشاكل المالية مما ينطبق على تجربة الأسواق الدولية.

¹ نفس المرجع السابق، ص 57.

² -إبراهيم عاكوم، مرجع سابق، ص 14 ص 14 بتصرف

ثالثا: على البورصات العربية الناشئة عدم نسخ تجارب أسواق الدول المتقدمة على قاعدة أن كل ما تقوم به هذه الأسواق هو ممارسات صحيحة ومناسبة لكل الدول، وهذا يستوجب الانتقائية في نوعية الأدوات المالية التي يتم إدراجها والسماح بتداولها في أسواقنا المالية، وفي نوعية الممارسات التي تسمح الأسواق باعتمادها مثل البيع على المكشوف، والذي يعتبره الكثيرون، على سبيل المثال، بأنها السبب الرئيسي في انهيار أسعار أسهم الكثير من الشركات الأمريكية العملاقة، والمعيار الأول لاعتماد أي ممارسة أو أداة مالية يجب أن مبينا على مستوى نضج السوق المعنية، ووجود مسبق للأطر الرقابية والقانونية التي تنظم عمل هذه الأدوات وتداولها.

رابعا: بالرغم من أهمية تدفق الاستثمارات، يجب أن لا نغفل عن حقيقة أن جذب الاستثمارات ليس غاية بحد ذاته في تطوير القطاع المالي ودعم العملية التنموية، وهنا يجب التفريق بين الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يكون عادة استثمار طويل الأجل، وتتضمن نقل الخبرات والمعرفة، وليس استثمارات المحافظ، خاصة قصيرة الأجل منها والتي تسعى إلى المضاربة، فبالرغم من أن المضاربة مطلوبة لتعزيز السيولة في الأسواق، غير أنها قد تؤدي في حال عدم وضع أسس واضحة لها إلى عدم الاستقرار في الأسواق وتعثرها، قد تكون من المناسب في ظل العولمة المالية وافتتاح عدد لا بأس به من الأسواق المالية العربية وضع أسس ملائمة من شأنها أن تحمي المستثمرين وتعزيز الاستقرار في هذه الأسواق.

خامسا: تلعب شركات الوساطة وشركات الاستشارات المالية دورا محوريا في تطوير عمل البورصات العربية، وليس من المغالاة القول بأن سلامة هذه البورصات وحماية المستثمرين تعتمد بشكل كبير على الكفاءة المالية والمهنية التي تتمتع بها هذه المؤسسات والعاملين بها، وعلى كفاءة الجهات الرقابية التي تنظم عملها، وفي هذا المجال، هناك حاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات في الأسواق العربية على كافة المستويات.

سادسا: هناك شبه إجماع بأن الأزمات المالية التي توالى على النظام العالمي من الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا 1997، مروراً بالفضائح المالية في القطاع المالي العالمي الأمريكي 2001-2002، ومن الأزمة المالية الراهنة التي بدأت تظهر في نصف عام 2008.

كلها إنما تكشف عن فشل حوكمة الشركات، والعبرة التي تستخلص هي أن عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من ناحية توازن العلاقة بين الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة، وضعف دور لجان الرقابة الداخلية، وضعف مستوى الشفافية والإفصاح وحماية المستثمرين، يسهم بشكل مباشر في تقويض العمل المؤسسي ويزيد من إمكانية حصول أزمات مالية، خاصة في ضوء التزايد الهائل في حجم التعاملات المالية بين أسواق الدول المختلفة.

وتكتسب حوكمة الشركات أهمية بالغة فيما يتعلق بالنظام المالي في المنطقة تحديداً، وخاصة القطاع المصرفي، حيث أن البنوك التجارية وبنوك الاستثمار يشكلان مصدراً أساسياً لتمويل المعاملات التجارية للشركات، والمشاريع التنموية، وتوجيه المدخرات إلى استثمارات، وتقديم خدمات مالية

واستشارية للأفراد والمؤسسات، وبالتالي فإن ضعفها جراء عدم الالتزام بمبادئ سلمية للحوكمة من شأنه أن يعطل الشريان الرئيسي للنشاط الاقتصادي عموماً.

المبحث الرابع: الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية.

لقد تعاضمت الأهمية النسبية للدور الذي تلعبه البورصات العالمية في حركة رؤوس الأموال والاستثمارات حول العالم بالتزامن مع التطور العالمي في وسائل الاتصال وسرعة نقل المعلومات والانفتاح المتزايد للأسواق العالمية وتحسن وسائل الربط بينها، فتصاعد بشكل خاص دور الأسواق في جذب الاستثمارات الأجنبية لدرجة أنها بلغت نحو 95% من إجمالي القيمة السوقية في بعض الأسواق حول العالم.

ولا تختلف كثيراً الصورة على المستوى العربي، حيث تنامت أهمية الاستثمارات غير المباشرة في حركة رؤوس الأموال الواردة أو الصادرة من الدول العربية في الآونة الأخيرة وخصوصاً استثمارات محفظة الأوراق المالية، ولاسيما الشق الخاص بالاستثمارات الأجنبية في أسواق المال العربية بالتزامن مع ارتفاع القيمة السوقية لتلك الأسواق إلى 983 مليار دولار بنهاية عام 2010 ونحو 1441 شركة مدرجة في تلك الأسواق .

ولتبيان كل ما يتعلق بالاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية خاصة الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية قسمنا في هذا البحث إلى:

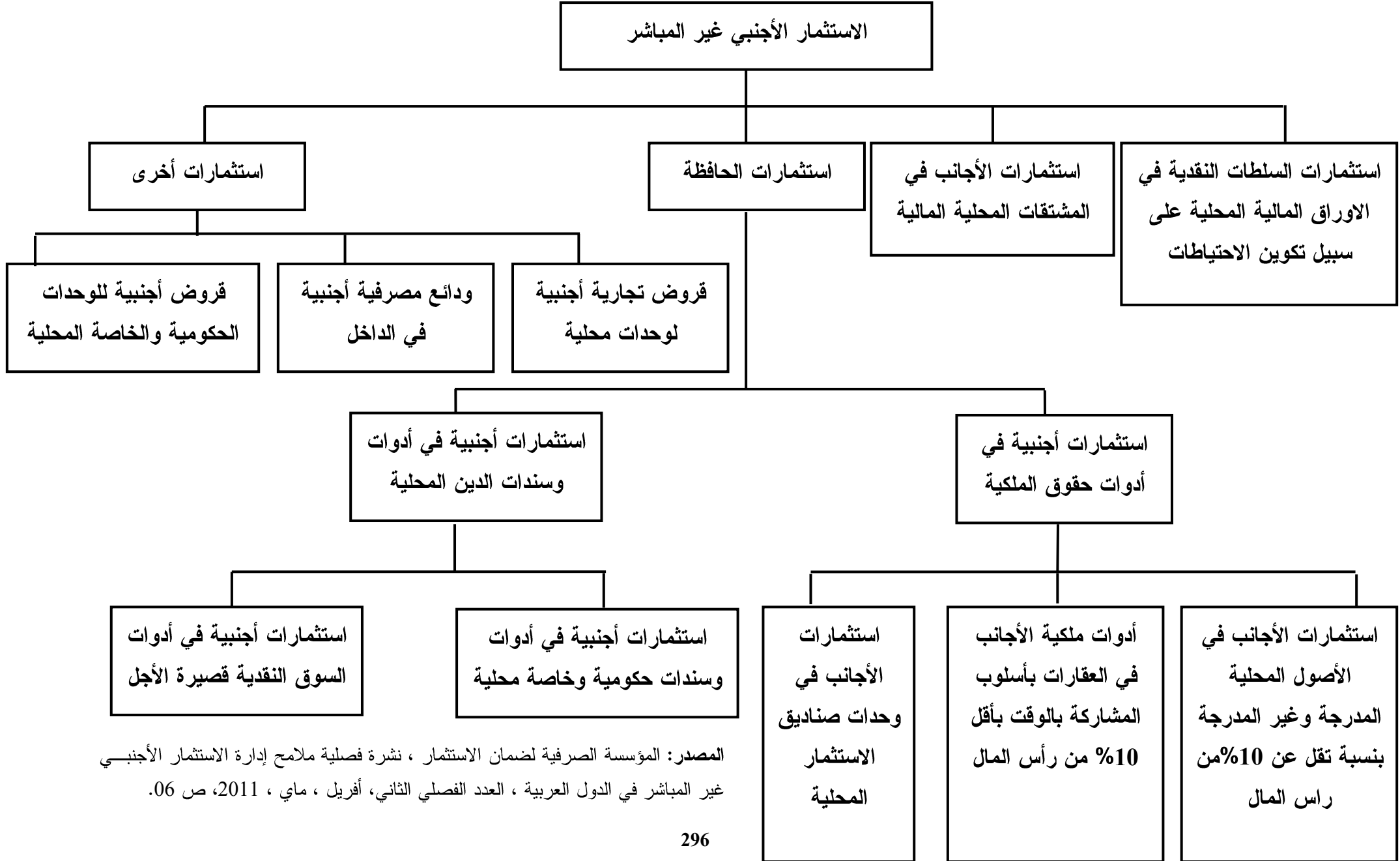
- المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية
- المطلب الثاني: محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية.
- المطلب الثالث: واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية

للتعرف على مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول العربية، يجب معرفة اهم اشكاله

المبينة في الشكل الموالي:

الشكل رقم "18" الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية:



حيث من الشكل يبين أن مكونات الاستثمار الأجنبي غير المباشر يشمل على:

- استثمارات الأجانب في محفظة الأوراق المالية في الداخل
- استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل
- استثمارات السلطات النقدية، الأجنبية في الأوراق المالية المحلية

الفرع الاول: استثمارات الأجانب في محفظة الأوراق المالية في الداخل:

وتعرف استثمارات محفظة الاوراق المالية كما رأينا سابقا بأنها معاملات مالية تتم عبر الحدود الدولية وبنو استثمارات الأوراق المالية يغطي ولكنه لا يقتصر على الأوراق والأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية المحلية المنظمة ولكنه يمتد أيضا ليشمل الأوراق المالية غير المتداولة والصادرة عن الحكومات والكيانات المحلية وكذلك الأوراق المالية المتداولة في أسواق خارجية أخرى، وتنقسم العناصر الرئيسية لاستثمارات الحافظة القابلة للتداول في الأسواق المنظمة وغيرها من الأسواق المالية إلى:

أولاً-استثمارات الأجانب في أدوات حقوق الملكية:

- وتشمل أدوات حقوق الملكية كافة الأدوات والصكوك التي تثبت حق مالكيها أو حاملها في جزء من القيمة المتبقية للمؤسسات المساهمة بعد خصم استحقاقات كل الدائنين، وتتضمن ما يلي:
- استثمارات الأجانب بالعملة الأجنبية في الأوراق المالية غير المدرجة وكذلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية بشرط أن تقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية.
 - أدوات حقوق الملكية التي تمثل حق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت بشرط ان تقل 10% من الأجمالي أو من قوة التصويت في إدارة هذه العقارات.
 - استثمارات الأجانب في وحدات صناديق الاستثمار المحلية بأنواعها سواء صناديق الملكية الخاصة أو رأس المال المغامر أو التحوط.

ثانياً-استثمارات الأجانب في سندات وأذون الدين:

تمثل سندات وأذون الدين أدوات تعطي حاملها، حقا غير مشروط في الحصول على دخل نقدي ثابت أو دخل نقدي متغير يتحدد عن طريق التعاقد، وباستثناء السندات الدائمة تعطي أنواع السندات الأخرى لحاملها أيضا حقا غير مشروط في مبلغ ثابت كسداد لأصل الدين في تاريخ أو تواريخ محددة، ويشمل ذلك الأسهم الممتازة التي لا تعطي لحاملها حق الحصول على جزء من القيمة المتبقية الموزعة للمؤسسة المساهمة عند تصفيتها، والسندات القابلة للتحويل إلى أدوات حقوق الملكية، والسندات ذات الاستحقاق الاختيارية، التي يحل آخر موعد لها بمرور عام على تاريخ إصدارها ، وتتضمن هذه الفئة أيضا شهادات الإيداع قابلة للتداول ذات آجال السداد التي تزيد على عام واحد، وغيرها من السندات، وهذا البند يشمل ما يلي:

- استثمارات الأجانب بعملات أجنبية في سندات وأذون حكومية عربية متوسطة وطويلة الاجل، وكذلك استثماراتهم في الأدوات المالية الصادرة عن كيانات اقتصادية محلية (شركات بنوك) في أسواق المال العالمية.
- استثمارات الأجانب في مختلف أدوات السوق النقدية الصادرة عن الحكومات لآجال قصيرة لمدة عام فأقل، وهي أدوات عادة ما تعطي لحاملها حقا غير مشروط في الحصول على مبلغ ثابت منصوص عليه، وفي تاريخ محدد، وعادة ما يجري تداول هذه الأدوات في الأسواق المنظمة، بخصم يعتمد على سعر الفائدة، والوقت المتبقي من أجل الاستحقاق ومن أمثلتها أذون الخزانة قصيرة الأجل.

الفرع الثاني: استثمارات الأجانب في المشتقات المالية في الداخل:

فصلت أدوات المشتقات المالية عن بند استثمارات محفظة الأوراق المالية مع صدور الطبعة السادسة لدليل منهجية إعداد وإحصائيات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي في جانفي 2010، وأفردته بندا مستقلا بذاته، فالمشتقات المالية تمثل أوراقا وصكوكا قابلة للتداول ضمن البورصات الدولية، وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يعتبر محدودا للغاية في المنطقة العربية نظرا لندرة التعامل عليه دوليا من قبل المستثمرين الأجانب في البورصات العربية، واقتصره في معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات، على التعاملات المحلية فقط.

الفرع الثالث: استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل:

وتشمل استثمارات السلطات النقدية الأجنبية مثل البنوك المركزية في العالم في العملات والأوراق المالية وخصوصا السندات وأذون الخزانة الحكومية على سبيل تكوين تلك السلطات الاحتياطيات الرسمية من العملات الأجنبية.

وهناك استثمارات أخرى تدخل في الاستثمار الأجنبي غير المباشر أقل أهمية وهي:

- قروض أجنبية تجارية وتسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل لوحدات محلية.
- قروض أجنبية لوحدات حكومية وخاصة محلية.
- ودائع مصرفية أجنبية في الداخل.

المطلب الثاني : محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية:

كما رأينا سابقا من خلال تحليل أداء البورصات العربية النمو الكبير في الرأس مال السوقي وأيضا زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية وزيادة حجم التداول وقيمه، الذي ساعد كثيرا في جذب المستثمرين المحليين والمستثمرين الأجانب، ولكن على الرغم من هذه التطورات في البورصات العربية، إلا أنه هناك العديد من المعوقات التي تسببت في تراجع الاستثمار لاسيما الأجنبي، وخاصة منها المتغيرات الاقتصادية والسياسية وأهم هذه المتغيرات المؤثرة في سوق الأوراق المالية العربية هي سعر الصرف، سعر الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، الاستقرار السياسي

ولكننا في هذا المطلب سنذكر المحددات الرئيسية للاستثمار المتعلقة بأسواق الأوراق المالية العربية والتي من شأنها التأثير على تدفقات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية العربية، وهي كما يلي:

الفرع الاول : تنظيم السوق، الإفصاح وتوافر المعلومات:

أولاً-تنظيم السوق: كما لاحظنا في تطور البورصات من 2000 إلى 2010، أن معظم أسواق الأوراق المالية العربية وضعت الإطار التشريعي والتنظيمي لعمل هذه الأسواق من خلال إقرار هيئات عامة للرقابة، سوق منظمة "بورصة"، نظام التداول ونظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزي.

1- الهيئات العامة المنظمة لعمل السوق: ومن أمثلتها الهيئة العامة لسوق المال في مصر وهيئة الأوراق المالية في الأردن.

وتتضمن سلطات هذه الهيئات في وضع التنظيمات الخاصة بعمل السوق وبالتالي تسمح بتقديم أنواع عديدة من الخدمات الاستثمارية، والإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وبالتالي تلعب هذه الهيئات دوراً أساسياً في حماية المستثمر وزيادة ثقته في السوق.

2- البورصة: وهي سوق التداول ويحكم قواعد القيد بالبورصات العربية مجموعة من المعايير تتعلق بحجم الشركة التي تصدر أوراقاً مالية، وربحياتها، وعدد المكتتبين فيها، ومدى التزامها بقواعد الإفصاح وأحكامه، إلى غير ذلك.

والجدير بالذكر أن العديد من الدول العربية قد نجحت في الفصل بين إدارة البورصة (الدور التنفيذي) والإشراف عليها الدور الرقابي، وأهم البورصات التي قامت بهذا الإجراء هي مصر، المغرب، تونس، الأردن، الإمارات، السعودية.¹

3-نظام التداول: كما لاحظنا أيضاً في تطور البورصات العربية، رأينا أن معظمها بدأ بإدخال نظام التداول الآلي للبورصة، وهذا لمواكبة التطورات الحديثة التي تشهدها الأسواق العالمية ففي ظل هذا النظام يتم تحديد سعر الورقة المالية اعتماداً على قوى العرض والطلب، فأدى هذا النظام إلى سرعة تنفيذ الأوامر وزيادة حجم التداول اليومي، فضلاً عن سرعة توصيل المعلومات إلى الوسطاء والمتعاملين في السوق.

4-نظام التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: وتم تأسيس هذه الأنظمة في العديد من الأسواق العربية مثل شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ومركز ايداع الاوراق المالية في الأردن، إلى غير ذلك، وذلك بهدف الحيابة المركزية للأوراق المالية المتداولة في البورصة وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل وتبسيط والإسراع من تداولها فيما بن مختلف المساهمين

¹ عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص 148.

بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة.¹

فوجود مثل هذه الأنشطة يعد مؤشرا طيبا للمستثمر المحلي والأجنبي حيث يؤدي إلى مزيد من الكفاءة والسيولة والشفافية للسوق ويساعد على حماية المستثمر من المخاطر الناجمة عن سرقة الأوراق المالية وتلفها بالإضافة إلى أنه يضمن سلامة عمليات التداول وسهولة إتمامها وسرعته.

ثانيا- الإفصاح وتوافر المعلومات: أعطت القوانين المنظمة لعمل أسواق الأوراق المالية العربية أهمية كبرى للإفصاح عن المعلومات، باعتباره عامل مهم في تحقيق الشفافية في السوق، وذلك على النحو التالي:

- ضرورة قيام الشركات التي تطرح أوراقا مالية للاكتتاب العام بإصدار نشرة إصدار تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بتنظيم الشركة ووضعها المالي وغيرها من المعلومات التي تساعد على اتخاذ القرار الاستثمار كما هو الحال في مصر والأردن وتونس مثلا.
- إلزام الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة بتقديم تقارير سنوية ونصف سنوية وربع سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها والبيانات التي تفصح عن المركز المالي الصحيح لها وذلك في معظم الأسواق العربية.
- إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بتوفير المعلومات و إعداد القوائم المالية طبقا لمعايير المحاسبة التي بدأ تطبيقها في بعض الأسواق العربية و التي تتوافق مع معايير المحاسبة الدولية " كما هو الحال في مصر".
- قيام البورصات العربية بإعداد " نشرات أسعار " يومية و أسبوعية و شهرية تقوم من خلالها بنشر المعلومات عن حركة التداول و عن تغيرات أسعار الأسهم.
- قيام بعض الأسواق العربية بتزويد شبكة رويتر للمعلومات بالبيانات الخاصة بالتداول و تغيرات الأسعار بشكل فوري لحظة حدوثها في قاعة التداول كما هو الحال في البحرين والكويت .

الفرع الثاني: الأوراق المالية المتداولة و الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصات العربية:

يعتبر تنوع الأوراق المتداولة في البورصة و وجود الشركات الوسيطة في البورصة من أهداف العوامل المحددة و الجاذبة للاستثمار بصفة عامة و قد تطور هذين العاملين في البورصات العربية بشكل كبير و يمكن تبيانها كمايلي :

¹ Nagwa smak and omnia helmy, *foreign portfolio equity investement in egypt analytical overview*, nahda quarterly journal, faculty of economic and political science, cairo university, cairo, 2002, p 31.

أولاً- الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية :

تتمثل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية بصفة رئيسية في الأسهم وحقوق الملكية بالإضافة إلى السندات الحكومية، والتي تشكل سندات التنمية وأذون الخزانة فضلا عن بعض الإصدارات من الشركات وشهادات الإيداع الصادرة من البنوك والسلطات النقدية وتشكل الأسهم نسبة كبيرة من إجمالي حجم التداول في حين أن تداول السندات لا يزال محدودا. هذا وقد تم إدخال أدوات مالية جديدة في بعض البورصات مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والمتداولة في بورصة الدار البيضاء، بورصة القاهرة والإسكندرية، وفي بورصة تونس تم استحداث الأسهم ذات الأولوية في الربح من دون حق الاقتراع، ولا ننسى أيضا سندات المساهمة.¹ كما تم استحداث نشاط التوريق العقاري في مصر مما أدى إلى بروز أدوات مالية جديدة أطلق عليها اسم "سندات التوريق"²، بالإضافة إلى هذه الأدوات فإنه تم تداول وحدات الاستثمار الصادرة عن صناديق الاستثمار في معظم الأسواق العربية.

ثانياً- الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية "قطاع الوسطاء الماليين":

تتمثل أهم أنشطة الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية في الأسواق العربية في تنفيذ عمليات بيع وشراء الأسهم لصالح عملائها، ويقوم بهذا الدور شركات السمسرة وشركات مساهمة عامة كما في البحرين وتونس ومصر، كما تتم هذه العمليات من خلال دوائر متخصصة لدى المصارف كما هو الحال في الإمارات والسعودية أو من قبل شركات الوساطة المستقلة والتابعة بملكيتها للمصارف كما في الأردن والمغرب.

كما تم تأسيس صناديق الاستثمار والتوسع في نشاطها في بورصات الأوراق المالية العربية حيث زاد عدد هذه الصناديق من 52 صندوقا عام 1992 إلى 139 عام 2001 وزادت رؤوس أموالها من 3.3 مليار دولار إلى 12.1 مليار دولار خلال الفترة نفسها³، وتركز معظم هذه الصناديق في السعودية والكويت ثم الإمارات.

ومن أجل مواكبة التطورات المستمرة في الأسواق العالمية، فقد تم إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية في بعض الأسواق العربية مثل نشاط تقييم وتصنيف وترتيب الأوراق المالية كما هو الحال في البحرين ومصر، وأيضا نشاط صناعة السوق حيث تم تأسيس أول شركة تقوم بهذا الدور في البحرين عام 1995.

¹ أميرة حسب الله محمد سليمان، محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، مجلة شؤون عربية، عدد 119، الأمانة العامة بجامعة الدول العربية، 2004، ص ص 155-156.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2002، ص 120.

³ The arab world competitiveness report. world economic forum oxford. 2000-2003. p 102.

الفرع الثالث: الحوافز الضريبية ومساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية:

أولاً-الحوافز الضريبية: لتشجيع الاكتتاب في الأوراق المالية وتنشيط التعامل في البورصة قامت العديد من الدول العربية بمنح حوافز ضريبية للتعامل في الأوراق المالية، وقد تمثلت أهم هذه الحوافز في إعفاء الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع وشراء الأوراق المالية من أية ضرائب وكذلك إعفاء الأرباح الموزعة من الضريبة على الدخل (كما هو الحال مثلاً في مصر وعمان والبحرين والكويت وتونس).

ثانياً-مساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية: لتشجيع وجذب الاستثمار الأجنبي في بورصات الأوراق المالية العربية أتاحت العديد من البورصات العربية للمستثمر الأجنبي الاستثمار بسهولة في الأوراق المالية العربية وبدون أية قيود على حركة المال والعملة الأجنبية وتحويلها (وهذا ما سلطنا عليه الضوء في المطلب الثالث)، بالإضافة إلى ذلك سمحت قواعد القيد في بعض البورصات العربية بقيد الاوراق المالية الاجنبية والتعامل فيها، والسماح كذلك للوسطاء الاجانب بالعمل في السوق، وقد ادى هذا الى تشجيع المستثمرين الاجانب، وصناديق الاستثمار الاجنبية بالشراء والبيع في الاسهم المتداولة في الاسواق العربية، لجذب المستثمر الاجنبي وتشجيع التعامل غير المباشر في اسهم الشركات العربية قامت بعض الدول العربية بإصدار شهادات إيداع دولية في الاسواق المالية الدولية، ففي الفترة 1996 الى 2001 نجحت تسع شركات من طرح حصة من اسهمها في بورصة لندن، فنجاح مثل هذه العمليات يعطي صورة حسنة عن اسواق الاوراق المالية العربية، ومن ثم اصبحت هذه الاصدارات وسيلة هامة لجذب المستثمرين الاجانب.¹

الفرع الرابع: بعض المعايير المستخدمة لقياس درجة نمو سوق الأوراق المالية العربية ونضجها ومعوقات الاستثمار فيها:

أولاً-بعض المعايير المستخدمة لقياس درجة نمو سوق الأوراق المالية العربية ونضجها:

كما هناك رأينا سابقاً يتفق الاقتصاديون على معايير لتقدير درجة تقدم السوق ونضجها ونذكر منها حجم السوق، ودرجة السيولة، ودرجة التركيز.

فبالنسبة لحجم السوق يقاس بمؤشرات هما معدل رسملة السوق وأيضاً عدد الشركات المدرجة، أما درجة السيولة فتقاس بمعدل دوران الأسهم، وفي الأخير درجة التركيز والتي يقصد بها تركيز التداول في عدد محدود من الشركات أو موزعاً على عدد كبير منها.

بتطبيقنا هذه المؤشرات على البورصات العربية وجدنا ما يلي:

- بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية 1441 شركة نهاية عام 2010، وقد كان العدد سنة 2002، 1826 شركة وهو أكبر عدد شركات من إنشاء صندوق العربي، وتقع عمان في مقدمة الدول العربية بـ277 شركة تليها الكويت بـ214 شركة وتليها مصر بـ

¹ اميرة حسب الله محمد سليمان، مرجع سابق، ص 158.

- 214 شركة، وتمثل الجزائر آخر بورصة ب 03 شركات مدرجة، والمقارنة مع أسواق الناشئة الأخرى نجد هذا العدد مثلا في البرازيل 459، والهند 5937 إلى غير ذلك، وهو ما يعني أن الفرصة التي تعطيها الشركة للمستثمر للاستثمار في الأسواق العربية ليست كبيرة، وذلك بالمقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى.
- أما بالنسبة للقيمة السوقية تعتبر الأسواق العربية صغيرة بالمعيار الدولي حيث تشكل القيمة السوقية الاجمالية 65 % من مثيلتها في البرازيل وحوالي 72% من مثيلتها في جنوب إفريقيا، أما داخل الأسواق العربية فإن سوق الأسهم السعودي تعتبر أكبر سوقا حجما لتصل إلى 35.9% من إجمالي القيمة السوقية العربية.
- أما بالنسبة لمعدل رسملة السوق في الأسواق العربية باستثناء الأردن الذي وصل إلى 113.91 %، تليها كل من السعودية، البحرين والإمارات والكويت والدار البيضاء والبحرين وفلسطين (أقل من 100% و أكثر من 50%) أما باقي الدول فهي أقل من 50% وآخرها الجزائر ب 0.07%، وهذا يعتبر ضعيفا نسبيا إذا إما قورنت بالأسواق الناشئة الأخرى حيث وصل مثلا في هونغ كونغ إلى 1200% من الناتج المحلي الإجمالي وسنغافورة 173% سنة 2010.
- وبالنسبة لمعدل دوران فإن الأسواق العربية يتسم بانخفاض هذا المعدل وهو ما يعني انخفاض السيولة وان القدرة على بيع الأوراق المالية وشرائها لا يتم بسهولة، خاصة كما رأينا سابقا أثناء الأزمة وبعدها حيث سنة 2010 كانت كل معدلات دوران البورصات العربية لا تتجاوز 20% وهو معدل ضعيف جدا بالمقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى والتي وصلت إلى 168% في كوريا الجنوبية و 164¹ % في الصين في نفس العام، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق بحيث لا يمكنهم بيع الأوراق المالية المتداولة وشرائها بسهولة، وإلى محدودية الأوراق المالية المتداولة نتيجة وجود عدد كبير من الشركات المغلقة التي لا يتم تداول أسهمها.
- بالنسبة لدرجة التركيز: فهي تعتبر مرتفعة في معظم الأسواق العربية حيث بلغت نسبة مساهمة اكبر شركات مقيدة من إجمالي رأس المال السوقي في المغرب 90% و 88% في السوق التونسية و 78% في السوق الكويتية، و 92.4% في سوق الدوحة.
- وتدل هذه النسب المرفقة إلى تحكم وسيطرة بعض الأسهم على السوق، وهذا يعني انخفاض فرصة المستثمر لتنويع استثماراته وينعكس ذلك سلبا على سيولة السوق، كما أنه يؤدي إلى زيادة درجة احتمال حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب، و بالتالي ارتفاع درجة المخاطر المصاحبة للاستثمار في الأسواق العربية.

¹ - فيما يخص احصائيات الاسواق المالية الناشئة ماخوذة من ،موقع البنك الدولي :

<http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> في 2013/03/07.

ثانيا- معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية:

على الرغم بما قامت به الدول العربية في تنظيم بورصاتها وتطويرها إلا أنه مازال هناك العديد من المعوقات التي تواجه المستثمرين في بورصات الأوراق المالية العربية والتي تحد من كفاءتها ومن أهم هذه المعوقات ما يلي:

1- عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العربية وقلة المعروض منها:

حيث تسيطر الأسهم لاسيما العادية منها على أغلب التعاملات في الأسواق العربية، وتحتاج تلك الأسواق مجموعة من وسائل التمويل الحديثة مثل الأسهم الممتازة، والأسهم العادية المضمونة التي تتيح لحاملها المطالبة بتعويض إذا انخفضت قيمتها السوقية عن حد معين خلال فترة محددة، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وصكوك حقوق الشراء اللاحق للأسهم، بالإضافة إلى عدم وجود أدوات مالية للاحتياط ضد الخطر مثل عقود الخيار .

ويرجع قلة هذه الأوراق المالية إلى :

- ارتفاع الوزن النسبي لعدد الشركات المغلقة مقارنة بالوزن النسبي لعدد شركات الاكتتاب العام.
- تملك القطاع العام لعدد كبير من أسهم شركات المساهمة المقيدة في البورصات العربية وعدم طرحها للاكتتاب العام مما يحرم السوق منها.
- ارتفاع تكلفة إصدار وتداول الأوراق المالية في البورصات العربية.

1- ضيق سوق السندات:

ويتمثل ذلك في انخفاض الوزن النسبي للسندات المصدرة بالنسبة لإجمالي الإصدارات، كما تحتل السندات الحكومية الجانب الأكبر من جملة إصدارات السندات مما يحرم الأفراد من التعامل في هذه النوعية من السندات ذات معدل العائد المرتفع والمخاطر المنخفضة، ويرجع ضيق سوق السندات إلى عدة عوامل منها:

- اعتقاد بعض المتعاملين في السوق بأنها نوع من الربا لأنها تدر عائد ثابتا ومحددا مسبقا.¹
- مع تفضيل بعض الأفراد إيداع أموالهم في البنوك والحصول على فائدة تعادل فائدة السندات ولكن تميز عنها بانخفاض عنصر المخاطرة.

2- عدم التزام الشركات بمعايير الإفصاح:

إن عدم قيام الشركات المتداول أوراقها في البورصة بتقديم قوائمها المالية في المواعيد المحددة وعدم قيامها بالنشر السنوي للمعلومات الجوهرية المتعلقة بالظروف الاقتصادية للشركة، والتي قد تؤثر على مركزها المالي وعلى قيمة الأسهم المتداولة وكذلك عدم قيامها بنشر موازاناتها التقديرية وسياساتها المستقبلية، كلها أمور تعكس قصورا في كمية ونوعية البيانات والمعلومات المقدمة عن الأوراق المالية المتداولة، وتؤثر سلبا على مصداقية البيانات المنشورة، فإذا أضفنا إلى ذلك عدم توفير

¹ منير هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر ومحاذير، نشأة المصارف بالإسكندرية، 1995، ص 47.

هذه المعلومات للمستثمر من جانب الجهات المنظمة لعمل السوق بصورة مبسطة وواضحة وشفافية كاملة، فإن المستثمر قد لا يتمكن من اتخاذ قرار استثماري سليم في الوقت المناسب ويحجم بالتالي عن الاستثمار في البورصة.

3- وجود بعض المضاربات الضارة بالسوق:

وذلك نتيجة قيام مجموعة من كبار المستثمرين بشراء أسهم محددة بغرض تحقيق مكاسب رأسمالية في فترة وجيزة، وذلك في ظل حصولهم على معلومات عن هذه الأسهم قبل باقي المتعاملين. في السوق، الامر الذي يضر بصغار المستثمرين، والذين يعتمدون على الشائعات التي يطلقها هؤلاء المضاربين بشكل اكبر من الدراسة العلمية.

4- انخفاض الطلب على الأوراق المالية:

ويرجع انخفاض طلب المستثمرين على الأوراق المالية إلى عدة عوامل منها:

- عدم توفر الوعي الاستثماري وهو الأسباب الرئيسية لانخفاض الطلب على الأوراق المالية، فالمستثمر لا تتوافر لديه المعلومات الكافية عن الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بسبب مثلاً افتقار المناهج الدراسية إلى المواضيع المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية، وقصور دور أجهزة الإعلام وعدم وجود وسائل إعلام متخصصة تقوم بتوضيح المفاهيم الصحيحة للاستثمار في البورصة.
- تفضيل الاستثمار في المجالات قصيرة الاجل والأكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر من حيث العائد والمخاطرة والسيولة.
- ضعف الثقة في التعامل في سوق الأوراق المالية ينجم ذلك عن عدم توفر المعلومات الكافية عن الشركات المقيدة في البورصة ونقص الشفافية التي تتعلق بإجراءات المحاسبة وبمعايير المراجعة.
- تضارب القوانين والقرارات ذات الصلة بسوق الأوراق المالية وذلك من حيث كثرة القوانين وتضاربها وسرعة تغيرها في بعض الأحيان وعدم مصداقيتها.

6- عدم كفاية الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

فالسوق العربية ينقصها مجموعة من الشركات المتخصصة واللازمة لعمل السوق، ومن أمثلة هذه الشركات: الشركات صانعة السوق، والتي تعمل على ضبط آليات التعامل في البورصة عند اختلال التوازن بين العرض والطلب، وشركات الاستشارات الاستثمارية التي تقوم بتقديم النصح الاستثماري للعملاء وتقديم النصح للسماسة أيضاً فيما يتعلق بشراء الأوراق المالية وبيعها، وأيضاً شركات توريق الديون والتي تقوم بشراء الديون من مانحها ثم إعادة إصدارها في صورة صكوك تطرح للتداول في البورصة.¹

¹ أميرة حسب الله محمد سليمان، مرجع سابق، ص 165.

المطلب الثالث: واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية:

مع الإصلاحات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها بورصات الأوراق المالية العربية خلال التسعينيات لاسيما الفترة التي تزامنت على توقيع اتفاقيات الجات وما تلتها من توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار منظمة التجارة العالمية، أصبحت هذه البورصات أكثر انفتاحا على الاستثمار الأجنبي، ولدراسة مدى انفتاح الأسواق العربية للاستثمار الأجنبي قسمنا هذا المطلب إلى فرع الأول لتوضيح باختصار اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية وعلاقتها بالبورصات في الدول العربية، ثم بينا في الفرع الثاني واقع الاستثمار الأجنبي في مختلف البورصات العربية من حيث درجة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي أما في الفرع الأخير فسنبين فيه تطور تعاملات الأجانب في مختلف البورصات العربية.

الفرع الاول : اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والدول العربية:

اولا - أهم مبادئ اتفاقية تحرير تجارة الخدمات:¹

في ظل التوجه العالمي نحو تحرير تجارة الخدمات المالية وقعت أكثر من 132 دولة على الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات GATS، حيث ركز الجزء الأول من الاتفاقية على المقصود بتجارة الخدمات بالاستناد إلى نمط تأدية الخدمة، فتجارة الخدمات قد تأخذ:

- انتقال الخدمة ذاتها من المورد إلى دولة المستفيد.
 - انتقال مستهلك الخدمة من دولة إلى أخرى لتقديم الخدمة
 - انتقال المشروع المؤدي إلى الخدمة إلى الدولة المستفيدة
 - انتقال مواطن دولة ما لأداء خدمة في دولة أخرى
- أما الجزء الثاني تضمن الالتزامات والضوابط العامة لهذه التجارة.

وقد راعت هذه الاتفاقية أوضاع النمو والتنمية في الدول النامية من أهم المبادئ في هذا الإطار.

- مبدأ فرض بعض التقييدات المالية في حال تعرض أحد الدول الأعضاء لأزمات مزمنة في ميزان المدفوعات تهدد الاقتصاد برمته.
- وأيضا أشارت اتفاقية الخدمات المالية إلى ظاهرة التكتل الاقتصادي حيث أكدت على حق أي عضو في الانضمام إلى أي اتفاقات أخرى ذات الارتباط بتكامل وتحرير تجارة الخدمات المالية مع أي دولة أو دول أخرى غير الأعضاء في اتفاق الجات.
- أيضا أقرت مبدأ الشفافية العلانية، ووفقا لهذا المبدأ تلتزم الدولة بالإعلان عن جميع القوانين والقرارات واللوائح التي تتعلق بالتجارة والخدمات، وكذلك الاتفاقات الدولية المبرمة في هذا الشأن.

¹ ياسر محمد جاد الله، سيد ابراهيم عبد الفضيل، الأفاق المستقبلية لأداء أسواق أوراق المالية العربية، في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، سنة 2006، ص 11.

ثانيا-انضمام بعض الدول العربية إلى الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات:

يمكننا أن نقسم الدول العربية من حيث التعامل مع الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات إلى مجموعتين: **المجموعة الأولى:** وتشتمل على الدول العربية التي لديها أسواق مالية ولكنها لم تلتزم بعد بتقديم التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواق المال وهي الأردن والسعودية وعمان. **المجموعة الثانية:** وهي الدول العربية المنظمة للاتفاقية وقدمت التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل مع أسواقها المحلية وتشمل كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، وتونس والإمارات والمغرب.¹ ويمكننا تحديد التزامات الدول في إطار هذه الاتفاقية بما يتعلق بتحرير الخدمات المالية، من خلال التعرف على جداول التزاماتها بشأن قيود النفاذ للأسواق وقيود المعاملة الوطنية...

1- **النفاذ إلى الأسواق:** حيث يتعهد العضو بموجب التزاماته المحددة في الجداول المقدمة من قبله

أن يمنح جميع موردي الخدمات معاملة لا تقل عن تلك المنصوص عليها في جداوله بما يمكن

منتجي الخدمات من النفاذ إلى أسواق باقي الأعضاء والمنافسة مع المنتجين المحليين.

فمثلا فيما يلي بعض الدول ومواقفها من هذه الاتفاقية:²

- **البحرين:** سمحت بالتواجد التجاري للشركات الأجنبية في مجال تداول الأوراق المالية على أن تحصل على ترخيص مسبق، وأن تكون في شكل شركة مساهمة لا يقل رأس مال البحرين فيها 51%، أيضا نفس الشيء بالنسبة للشركات الأجنبية التي تقوم بإصدار الأوراق المالية.
- **مصر:** جعلت مصر الباب مفتوحا أمام الشركات الأجنبية للعمل في السوق المالي المصري بكامل الحرية وفي كافة أنشطة البورصة.
- **قطر:** لا توجد أي قيود على النفاذ للأسواق بما يتعلق بتزويد الخدمة عبر الحدود أو الاستهلاك الخارجي، وإن كانت هناك بعض القيود على التواجد التجاري لفروع البنوك الأجنبية عبر الحدود أو على الاستهلاك الخارجي، أما الحضور التجاري فيخضع لبعض القيود.
- **الإمارات العربية المتحدة:** لا توجد قيود على النفاذ إلى الأسواق، وقد حددت الإمارات جداول التزاماتها بخصوص التواجد التجاري أنه لا قيود على إنشاء مكاتب التمثيل. وتجدر الإشارة أن الدول العربية التي تقدمت بالتزاماتها سمحت بالتواجد التجاري للشركات الأجنبية في الأسواق المالية العربية، فحضور الأشخاص الطبيعيين بالنسبة لها يعتبر ذو أهمية ثانوية، لاسيما أن أهداف وسياسات الشركات الأجنبية لا يتوقع أن تتغير إذا كان من يدير فروعها المحلية من ذوي الجنسية الوطنية والأجنبية.

¹ نفس المرجع السابق، ص 12.

² شذا جمال الخطيب، صغفق الركبي، مرجع سابق، ص 140-141.

2- المعاملة الوطنية: حيث تلتزم الدولة بمنح موردي الخدمات من الدول الأخرى رعاية لا تقل عن المعاملة التي توفرها لموردي الخدمات من رعاياها، وكذلك في القطاعات المقيدة في جداولها وطبقا للشروط والأوضاع المحددة فيها، ويشترط في هذا الصدد ألا تؤدي الإجراءات إلى تعديل في أوضاع المنافسة لصالح موردي الخدمة الوطنية.

وفي الأخير يمكن القول أن أهم الآثار الايجابية لهذه الاتفاقية على الأسواق العربية يتمثل في زيادة كفاءة وفاعلية الأسواق المحلية وجذب الاستثمارات الأجنبية وقيام المؤسسات المالية العربية بأعمال مالية شاملة وتعزيز دور الوساطة المالية، وكذلك بدعم التواجد المالي العربي في الخارج.

إلا أنه يمكن حدوث خسائر نتيجة هذه الاتفاقية، وذلك في حالة عدم قدرة الجهاز المالي العربي على منافسة الخدمات الأجنبية، هذا بالإضافة إلى مخاطر تدفقات رؤوس الأموال وآثار هروبه المفاجئ على حدوث أزمات بأسواق المال العربية.

الفرع الثاني: تعاملات الأجانب في البورصات العربية

شهدت الأسواق الأوراق المالية العربية بعد الإصلاحات التشريعية والتنظيمية انفتاحا أمام حركة الاستثمار الأجنبي، وقد بدأ هذا الانفتاح أكثر وضوحا بتوقيع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في سنة 1997، وإن كان بدرجات متفاوتة تتراوح بين الانفتاح المطلق بدون قيود كما في مصر ولبنان وتونس والمغرب وبين الانفتاح المقيد بشروط وبنسب معينة لاستثمارات الأجانب كما هو الحال في البورصات الخليجية وبعض الأسواق العربية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك من خلال مايلي:

أولا- سوق مسقط للأوراق المالية:

فتحت سلطة عمان باب الاستثمار الأجنبي بهدف تعزيز السيولة وفقا للهيئة العامة لسوق المال، وتعتبر البورصة العمانية إحدى أهم الجهات التي تستقطب الاستثمارات الأجنبية، فيسمح للأجانب بالاستثمار في أي شركة في البورصة حسبما تنص عليه القوانين وذلك بنسبة 49 % ويحوز لوزير التجارة أن يرفع نسبة تملك الأجانب إلى 65 % في حالة ما إذا كانت هناك مصلحة للاقتصاد الوطني، وقد تصل إلى 100 % وهذا من حق مجلس الوزراء، وذلك في بعض المشاريع التي تسهم في تنمية الاقتصاد الوطني بشرط أن لا يقل رأس المال عن 500 ألف ريال عماني¹، وقد وضعت البورصة العمانية عدة حوافز للاستثمار فيها نذكر منها:²

- لا توجد ضرائب على العوائد الرأسمالية أو الأرباح.
- لا توجد قيود على تحويل رأس المال أو الأرباح.
- لا توجد قيود على عمليات الصرف.
- قابلية الريال العماني للصرف مع ربطه بسعر صرف ثاني مع الدولار الأمريكي.

¹ - أحمد السيد النجار، الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، القاهرة، 2001، ص 153.

² - موقع بورصة مسقط للأوراق المالية في الانترنت.

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

- ضرائب منخفضة على أرباح الشركات مع حوافز وإعفاءات مجزية وطويلة الأجل.
 - يمكن للمستثمرين الأجانب الاستثمار في أسهم الشركات أو صناديق الاستثمار المدرجة في السوق دون أي إذن مسبق.
 - وجود جهاز رقابي مستقل وذلك لضمان سوق عادلة ومستقرة وحماية حقوق المستثمرين وضمان أقصى درجة من الشفافية والإفصاح والنزاهة.
- وكل هذه الإجراءات أدت إلى زيادة مساهمة الأجانب في بورصة مسقط حيث ازدادت من 22.6% سنة 2009 إلى 47.56% سنة 2011.

الجدول رقم(39): الاستثمار الاجنبي في بورصة مسقط (عمان) ريال عماني

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة تداول الأجانب	نسبة مساهمة الاجانب
	بيع	شراء			
2009	614715744	552229639	(62486105)	% 25.53	%22.6
2010	326804071	307051821	(19752250)	% 24.05	%45.7
2011	286573146	220946215	(65626931)	% 25.59	%47.56

المصدر: النشرات الاحصائية للبورصة لسنوات 2011-2010-2009

حيث من الجدول رقم " 41 " نلاحظ أن صافي الاستثمار في السنوات الأخيرة 2009 – 2010 و 2011 كان سالبا، أي أن مبيعات الأجانب أكبر من مشترياتهم في البورصة، فمثلا في سنة 2010 كان صافي الاستثمار سالبا أي التدفق إلى الخارج بحوالي 197.1 مليون ريال (وذلك بمستويات قدرت بـ 307 مليون ريال في حين كانت المبيعات 326 مليون ريال)، وبالمقارنة بـ 2011 كان التدفق الخارجي أكثر مما كان عليه سنة 2010 حيث وصل صافي الاستثمار السلبي إلى حوالي 650 مليون ريال عماني (حيث بلغت المبيعات الأجانب 286 مليون ريال عمان أما مشترياتهم حوالي 220 مليون ريال عماني).

ثانيا-سوق الأسهم السعودي:

قبل سنة 2008 لم يكن بإمكان المستثمرين الأجانب الاستثمار في هذا السوق العملاق الذي يعتبر أكبر الأسواق العربية خاصة من ناحية القيمة السوقية الإجمالية، لكن بعد هذا التاريخ سمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم المدرجة في البورصة ولكن عبر وسيط سعودي يمثل المالك القانوني للأسهم أي استثمار غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية محلية (سعودية)، وبالتالي يحرم المستثمر الأجنبي سواء فرد أو مؤسسة من حق التصويت في الجمعية العمومية للشركات مصدرة الأسهم، وبموجب هذا الإجراء يحق للمستثمر الأجنبي أن يجني العوائد المتولدة عن الأسهم المشتراة ويتحمل

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

جميع المخاطر الناجمة عن هذا التملك¹، أما فيما يخص الاستثمار المباشر في سوق الأسهم السعودي فلقد الآن لم يتم السماح للأجانب بالتداول مباشرة في السوق، وهناك دراسة لمحاولة فتح هذا السوق مباشرة للأجانب في الأعوام المقابلة²

وبسبب هذه العراقيل كانت نسب تعاملات الأجانب في السوق السعودي ضئيلة جدا بالمقارنة مع المستثمرين المحليين حيث لم تتجاوز 6 % كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (40): الاستثمار الاجنبي في سوق الاسهم السعودي. ريال سعودي

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تداول الأجانب في البورصة
	بيع	شراء		
2008	97598337124	77618852750	19979484374	5.25 %
2009	51441943604	52606243846	1164300243	4.11 %
2010	40334205633	43645726020	3311520386	5.52 %
2011	51258389228	48583928123	2674461105	4.54 %

المصدر: اعداد مختلفة من التقارير الشهرية لسوق الاسهم السعودي.

ونلاحظ من الجدول أن السوق السعودي وفيما يخص تعاملات الأجانب عرف صافي استثمار سالب سنة 2008 أي تدفق للخارج بقيمة حوالي (حوالي 19 مليار ريال) ،حيث بلغت قيمة مبيعات الأجانب حوالي 797 مليار دولار، وقيمة المشتريات حوالي 77 مليار ريال سعودي، وكانت نسبة تداول بالنسبة للتداول الإجمالي 5.25 %، وتغيرت الأحوال سنتي 2009 و2010 حيث أصبح التدفق للداخل أي صافي استثمار موجب ،حيث في سنة 2010 وصل صافي الاستثمار الموجب إلى 3.3 مليار ريال سعودي (بمبيعات بلغت 40.3 مليار ريال ومستويات الأجانب بلغت 43.6 مليار ريال)، وكانت نسبة تداول الأجانب ارتفعت بالمقارنة مع 2009 حيث بلغت 5.52 % ،وفي 2011 أصبح التدفق مرة أخرى للخارج وبلغ صافي الاستثمار بالسالب 2.6 مليار ريال (مبيعات الأجانب بلغت 51.2 مليار ريال سعودي بينما بلغت المشتريات 48.5 مليار ريال سعودي)، وبلغت نسبة التداول الأجانب 4.54 % حيث انخفضت عما كانت عليه سنة 2010.

ثالثاً-بورصة تونس:

يسمح للمستثمر الأجنبي اقتناء الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة التي تنشط في القطاعات التنافسية إلى مستوى يصل إلى 49.99 % بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافق الهيئة العليا للاستثمار، وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي في البورصة

¹ -السويلمي، الرئيس التنفيذي لشركة تداول (الهيئة العامة لسوق المال السعودي) ،مقابلة مع قناة العربية في 04 ديسمبر 2011.

² -تقرير مناخ الاستثمار، 2008، مرجع سابق، ص 43.

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

التونسية، يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية، مع إعفاء المداخل المتأنية من هذا الاستثمار من الضرائب¹.

وبسبب هذه الإجراءات ارتفعت مساهمات الأجانب في القيمة السوقية للبورصة حتى أنها وصلت سنة 2005 إلى 28.2 % وبقيت مستقرة في سنوات 2006 و 2007. ثم عرفت انخفاضات كبيرة بدأت من سنة 2008 إلى 2010 حيث وصلت 20.2 % وهذا بالطبع بسبب خروج الاستثمار الأجنبي من هذه البورصة ،وهذا ما سنبينه من خلال صافي الاستثمار في الجدول التالي.

الجدول رقم (41) : الاستثمار الاجنبي في بورصة تونس مليون دينار

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة التداول	نسبة تملك الأجانب رسملة السوق
	بيع	شراء			
2005	94.5	146.5	51.6	19.39 %	28.20 %
2006	99.5	143	43.5	17.14 %	27.62 %
2007	69.9	84.1	14.2	9.21 %	28 %
2008	658.1	610	(48.1)	33.10 %	24.74 %
2009	257	137	(120)		21.9 %
2010	326	185	(142)		20.2 %

المصدر : التقارير السنوية لبورصة تونس لسنوات مختلفة.

فلاحظ ن الجدول أعلاه تحقق تدفق إلى الداخل أي صافي استثمار موجب في سنوات 2005 و 2006 و 2007 حيث بلغ على التوالي (51.6، 43.5، 14.2) مليون دينار وكانت نسبة تداول الأجانب على التوالي تقدر بـ (19.39، 17.14، 9.21) %.

ولكن في سنوات 2008 و 2009 و 2010 عرفت البورصة التونسية تدفقات للخارج أكبر وهو ما يبينه صافي الاستثمار السالب بمقدار (48.1، 120 و 142) مليون دينار على التوالي ،وهذا بالطبع بسبب تداعيات أزمة 2008 على الاقتصاد التونسي.

رابعاً-بورصة الكويت:

يسمح للمستثمرين غير الكويتيين بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة المدرجة في السوق الكويت للأوراق المالية، حيث مثلاً يشترط إذا رغب المستثمر في تملك أكثر من 5 % من رأس مال البنك الواحد أخذ موافقة البنك المركزي ،ويقصد بالمستثمر الواحد كل شخص أو مجموعة من الأشخاص يجمعهم ارتباط قانوني أو اقتصادي سواء عن طريق الملكية المشتركة أو الإدارة الشركة.

¹ -بورصة تونس للأوراق المالية (موقع الانترنت)

ولا يجوز أن تزيد نسبة ما يملكه المستثمرون غير الكويتيين في البنك الواحد عن 49 % من رأس ماله إلا بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء.¹

وسمح هذا القانون بإعطاء إعفاءات ضريبية لعشر سنوات، وتسمح للشركات الأجنبية بالمشاركة في مشاريع القطاعات الأساسية في الاقتصاد، كما تمنح إعفاءات جمركية لبعض الصناعات بالإضافة إلى توفير جوانب الحماية والضمانات للمستثمرين، وفي هذا الإطار أقرت السلطات الكويتية خفض السقف الأعلى للضريبة على أرباح الشركات الأجنبية العاملة في الكويت من 55 % إلى 25% على أن يتم منح هذه الشركات حوافز ضريبية إضافية عند توظيف عمالة الكويتية.²

ويعتبر هذا القانون "جديد لا يميز بين المستثمر العربي والمستثمر الأجنبي في المعاملة من حيث الامتيازات والإعفاءات الممنوحة لأي منهما، إلا أن رعايا دول مجلس التعاون الخليجي، يتمتعون بنفس الحقوق والامتيازات التي يتمتع بها المواطن الكويتي.³

ورغم هذا الامتيازات إلا أنه لم يتم التغلب على جميع العراقيل التي أمام المستثمر الأجنبي وهذا ما توضحه، بنسبة تعاملات الأجانب في البورصة الكويتية التي تبقى ضعيفة، وهذا باحتساب تعاملات دول المجلس الخليجي مع تعاملات الأجانب، حيث بلغت نسبة معاملات الأجانب في المتوسط لم تتعدى 8 % في سنوات من 2008 إلى 2011، حيث تحقق صافي استثمار سالب (أو استثمار إلى الخارج)، بسبب أن مبيعات الأجانب فاقت مشترياتهم في السنوات الأربع الأخيرة كما يبينه الجدول .

الجدول رقم(42): الاستثمار الاجنبي في بورصة الكويت. الدينار الكويتي

سنوات	نوع العملية		نسبة تداول الأجانب
	بيع	شراء	
2008	2999656800.51	270177760.40	08.05 %
2009	16139112841.13	1612161916.75	7.38 %
2010	1067739287.99	1051846451.60	8.38 %
2011	598205240.13	489582829.76	09.05 %

-التداول بالسوق الرسمي

المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت لإعداد مختلفة.

خامسا-بورصة البحرين:

تعامل قانون رقم 10 لعام 1999 للاستثمار الأجنبي سواء من حيث التملك أو التداول كتعامله مع الاستثمار المحلي من دون تمييز في الحقوق او الالتزامات، باستثناء تحديده نسبة أولية تصل إلى 49 % من رؤوس أموال الشركات المساهمة العامة بالنسبة إلى تملك وتداول أسهم هذه الشركات من

¹ -قرار وزاري رقم (205) لعام 2000 بشأن ضوابط مساهمة غير الكويتيين في شركات المساهمة الكويتية- موقع بورصة الكويت.

² -التقرير الاقتصادي العربي الموحد، سنة 2002.

³ -شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص 127.

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

قبل المستثمرين الأجانب غير الخليجين، الذي سمح لهم هذا القانون بتملك وتداول نسبة تصل إلى 100 % من أسهم الشركات المذكورة، وقد أعطي هذا القانون الصلاحية لوزير التجارة في رفع حجم الاستثمار الأجنبي غير الخليجي إلى مستوى يتجاوز سنة 49 % أين رأى ذلك مصلحة الاقتصاد الوطني.¹

وبموجب هذه الامتيازات لأجانب خاصة المستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب في السوق البحريني من سنة إلى أخرى، حيث وصلت سنة 2007 إلى أعلى مستوى بنسبة 62.3 % من القيمة السوقية الكلية ولم تتخضع عن 45 % كما هو مبين في الجدول. "

الجدول رقم(43) : الاستثمار الاجنبي في بورصة البحرين.

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة تداول الاجانب	نسبة مساهمة الاجانب
	بيع	شراء			
2003	38940097	32383208	6556889.00	34.87 %	
2004	59753482	54418349	5335133.00	32.7 %	59.4 %
2005	118772251	161053615	42281364.00	52.18 %	59.4 %
2006	397612861	205570633	192042228.00	57.67 %	
2007	180590419	206369141	25778722	47.99 %	62.3 %
2008	482026069	268901511	213124558	47.68 %	46.7 %
2009	78181938	77591691	590247	43.66 %	48.36 %
2010	40599117	261047856	14494361	30.76 %	45.7 %
2011	45603938	46600651	996713	43.92 %	47.56 %

المصدر: نشرة التداول السنوية لسنوات متعددة لبورصة البحرين.

أما فيما يخص صافي معاملات المستثمرين الأجانب (غير البحرينيين) في بورصة البحرين، فمن خلال الجدول نفسه، كانت متقلبة ففي سنوات 2003-2004 و 2006 و 2009 و 2010 كانت صافي الاستثمار سالب أي عمليات البيع كانت اكبر من عمليات الشراء من قبل الأجانب أما في السنوات المتبقية فكان صافي الاستثمار موجب أي تدفق للداخل ومعناه عمليات شراء الأجانب أكبر من مبيعاتهم، حيث كانت نسبة تداولات الأجانب في هذه السنوات كلها أكبر من 30 % من إجمال التداول حتى وصلت إلى أعلى مستوى من التداول 57 % سنة 2006.

¹ -صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، 1999، ص ص 18-19.

سادسا-بورصة المغرب:

فيما يخص الاستثمار الأجنبي في بورصة الدار البيضاء ،ليس هناك أي شرط للاستثمار في رأس مال الشركات المدرجة، حيث يمكن للمستثمر الأجنبي أن تفتح حسابا بنكيا بعملة أجنبية وأن يتصرف كما يشاء من أجل عملياته في المغرب، كما أن هناك حرية تامة في ما يخص تحويل رؤوس الأموال الأجنبية المستثمرة في المغرب نحو الخارج، ونفس الشيء فيما يخص الأرباح وفائض القيمة¹.

وهناك امتيازات تمنح للمستثمرين الأجانب خاصة المؤسسات ،حيث تعفى من الضريبة على فائض القيمة، أما بالنسبة لشركات الوساطة الأجنبية، وقيامها بعمليات التداول في البورصة، فإن القانون لا يسمح لها بذلك إلا إذا قامت بافتتاح فرع لها بالمغرب.²

من جهة أخرى ومن الجدول أدناه سجل صافي استثمار غير المغريين (الأجانب) تدفق سالباً سنوات 2005 و 2006 و 2007 و 2009 وسجل تدفقا ايجابيا سنتين فقط ،وهما 2008 و 2010، أما عن نسبة تداول الأجانب بالنسبة للتداول الإجمالي فبلغت أعلى مستوى لها سنة 2006 وبلغت 17 % وإدنى نسبة كانت سنة 2007 ،حيث وصلت إلى 5.92 % فيلاحظ في بورصة الدار البيضاء ورغم الامتيازات الممنوحة للأجانب إلا أن مساهمتهم في البورصة ليس مؤثرا بشكل كبير.

الجدول رقم (44): الاستثمار الاجنبي في بورصة الدار البيضاء. مليون درهم

نسبة تملك الأجانب رسملة السوق	صافي	نوع العملية		سنوات
		شراء	بيع	
16.38 %	(6513.00)	4868.30	11381.30	2005
17 %	(4424.70)	9614.90	14039.60	2006
5.92 %	(1700.20)	12031.10	13731.30	2007
14.23 %	2992.40	21170.90	18178.50	2008
12 %	(208.90)	1537.20	10745.40	2009
11.17 %	497.3	7210.89	6713.59	*2010

*-إدراج فقط تداولات الأجانب في السوق المركزية (بورصة المغرب تنقسم السوق إلى سوق مركزية وسوق الكتل (الصفقات الكبيرة والإستراتيجية) ،مركزي صفقات صغيرة.
المصدر: تقارير هيئة سوق المال المغربية اعداد متفرقة.

¹ -موقع الانترنت: www.vabonkine.org بتاريخ 2012/02/10.

² -أحمد سيد النجار، مرجع سابق، ص 155.

سابعا-بورصة الدوحة:

وقد سمح منذ سنة 2004 ولتحقيق مزيد من الانفتاح في الاقتصاد القطري، حيث وافق مجلس الوزراء على اللائحة التنفيذية لصناديق الاستثمار التي يستطيع غير القطريين من خلالها الاستثمار بصورة غير مباشرة في جميع أسهم الشركات المساهمة المدرجة في السوق¹.

وفي 3 أفريل عام 2005 تم السماح للمستثمرين غير القطريين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25 % من الأسهم المطروحة للتداول، وذلك لتوسيع قاعدة الاستثمار في السوق².

وعلى صعيد تعاملات الأجانب غير القطريين في بورصة الدوحة، فقد سجلت من الجدول أدناه، عامي 2008 و2011 تدفق سلبي وعامي 2009 و2010 تدفق ايجابي لصافي الاستثمار أي الشركات الأجانب أكبر من مبيعاتهم، ولكن من الملاحظ هو أن هناك استقرار في معاملات الأجانب حيث نلاحظ أن نسب الشراء والبيع تقريبا تكون متقاربة.

الجدول رقم(45): نسب تداولات الأجانب في سوق الاوراق المالية الدوحة

سنوات	نوع العملية		صافي التدفق
	بيع	شراء	
2008	30.72 %	29.79 %	0.93 %
2009	33.99 %	35.99 %	2 %
2010	36.33 %	39.60 %	3.27 %
2011	36.51 %	33.49 %	3.02 %

المصدر : التقارير السنوية لبورصة الدوحة أعداد متفرقة.

ثامنا-بورصة الإمارات:

فيما يتعلق بالسماح للأجانب بتملك وتداول الأوراق المالية في بورصتي دبي وأبو ظبي، ليس هناك شروط للدخول للسوق المالية، ولكن هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع تركت الأمر اختياريًا بالنسبة لرؤساء مجالس إدارات الشركات المساهمة وفقا لما يرونه مناسبًا لأداء ونشاط شركاتهم، أي أن تعاملات الأجانب وجذب الاستثمار الأجنبي لبورصة الإمارات مرهون موافقة رؤساء مجالس الإدارات للشركات المساهمة على ذلك³.

وبالنسبة لتطور تعاملات المستثمرين الأجانب غير الإماراتيين في بورصتي أبو ظبي ودبي، من خلال الجدول أدناه كانت نسب تعاملات الأجانب متقلبة بتطور السنوات، حيث وصلت إلى أعلى مستوى سنة 2007 في كلا السوقين إلى 53.98 %، ثم أخذت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى

¹ -التقرير السنوي البورصة قطر، سنة 2004، ص 17.

² -التقرير السنوي، بورصة قطر، سنة 2005، ص 19.

³ - سلام، عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، مرجع سابق، ص 221

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الأزمة المالية 2008 عليها

32.18 % وهي اخفض نسبة سنة 2008، وهذا بالطبع بسبب الأزمة المالية العالمية وأيضاً بسبب أزمة ديون دبي التي جاءت بعدها وهذا ما يفسر، أن في عام 2007، كان هناك صافي استثمار ايجابي أي المشتريات أكبر من المبيعات للمستثمرين الأجانب ثم سجل سوق الإمارات ككل سنة 2008 تدفق سالب بسبب خروج المستثمرين الأجانب و. القيام بعمليات بيع كبيرة، و في سنة 2009 عاود الاستقرار للسوق من خلال ارتفاع عمليات الشراء أكبر من البيع، ولكن ما لبث سنة 2010 ليعاود التدفق السلبي لصافي الاستثمار.

الجدول رقم (46): الاستثمار الاجنبي في سوق الإمارات للأوراق المالية:

نسبة تداول إجمالي الأجانب	صافي الاستثمار	نوع العملية		السنة
		إجمالي قيمة البيع	إجمالي قيمة الشراء	
60.15 %	11843977695	119922285216	108078307521	2007
40.64 %	9963327480	40615823805	306524996325	دبي
53.98 %	21.807.305175	16538109021	138370803846	أبو ظبي
36.93 %	(6025650543.27)	109685151616.12	11571082159.89	المجموع
25.94 %	(54519620689.17)	57448571017.27	62900491706.44	2008
32.18 %	(11477571232.44)	167133722633.89	1788611293866.33	دبي
41.22 %	1405840000	69907950000	68502110000	أبو ظبي
35.51 %	1230839381	25718029827	24487190445	المجموع
38.37 %	2636679381	95625979827	92989300445	2009
44.92 %	180313609	30817732282	30637418673	دبي
37.06 %	(235097707)	123616688589	12596786295	أبو ظبي
40.99 %	(54784098)	43179420871	43234204968	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات إعداد مختلفة

تاسعا- بورصة الاردن:

في اطار تشجيع الاستثمار الاجنبي صدر نظام رقم 54 لسنة 2000 ليلغي النظام السابق لسنة 1997 ، والذي الغى الحد الاقصى لملكية الاجانب والبالغة 50% ، وأصبح المستثمرون الأجانب يعاملون معاملة المستثمرين الأردنيين، ويستطيعون امتلاك كل او جزء من رأسمال الشركات أو المشاريع باستثناء بعض القطاعات التي يجب ان لا تتجاوز ملكيتهم فيها 50%، وهي مختلف الأنشطة التجارية) خاصة مبيعات التجزئة والجملة)، ايضا خدمات النقل، بمختلف أنواعها، و هناك بعض الأنشطة ممنوعة على الاجانب تماما من امثلتها المساهمة في النوادي الرياضية، وخدمات التحريات والأمن..الخ.³⁷

الفصل الخامس – واقع الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية وانعكاس الازمة المالية 2008 عليها

والجدول رقم(47): يبين مساهمة الاجانب في البورصة الاردنية: الوحدة: الدينار الاردني

سنوات	نوع العملية		نسبة مساهمة الأجانب في القيمة السوقية
	بيع	شراء	
2002	232.501.490	233.384.182	37.43%
2003	199.195.647	281.085.270	38.844%
2004	311.379.947	380.336.550	41.264%
2005	1.739.246.534	2.152.280.127	45.043%
2006	1.814.482.147	1.995.091.127	45.531%
2007	2.359.041.344	2.825.297.394	48.947%
2008	3.910.020.354	4.219.835.534	49.247%
2009	2.139.209.490	2.135.432.525	48.883%
2010	1.051.190.924	1.036.393.054	49.562%

المصدر : التقرير السنوي لبورصة عمان 2010

ونلاحظ من خلال الجدول ان المحفزات التي اعطيت للمستثمر الاجنبي في القانون الاخير اعطت ثمارها ، وذلك بالارتفاع المستمر لنسبة مساهمة الاجانب في القيمة السوقية للشركات المدرجة ، حيث قفزت من 37% سنة 2002 الى حوالي 50% سنة 2010.

اما فيما يخص التداولات ،بورصة عمان حققت صافي استثمار ايجابي في السنوات من 2002 الى 2008 ، إلا أنها سجلت تدفقات سلبية في السنتين الأخيرتين.

ومن ناحية اخرى تم خلال عام 1997 ولأول مرة إصدار شهادات إيداع خارج الأردن لشركة البوتاس العربية في سوق لندن، كما قامت ايضا شركة مناجم الفوسفات الاردنية بإصدار سندات في الاسواق الاوروبية و بأسعار فائدة منافسة، مما يعكس ثقة المستثمرين الدوليين بهذه الشركات المصدرة.

عاشرا-بورصة دمشق: تواجه هذه السوق منذ صدور القرار المتعلق باستثمار الأجانب تحديات عديدة في جذب التدفقات الأجنبية إليها بسبب ضريبة الربح الرأسمالي المفروضة على خروج رأس المال والتي تصل إلى 50 % من الأرباح في حال رغب المستثمر في تحويلها للخارج قبل مضي 06 شهور، فضلا عن محدودية الفرص الاستثمارية وقلة حجم الأسهم المطروحة للتداول وعدم تنوعها خصوصا أن 90 % من شركات السوق هي مصارف وشركات تأمين.¹

وفي الأخير يمكن القول أن مجمل البورصات العربية ما زالت لديها عراقيل أمام جذب الاستثمار الأجنبي للبورصات العربية وهو ما يفسر انخفاض نسب مساهمة الأجانب بالمقارنة مع المستثمرين المحليين.

¹ -تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2010، مرجع سابق، ص 52.

خلاصة الفصل:

بعد دراسة وتحليل أسواق الأوراق المالية العربية يمكن استخلاص ما يلي:

- 1- كل البورصات العربية حديثة النشأة والتطور وأغلبها في القرن الماضي أي العشرين ماعدا بورصتا القاهرة والإسكندرية فكانت نشأتها في القرن التاسع عشر.
- 2- شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تطورات كبيرة في تشريعاتها وتنظيمها كان من أهمها:
 - التحديد الواضح لدور البورصة وقامت معظم البورصات العربية -بفصل الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد التداول في البورصة.
- 3- تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت سنة 2007.
- 4- مرت الأزمة المالية بالمراحل التالية: أزمة الرهن العقاري ثم تلتها أزمة الائتمان أي أزمة السيولة، وفي الأخير الأزمة إلى أصابت الأسواق المالية
- 5- وكانت من أهم مظاهر الأزمة المالية العالمية ما يلي:
 - الإفلاس المتواصل لأهم المؤسسات المالية الكبرى خاصة في الو.م.أ.
 - التدهور الحاد في نشاط وأداء الأسواق المالية العالمية
 - ارتفاع نسبة الديون العقارية
 - تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية
 - تراجع أسعار النفط
- 6- أما في ما يخص انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاديات العربية يمكن تحديد التأثير من خلال درجة اندماج الدول العربية على أسواق المال العالمية ،وبهذا يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات كما رأينا سابقا.
- 7- أما تأثير الأزمة على أداء البورصات العربية إجمالاً كان واضحاً، فبعد تحقيق هذه البورصات لأداء جيد قبل الأزمة أي قبل عام 2007، شهدت مختلف مؤشرات أداء البورصات العربية انخفاضات وتقلبات كبيرة خاصة في النصف الثاني من عام 2008، خاصة فيما يتعلق بانخفاض القيمة السوقية الإجمالية وأيضاً تناقص عدد من الشركات المدرجة أيضاً الانخفاض الكبير في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي.
- 8- كان الانخفاض الكبير في الأداء بسبب الأزمة المالية 2008 أكبر بكثير من انخفاض مؤشرات أسواق المالية في الدول المتقدمة.
- 9- تعافى البورصات العربية بسرعة نسبياً ولكن لم تسترجع الخسائر التي منيت بها خاصة الخليجية وذلك بسبب أزمة ديون دبي.
- 10- يشمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية على:
 - الاستثمارات الأجنبي في محطة الأوراق المالية

- استثمارات الأجانب في المشتقات المالية
 - استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية المحلية
 - 11- تعتبر أهم محددات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية في:
 - تنظيم السوق والإفصاح وتوافر المعلومات
 - تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات العربية
 - نوع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في البورصات العربية
 - الحوافز الضريبية المقدمة ومساهمة الأجانب في أسواق التداول العربية
 - معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية.
 - 12- من خلال دراستنا لمدى انفتاح البورصات العربية على الاستثمار الأجنبية تبين أن معظم البورصات العربية حققت قفزة نوعية من خلال الإصلاحات قد قامت بها خلال التطور نسبة مساهمة الأجانب في البورصات العربية، ولكن يبقى منخفضا وضعيفا بالمقارنة بالبورصات الناشئة والمتقدمة، وبسبب خاصة العراقيل والقيود الكبيرة في معظم البورصات العربية مثل السعودية، والتي لحد الآن تسمح فقط الاستثمار الأجنبي غير المباشر في بورصتها، وهو ما تبينه الأرقام فمثلا في سنة 2010، فنسب مساهمة الأجانب في إجمالي القيمة السوقية لأسواق المال العربية تراوحت بين 8.4 % بالنسبة لسوق الكويت ونحو 50 % من سوق عمان للأوراق المالية في الأردن، كما أن مساهمة الأجانب في إجمالي تعاملات السوق خلال العام ما بين 6.5 % بالنسبة للسوق السعودي و 44 % بالنسبة لسوق دبي وتبقى هذه النسب منخفضة نسبيا.
- وبعد دراسة لواقع الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية للبورصات العربية بصفة عامة في الفصل الموالي سنركز على الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية وانعكاسها على أسعار الصرف.

تمهيد:

قطعت مصر خطوات جادة في طريق تحرير الاقتصاد كمحاولة من صانع السياسة الاقتصادية لإزالة مسببات الاختلالات الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد المصري لفترة طويلة، وبدأت منذ التسعينات بالتركيز على جذب حجم كبير من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية لإحداث نوع من التراكم الرأسمالي اللازم لعملية التنمية، شأنها شأن معظم الدول الناشئة خاصة دول جنوب شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية، التي قامت بفتح أسواقها المحلية أمام الاستثمار الأجنبي خاصة في سوق الأوراق المالية، حيث أصبح المستثمر الأجنبي يعامل معاملة المستثمر المحلي، مع تحرير حساب راس المال أي حرية دخول وخروج الأموال في أي وقت، ورغم أهمية هذه الاستثمارات الأجنبية لسد الفجوة الإدخارية إلا أنها شكلت مخاطر كبيرة خاصة منها على أسعار الصرف المحلية كما حدث في أزمة العملة في جنوب شرق آسيا سنة 1997، وفي هذا الفصل سنتعرف على أثر التدفقات الرأسمالية الأجنبية خاصة الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية على سعر صرف الجنيه المصري، ولهذا قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، ففي الأول ركزنا فيه على الإصلاحات التي قامت بها مصر في التسعينات وتطور أداء الاقتصاد المصري في العشر السنوات الأخيرة، أما في الثاني فخصصناه لنشأة البورصة المصرية وتطورها وأيضاً لتطور أداءها في الفترة 2000-2011، وأيضاً واقع الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية وأثره على أداء البورصة وأيضاً سعر الصرف، أما المبحث الثالث فتعرضنا فيه إلى سياسة سعر الصرف في مصر أثناء وبعد الإصلاحات الاقتصادية في مصر وكيفية إدارة سوق الصرف الأجنبي في مصر وفي الأخير قمنا بوضع نموذج لنبين أثر استثمار الأجنبي في المحفظة المالية على سعر صرف الجنيه المصري بالمقارنة مع التدفقات الأخرى.

المبحث الأول: تطور أداء الاقتصاد المصري في الفترة 1990 إلى 2010.

تبنّت مصر مع بداية السبعينات برنامجاً للإصلاح الاقتصادي، والتكيف الهيكلي، وذلك في ظل التحول إلى اقتصاد السوق، وقد سعت من هذا الإصلاح إلى علاج الاختلالات الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد المصري، وأيضاً خلق مناخ اقتصادي ملائم لوجود سوق أوراق مالية نشطة. وفي هذا المبحث يتم توضيح أداء الاقتصاد المصري والإصلاحات الاقتصادية باختصار في التسعينات، ثم تحليل بشكل معمق أداء الاقتصاد المصري في الفترة الموالية للإصلاحات أي 2000 إلى 2010.

المطلب الأول: لمحة عن أداء الاقتصاد المصري في فترة التسعينات

لعبت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها جمهورية مصر العربية في بداية التسعينات (1991) دوراً كبيراً في تهيئة واستقرار المناخ الاستثماري حيث تمكنت الحكومة من إجراء مجموعة من السياسات الإصلاحية والتي تمثلت في:¹

الفرع الأول-الإصلاح النقدي:

وقد اتجه هذا الإصلاح إلى تطوير أدوات السياسة النقدية والائتمانية من خلال:

- تحرير أسعار الفائدة وإزالة القيود المفروضة على الائتمان حتى يكون سعر الفائدة على الودائع والقروض حقيقياً وموجباً بهدف تشجيع المدخرات والإقلال من التحويل إلى النقد الأجنبي.
 - إيقاف العمل بالسقوف الائتمانية للقطاع الخاص في عام 1992، ثم يليه القطاع العام من أول يوليو 1993.
 - تم تعديل نسبة الاحتياطي النقدي على أرصدة الودائع بالعملة المحلية في بنوك الاستثمار والبنوك التجارية لتصل في التسعينات إلى 15% بعد أن كانت 25% وذلك لمساعدة البنوك لتخفيض التكلفة الحقيقية للودائع.
 - اعتمدت الحكومة على أذون الخزانة لتمويل جزء من عجز الموازنة العامة للدولة وذلك باعتبارها أداة غير تضخمية وبديلاً مناسباً للتمويل بالعجز، وأداة لتنشيط سوق رأس المال.
- الفرع الثاني-الإصلاح المالي:** استهدف الإصلاح المالي في التسعينات السيطرة على عجز الموازنة العامة للدولة من خلال سياسة انكماشية تعتمد على تخفيض الائتمان العام وزيادة الإيرادات الضريبية وذلك من خلال:
- تجميد بند الأجور في الموازنة العامة للدولة من خلال إعطاء التعيينات الحكومية وتشجيع المعاش المبكر.
 - إتباع سياسة الإصلاح السعري لمنتجات شركات القطاع العام.
- أما فيما يخص إجراءات زيادة الإيرادات الضريبية فكانت من خلال:

¹ محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 143 146 بتصرف.

- اعتماد الحكومة عدة إجراءات لتعديل النظام الضريبي وكان أهمها:
 - تم فرض ضريبة المبيعات لتحل محل ضريبة الاستهلاك بموجب القانون رقم 11 لسنة 1991.
 - تم تعديل قانون الضريبة العامة على الدخل بموجب القانون رقم 187 لسنة 1993.
 - في عام 1996 تم تعديل أحكام ضريبة الدمغة وبعض أحكام قانون الضريبة العامة على المبيعات.
- وقد تمكنت هذه الإجراءات من زيادة الإيرادات العامة من 43,6 مليار جنيه عام 1993 إلى نحو 65.3 مليار جنيه عام 1997.

وعلى الرغم من الإصلاحات المالية المشار إليها إلا أن تزايد النفقات العامة وارتفاع عبء المديونية أثر على استمرار العجز المزمّن هي الموازنة العامة للدولة كنسبة من إجمالي المحلي الإجمالي حيث بلغت هذه النسبة في المتوسط للفترة من عام 1991 إلى 1998 نحو 8.2 % وذلك ما يوضحه الجدول رقم (47).

الفرع الثالث-التوجه نحو الخصخصة: صدر قانون رقم 203 لسنة 1991 كخطوة أولى لتنفيذ برنامج الخصخصة، والذي عمل على إنشاء الشركات القابضة والتابعة لتحل محل شركات القطاع العام بهدف زيادة معدلات مشاركة الاستثمارات الخاصة في الناتج المحلي الإجمالي، وتخفيض مشاركة القطاع العام.

ويعتبر الاتجاه نحو القطاع الخاص، من أهم الأدوات التي عملت على تنشيط سوق الأوراق المالية، كذلك فإن نشاط سوق رأس المال من أهم المتطلبات لنجاح وتدعيم أساليب الخصخصة المتبعة وذلك لجذب المدخرات المحلية والأجنبية.

وتجدر الإشارة إلى أنه منذ بداية تطبيق سياسة الخصخصة كان هناك 314 شركة عامة، تم خصخصة 133 منها في نهاية 1999، وذلك باستخدام أساليب مختلفة.

الفرع الرابع-تحرير سعر الصرف:

عمدت سياسة الإصلاح الاقتصادي إلى تحرير سعر الصرف لاجتذاب المزيد من النقد الأجنبي والوصول إلى سعر صرف حقيقي، وفي فيفري 1991 بدأ إلغاء تعدد أسعار الصرف وأصبح نظام سعر الصرف مكون من السوق الأولية والسوق الحرة للصرف الأجنبي، وفي نوفمبر 1991 تم توحيد سعر الصرف على أن يتم تحديده سوقياً مع تحرير تحركات رؤوس الأموال كما تم السماح للتعامل في النقد الأجنبي خارج البنوك من خلال شركات الصرافة.

وفي عام 1994 صدر القانون رقم 38، والذي أدخل تعديلات جوهرية على قانون النقد الأجنبي أدت إلى الوصول إلى سعر واقعي للجنيه المصري مما ساهم في الاستقرار النقدي واختفاء ظاهرة الدولار.

ولقد كان لهذه السياسة تأثيرها الفعال على تدفق الاستثمارات الأجنبية لسوق رأس المال المصري.

الفرع الخامس- تحرير التجارة الخارجية:

تعد هذه السياسة محور سياسات التكييف الهيكلي ،و تتضمن التخصيص الكفاء للموارد من خلال حفز المنتجين على المنافسة مع السلع العالمية عن طريق تحويل الصناعة المصرية من سياسة الإحلال محل الواردات إلى سياسة التوجه التصديري ،ولذلك قامت الحكومة في عام 1992، بإلغاء الحظر على التصدير لبعض السلع ،أما بالنسبة للواردات فقد تم الإلغاء التدريجي للحواجز غير الجمركية ،وتم أيضا تغيير هيكل التعريفات الجمركية في 1991 وبذلك تدخل مصر حيز المنافسة العالمية خاصة بعد انضمامها لاتفاقية الجات لتحرير التجارة والذي تم بداية عام 1995.

وكانت من نتائج سياسات الإصلاح الاقتصادي المتبعة في التسعينات ما يلي:

الجدول رقم (48): تطور اداء الاقتصاد المصري في الفترة 1993-1999

99/98	98/97	97/96	96/95	95/94	94/93	السنوات
						البيان
6.00	5.7	5.3	5.0	4.7	3.9	معدل النمو الحقيقي للنواتج المحلي الإجمالي
6.7	8.7	7.8	8.8	8.7	6.7	إجمالي عجز الموازنة العامة للدولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
2.1-	0.13-	1.9	0.50	0.7	2.1	عجز ميزان المدفوعات بالمليار دولار
28.2	28	28.7	31.0	32.9	30.8	إجمالي الدين الخارجي بالمليار دولار
31.4	34	38.1	54.9	54.8	59.9	إجمالي الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
112,3	83,1	70,8	48	27,4	14,4	رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية بالمليار جنيه
34,4	29,9	27,7	21	13,4	8,3	رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
3,8	3,6	6,2	7,3	9,4	9,1	معدل التضخم %
7,9	8,3	8,8	9,2	9,6	9,8	معدل البطالة %
3,41	3,41	3,40	3,392	3,39	3,397	سعر الصرف الجنيه المصري مقابل الدولار

المصدر: محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي ،مرجع سابق ،ص 146.

من خلال الجدول نلاحظ ان عملية تنفيذ برنامج الإصلاح شهدت العديد من النجاحات والتي ساعدت في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ،حيث تم السيطرة على عجز ميزان المدفوعات وانخفاض المديونية وارتفاع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ،وانخفاض معدلات التضخم والبطالة. بالإضافة إلى ذلك فقد شهد سوق الأوراق المالية تطوراً ملحوظاً في كافة جوانبه خاصة بعد إتاحة للأجانب حرية التعامل دون أية قيود سنة 1991.

وقد كان من شأن هذا كله التأثير على تدفق الاستثمارات الأجنبية لسوق رأس المال المصري خاصة بعد تصنيف مصر من قبل مؤسسة التمويل الدولية في عام 1996 بأنها دولة خالية من أية قيود على الاستثمارات الأجنبية، وبالتالي جعلت هذه الخطوة طريقاً إلى جذب المزيد من المستثمرين الأجانب في البورصة.

المطلب الثاني: ملامح أداء الاقتصاد المصري وتهيئة مناخ الاستثمار بعد الإصلاحات [2001-2010]

بعد الاطلاع على أهم تطورات الأداء المصري في سنوات الإصلاح الاقتصادي لدولة مصر في التسعينات، في هذا الفرع سنقوم بتحليل أداء الاقتصاد المصري ودوره في جذب الاستثمارات. الفرع الاول-عجز الموازنة العامة للدولة:

نلاحظ من خلال الجدول أدناه ارتفاع في عجز الموازنة العامة للدولة من سنة لأخرى فقد كانت سنة 2001 تمثل 58% من الناتج إلى أن وصلت سنة 2010/2011، 9.5% ويرجع سبب هذا الارتفاع للعجز في مصر إلى مجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية والإدارية التي أدت إلى نمو الإنفاق العام وتباطؤ نمو الإيرادات العامة نذكر منها¹.

- زيادة حجم الإنفاق الحكومي نتيجة لزيادة في الاستخدامات الخاصة لبعض الهيئات الحكومية.
 - زيادة حجم الفوائد على الديون المحلية والخارجية.
 - زيادة الاعتماد على أدون الخزنة.
 - ضعف الأداء الضريبي وتقلب الحصيلة الضريبية ،ويرجع ذلك إلى زيادة حجم القطاع غير الرسمي بالمقارنة مع الرسمي.
- وهذا الارتفاع في العجز من شأنه التأثير على رغبات المستثمرين الأجانب للاستثمار في مصر.

¹ -وزارة المالية المصرية، دراسة عن تطوير عجز الموازنة العامة للدولة (الأسباب-الآثار-الحلول) موقعها في الأنترنت.

الجدول رقم(49): تطور عجز الموازنة في مصر في الفترة 2001 الى 2011

السنوات	عجز الموازنة	العجز % من الناتج
2002/2001	22.1	5.8
2003/2002	25.40	6.1
2004/2003	28.65	5.9
2005/2004	51.64	9.6
2006/2005	50.38	8.2
2007/2006	54.69	7.5
2008/2007	61.12	6.8
2009/2008	71.82	6.9
2010/2009	98.03	8.2
2011/2010	130.360	9.5

مصدر: إعداد متفرقة لتقارير البنك المركزي المصري

الفرع الثاني-تطور حجم الدين الخارجي: كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم(50): تطور حجم الدين الخارجي من 2000 الى 2011

السنوات	حجم المديونية (المليون دولار)	نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي
2001/2000	26560	28.5
2002/2001	28660.8	33.7
2003/2002	28747.50	42.4
2004/2003	29871.7	31.2
2005/2004	28948.8	31.2
2006/2005	29952.6	27.6
2007/2006	29898.0	23.3
2008/2007	33892.8	20.1
2009/2008	31.531.1	17
2010/2009	33694.2	15.9
2011/2010	34905.7	15.2

المصدر: اعداد متفرقة من تقارير البنك المركزي المصري

ونلاحظ في جدول أعلاه انخفاض حجم الدين الخارجي لمصر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 28.5 % في سنة 2001/2000 إلى 15.2 % في سنة 2011/2010، ولكن نلاحظ ارتفاع الدين الخارجي لمصر بالقيمة المطلقة من 26 مليار دولار عام 2001 إلى أكثر من 34 مليار دولار عام 2011.

الفرع الثالث-تطور الاحتياطات بالعملة الصعبة:

ويلاحظ من الجدول رقم " 51" تزايد احتياطات العملات الأجنبية بالبنك المركزي من 14.14 مليار دولار سنة 2002 إلى أكثر من 35 مليار دولار سنة 2010، ولكن انخفضت سنة 2011 إلى 26.6 مليار دولار وذلك بسبب أحداث عدم الاستقرار السياسي للبلاد في الآونة الأخيرة، وأيضا بسبب تدخل الحكومة من أجل وقف انخفاض سعر صرف الجنيه، فبعد أن كان 450 قرش للدولار سنة 2002 انخفض إلى أن أصبح 603.19 للدولار سنة 2011.

الجدول رقم (51): تطور الاحتياطات الأجنبية وسعر الصرف في مصر

السنوات	الاحتياطات الدولية(بالمليار دولار)	سعر الصرف الجنيه المصري للدولار (بالقرش)
2002/2001	14.14	450.0
2003/2002	14.80	603.3
2004/2003	14.80	619.0
2005/2004	19.30	577.9
2006/2005	22.90	575.2
2007/2006	28.6	568.9
2008/2007	34.6	534.2
2009/2008	31.3	558.7
2010/2009	35.2	568.1
2011/2010	26.6	603.19

المصدر:- تقارير مختلفة للبنك المركزي المصري

- وتقارير البنك الأهلي المصري عن الاقتصاد المصري لإعداد مختلفة

الفرع الرابع-تطور إجمالي الادخار المحلي:

نلاحظ زيادة نسبة الادخار المحلي إلى الناتج المحلي حيث بلغت سنة 2007، 18 % وبعدها كانت سنة 2002 13.9 % فقط، ولكن سرعان ما عاودت الانخفاض إلى 13.2 % سنة 2010، وتبقى هذه النسب الضعيفة بالنسبة للاقتصاد المصري بحيث يمكن إرجاع ذلك إلى ضعف متوسط دخل الفرد.

الجدول رقم (52): تطور إجمالي الادخار المحلي في مصر

الادخار المحلي نسبة من الناتج الإجمالي %	إجمالي الإيداع المحلي (بالمليار جنيه)	السنوات
13.9	53	2002/2001
14.3	60	2003/2002
15.4	73	2004/2003
15.7	84.6	2005/2004
16.3	100.6	2006/2005
18	121.2	2007/2006
16.4	146.5	2008/2007
16.4	129.1	2009/2008
13.2	157.0	2010/2009

المصدر: تقارير مختلفة للبنك الاهلي المصري.

الفرع الخامس-تطور معدلات التضخم : كما هو مبين في الجدول التالي.

الجدول رقم (53):تطور معدل التضخم السنوي في مصر

معدل التضخم السنوي %	السنوات
2.7 %	2002/2001
4.0 %	2003/2002
16.1 %	2004/2003
4.7 %	2005/2004
7.2 %	2006/2005
8.5 %	2007/2006
20.2 %	2008/2007
9.9 %	2009/2008
10.1 %	2010/2009
11.8 %	2011/2010

المصدر: تقارير بنك المركزي المصري إعداد مختلفة .

*حسابه على أساس -الرقم القياسي-العام لأسعار المستهلكين.

ويلاحظ من الجدول أعلاه الارتفاع المستمر لمعدلات التضخم حتى وصل إلى 20.2 % سنة 2008 وهي أعلى مستوى منذ السبعينات وبعدها كان سنة 2002، 2.7 %، ويعزي هذا الارتفاع الى الزيادات المتتالية في أسعار السلع الغذائية تأثراً باستمرار تصاعد أسعارها العالمية¹، ولكن بعدها انخفض ليصل إلى 11.8 % سنة 2011، ولكن يبقى مرتفعاً بالمقارنة سنة 2002.

¹ -التقرير السنوي-البنك المركزي، 2008/2007، ص 60.

سادسا- تطور الاستثمار المحلي: كما نلاحظه في الجدول التالي.

الجدول رقم (54): تطور الاستثمار المحلي في مصر

السنوات	إجمالي الاستثمار المحلي (مليار جنيه)	الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
2002/2001	69	18.3
2003/2002	71	17.0
2004/2003	82	16.9
2005/2004	97	18.0
2006/2005	116.00	18.7
2007/2006	155.3	21.2
2008/2007	200.5	22.4
2009/2008	200.00	19.3

المصدر: تقارير مختلفة بنك الأهلي المصري.

كانت زيادة نسبة الاستثمار المحلي الإجمالي من خلال الجدول من 18.3 % سنة 2002 إلى أكثر من 15 % سنة 2009 من الناتج المحلي الإجمالي، ولكن تبقى هذه النسبة ضعيفة، إلا أن الرقم المطلق لهذه الاستثمارات في ارتفاع مستمر، حيث كان سنة 2002، 69 مليار جنيه وارتفع إلى 200 مليار حيث سنة 2009.

وبمقارنة الاستثمار المحلي والادخار المحلي يلاحظ، وجود فجوة بين الادخار والاستثمار في مصر، يستدعي تغطية هذه الفجوة بالاستثمار الأجنبي.

سابعا- تطور النمو الاقتصادي: كما هو مبين في الجدول التالي.

الجدول رقم(55): تطور النمو الاقتصادي في مصر (القيمة بأسعار سنة الأساس 2001-2002)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي بالمليار جنيه	معدل النمو
2002/2001	354.5	3.2 %
2003/2002	365.7	3.2 %
2004/2003	381.0	4.2 %
2005/2004	400.4	5.6 %
2006/2005	436.1	6.9 %
2007/2006	456.2	7.1 %
2008/2007*	761.4	7.2 %
2009/2008	796.8	4.7 %
2010/2009	837.77	5.1 %
2011/2010	853.970	1.9 %

*وفقا لأسعار عام 2007/2006

المصدر: تقارير مختلفة للبنك المركزي المصري.

ونلاحظ من خلال هذا الجدول الارتفاع لمستوى النمو الاقتصادي المصري من 3.2 % سنة 2002 إلى 7.2 % سنة 2008، إلا أنه انخفض إلى 4.7 % وذلك بسبب تداعيات أزمة 2008 على الاقتصاد المصري، ولكن سرعان ما ارتفع و عوض الخسائر ولكن سقط سقوطاً حراً سنة 2011 بسبب الأحداث السياسية الأخيرة بمصر، ويمكن القول أن النمو الاقتصادي في مصر في الفترة 2002 إلى 2010 أي باستثناء الأحداث الأخيرة كان جيداً حيث كان يضاهاى الأسواق الناشئة الأخرى. ونلاحظ بعد تحليل الأداء الاقتصادي المصري في السنوات الأخيرة كان أداء غير مستقر على العكس سنوات التسعينات الذي كان فيها الاقتصاد فيها أفضل وأكثر استقراراً في أداء من خلال ما تم تقديمه، وحتماً هذا ما سيؤثر على أداء البورصة خاصة في ما تعلق بجذب الاستثمارات الأجنبية وبالتالي التأثير على أسعار الصرف.

حيث تؤكد النظرية الاقتصادية¹ على أن استقرار الأداء الكلي للاقتصاد يؤثر إيجابياً على أداء الأسواق لاسيما أسواق الأوراق المالية وهو الذي يعمل على تخصيص الاستثمارات ونقل الموارد من المدخرين إلى المستثمرين، كما إن بعض الدراسات التطبيقية تؤكد على الدور الذي يمارسه الأداء الاقتصادي في التأثير على مستوى النمو المالي ومن ثم التأثير على تطور و نشاط سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: واقع الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية

المطلب الأول : نشأة وتطور أداء البورصة المصرية في الفترة [2000-2011]

في هذا المطلب سنحاول إلقاء نظرة حول نشأة البورصة المصرية وكذا تطور أداءها في الفترة (2000-2011) واستخلاص أهم خصائصها.

الفرع الأول : نشأة البورصة المصرية وتطورها:

إن بورصات الأوراق المالية في مصر تعد من أقدم البورصات على مستوى العالم، فمنذ أن تكونت أولى الشركات المساهمة المصرية عام 1750 بدأ التفكير في مزاولة نشاط البورصة، ففي عام 1883 تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية تبعتها بورصة القاهرة التي تأسست عام 1890، ولكن لم يستمر الحال لفترة طويلة فقد تم إغلاق هذه البورصة بسبب حالة الكساد آنذاك، ومع حلول عام 1903 نشط التداول في الأوراق المالية، ولكن تم تداوله وفي المقاهي والفنادق، ولذلك اجتمعت لجنة مشكلة من مجموعة من السماسرة وتم تأسيس بورصة القاهرة في ماي 1903.

وتم إصدار أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909، وبسبب تغير الظروف الاقتصادية تم الاتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933، وبنهاية الثلاثينات تم تصنيف البورصة المصرية كخامس انشط بورصة في العالم والأولى في إفريقيا.²

¹ -محمد عبد النبي محمد سلام، مرجع سابق، ص 211.

1- جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الخامس عشر كلية الشريعة، جامعة الإمارات العربية، 2006، ص 17.

ولكن بصدور القرارات الاشتراكية عام 1961 تقلص دور البورصة المصرية تقلصا دام 30 عاما ولم يكن يحظى بنشاط يذكر، وفي ظل إجراءات التأمين والكبح المالي التي تبنتها الدولة بعد ثورة يوليو 1952 انخفض عدد الشركات المتداول أوراقها المالية في البورصة من نحو 328 شركة عام 1906 إلى 55 شركة فقط عام 1958.¹

ولكن مع بداية التسعينات عاد نشاط البورصة بعد الركود السابق، وذلك كنتيجة طبيعية للتحويل إلى اقتصاديات السوق الذي صاحبه التمهيد لتنفيذ برنامج خصخصة شركات القطاع العام، ففي عام 1991 صدر القانون 203 لسنة 1991 الذي أنشأت بمقتضاه الشركات القابضة التي أعطيت لها اختصاصات وصلاحيات أعادت بمقتضاها تشكيل الشركات التابعة بصورة تعكس فكرا استثمار أساسه الربح الاقتصادي وهو المطلب الأساسي لبرنامج الخصخصة.

وفي عام 1992 صدر قانون رقم 95 الخاص بسوق رأس المال، والذي يعتبر حجز الزاوية لأنشطة تحديث وتطوير سوق الأوراق المالية الذي واكب صدوره إجراءات الإصلاح الاقتصادي، حيث صاغ هذا القانون الأحكام المنظمة للبورصة وعلاقتها مع الهيئة العامة لسوق رأس المال والمؤسسات المالية المتعاملة في الأوراق المالية التي استحدثها القانون مثل صناديق الاستثمار وشركات ضمان أو تزويج الاكتتاب وغيرها، واعتبر ذلك خطوة جادة وهامة وبناءه في تنشيط البورصة.

ولقد أدى حصول مصر على تقديرات استثمارية عالية من أكبر مؤسسات التقييم الاقتصادي الدولية إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبي إلى مصر مما دفع البعض إلى إطلاق تعبير "مصر النجم الساطع بين الأسواق المالية الناشئة".²

وقد تركز إصلاح سوق الأوراق المالية المصرية في ثلاثة مكونات أساسية في التسعينات هي: إطار قانوني: من خلال إصدار القانون رقم 95 سنة 1992 وإنشاء هيئة تحكيم لسرعة تسوية المنازعات.

إطار مؤسسي: يتجلى في هيكل السوق أي الهيئة التنظيمية، وبورصة الأوراق المالية والوسطاء السوقيين.

إطار تشغيلي: من خلال عمل تحسينات تشغيلية مهمة في إدارة مخاطر ذات الأساس السوقي والشفافية والإفصاح المستمر عن المعلومات والنقل الفوري لملكية الأوراق المالية المتداولة وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة المالية الدولية.

¹ -ماجدة أحمد إسماعيل شلبي، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الخامس عشر كلية الشريعة، جامعة الإمارات العربية، 2006، ص 15.

² -الهيئة العام لسوق المال، التقرير السنوي 1998 جمهورية مصر العربية، ص 02.

الفرع الثاني-الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في مصر:

وسيمت التطرق في هذه النقطة إلى أهم الأنظمة المؤسسية والتي تقوم بتنظيم عمل بورصة الأوراق المالية في مصر وهي:

أولاً-الهيئة العامة لسوق المال (وتسمى حالياً بـهيئة العامة للرقابة المالية):

تم إنشاء هذه الهيئة العامة لسوق المال بموجب قرار رئيس الجمهورية رقم 250 لسنة 1976 الذي نص في مادته الأولى على أن تنشأ هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة تسمى "الهيئة العامة لسوق المال" ويكون مقرها القاهرة.

وبعد صدور قانون 95 لسنة 1992 أكدت المادة 34 منه على أن الهيئة تعتبر الجهة الرقابية والتنظيمية المسؤولة عن تنظيم وتطور سوق رأس المال في مصر، حيث يهدف الدور الرقابي إلى توفير الحماية للمستثمر وبناء الثقة بالسوق، وذلك من خلال توفير احتياجات المستثمر من البيانات المالية والمعلومات التي تمكنه من اتخاذ قراراته الاستثمارية بشكل سليم، الشيء الذي يسمح للهيئة من إجراء تفتيش دوري على كل شركة من الشركات المرخص لها بمزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية مرة على الأقل كل سنة، بهدف التحقق من مدى التزام تلك الشركات بأحكام القوانين واللوائح والقواعد الصادرة من جهات الاختصاص، كما تقوم الهيئة بإجراء تفتيش غير دوري على هذه الشركات متى وجدت أسباب تستدعي ذلك¹.

وأيضاً تشرف على إعداد بيانات دقيقة عن السوق، وتقديم الدعم الفني والإشراف على أنظمة معلومات السوق والمقاصة والتسوية وإعداد نشرات إحصائية دورية وتوزيع البيانات على مختلف وسائل الإعلام والمستثمرين².

إذا فالهيئة تلعب دوراً أساسياً في حماية المستثمر وزيادة الثقة في كفاءة السوق إدراكاً منها لأهمية الدور الرقابي الذي يؤدي إلى تنمية السوق وإيجاد أساليب وأدوات جديدة، وذلك عن طريق نشاطها مع المتعاملين في السوق والخبراء للتأكد من تكامل كفاءة الأنظمة التي تدير السوق، وتجدر الإشارة إلى أنه تم إنشاء الهيئة العامة للرقابة المالية عام 2009 لتحل محل الهيئة المالية الذي ساعد لكن بقت نفس أهداف الهيئة السابقة.

ثانياً-الوسطاء الماليون والمتعاملون في السوق:

يمثل الوسطاء الماليون في سوق الأوراق المالية المصرية في كل من شركات السمسرة وشركات إدارة صناديق الاستثمار إدارة المحافظ المالية وأمناء الاكتتاب وشركات الحفظ المركزي ومؤسسات التقييم وذلك مع إمكانية التصريح بإنشاء أشكال أخرى من الوسطاء لمواكبة التطور المستمر في السوق من حيث رأس المال السوقي وتنوع الأدوات المستخدمة.

¹ -جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 141.

² -اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 92.

ثالثاً-نظام التداول: يمكن نظام التداول المعمول به السماسرة من الاطلاع على آخر العروض والطلبات ،كما يمكنهم من التداول من خلال تواجدهم في السوق أو في شركاتهم عن طريق خط اتصال مباشر بشبكة التداول، ويحتم النظام أن تتم كل عمليات نقل ملكية الأوراق المصدرة عن طريق السماسرة ،الذين يحصلون على عمولة مقابل قيامهم بذلك ،ولا يكون لهم أية مصلحة مادية أخرى لعقد الصفقة ويتم التوفيق بين الطلبات والعروض آلياً عن طريق شبكة التداول¹، وتجدر الإشارة أنه بدأ ولأول مرة في مصر تطبيق نظام التداول عبر الانترنت سنة 2006 وهو ما يمثل نقلة نوعية في البورصة المصرية².

رابعاً-البورصة: وهي سوق منظم ويتم فيها عمليات التداول من بيع وشراء من خلال شركات السمسرة، وفي مصر تعتبر هي التي تمثل سوق الأوراق المالية المنظمة بمصر ،وفي الأعوام الأخيرة تم جمع كل من بورصة القاهرة وبورصة الإسكندرية بمجلس إدارة واحد وسميت بالبورصة المصرية وتم إنشاء أيضاً بورصة خاصة تمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة وهي بورصة النيل.

خامساً-شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي

تم تأسيس شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي في أكتوبر 1996 لتطبيق نظامي التسوية المالية والحفظ المركزي في مصر بما يتفق مع الأنظمة العالمية، ويهدف هذا النظام إلى الحيابة المركزية للأوراق المالية المتداولة في سوق المال وتحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية ليسهل عملية التداول بين مختلف المساهمين، بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة وتنفيذ التسوية المالية³.

1- نظام شركة المقاصة: تتم عملية المقاصة والتسوية في ثلاثة أيام اي T+3 بالنسبة للأوراق التي يتم إيداعها في نظام الحفظ المركزي ،حيث تبلغ شركة الوساطة الأمر لمندوبها في البورصة في الوقت T ويتم معالجة الأمر ووضعها على نظام التداول أيضا في الوقت T ،فيما شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي مع تسوية الاوراق محل التعامل في الوقت T+2 ،T+1، T، وأخيرا تستلم شركة السمسرة اشعار بالعمليات التي تم تسويتها في الوقت T+3.

-تصبح الفترة يومان من تاريخ اجراء المعاملة T+2 بالنسبة للأسهم المرفوع عنها الحدود السعرية.
-تتم التسوية المالية والورقية في نفس اليوم T+0 بالنسبة للمعاملات بيع الاوراق المالية المشتراة في نفس جلسة التداول.

2- نظام الحفظ المركزي : بدأ العمل به في اكتوبر عام 1996 ،وبمقتضى هذا النظام تودع الاوراق المالية لدى شركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي ،بحيث تتم عمليات البيع والشراء ونقل الملكية دون انتقال الورقة المالية ذاتها ويكون السند الدال على ملكية الورقة هو شهادة تفيد بنقل الملكية ،وعلى

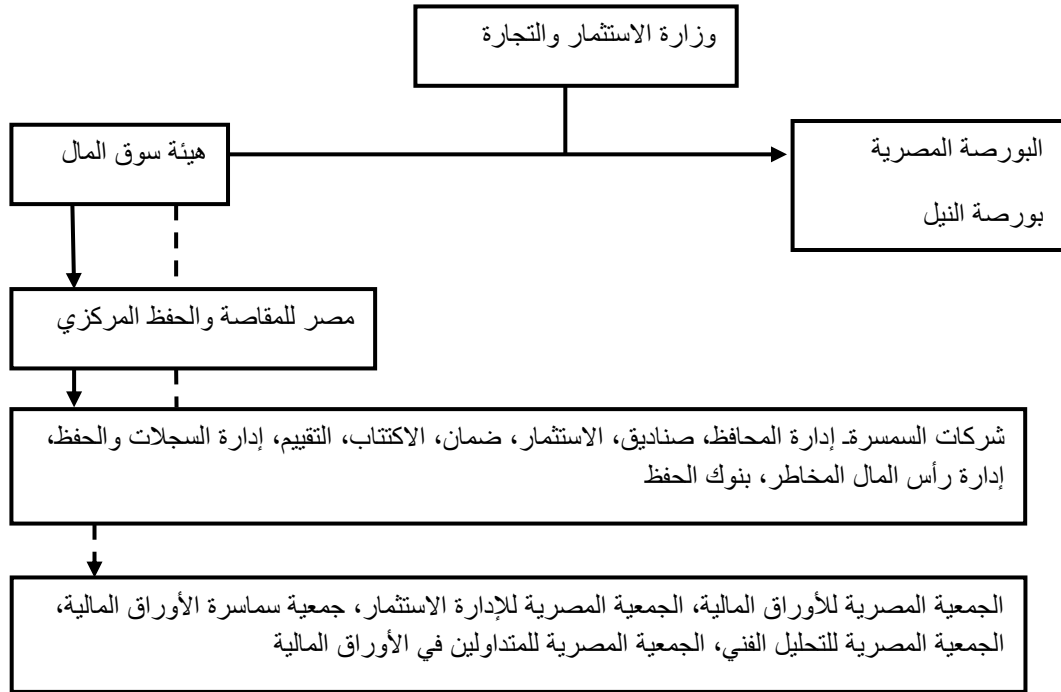
¹ -نفس المرجع السابق، ص 142.

² -تقرير سنة 2006 لبورصة المصرية.

³ -أميرة حسب الله محمد، مرجع سابق، ص 226.

اساس هذه الشهادة تبرم الصفقات اللاحقة، و يساعد على سرعة تنفيذ عمليات الشراء والبيع اي رفع مستوى سيولة السوق ،الى جانب الحد من مخاطر سرقة او تزوير الأوراق المالية حيث ان المعاملات تتم في صورة قيود دفترية دون الحاجة الى تداول الورقة ذاتها.¹

وفيما يلي الشكل رقم " 19 " الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية المصرية



المصدر: جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 144.

¹ -عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 511-512.

المطلب الثاني: تحليل أداء سوق الأوراق المالية المصرية في الفترة (2000-2011):

وفيما يلي الجدول رقم (56): الذي يوضح مؤشرات التي تعكس أداء السوق المصرية في الفترة 2000-2011 :

مؤشرات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
قيمة التداول (مليار)	53	32	34	28	42	161	287	363	529	448.2	321	148
عدد الشركات المقيدة	10.76	1110	51	978	795	744	595	435	373	306	213	213
عدد الشركات المتداولة	659	643	671	540	500	441	407	337	322	289	212	204
رأس المال السوقي (مليار)	121	112	122	172	234	456	534	768	474	500	488	294
نسبة رم س/نواتج محلي	% 36	%31	%32	%41	% 53	% 74	% 72	% 86	% 53	% 41	% 40	% 21
معدل الدوران	% 38	% 22	% 21	% 13	% 15	% 31.1	% 48.7	% 38.7	% 70.3	% 49.9	% 42.9	% 34
مساهمة الأجانب	% 21	% 16	% 19	% 20	% 27	% 30	% 30.2	% 31.7	% 30	% 19	% 22.6	% 29
حجم التداول (مليار ورقة)	1.1	1.3	0.9	1.4	2.4	5.3	9.1	15.1	25.5	36.6	33	18.5

المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية 2004-2011.

الفرع الاول-حجم وقيمة التداول بالبورصة المصرية:

من الجدول رقم " 56 " يتضح أن قيمة التداولات في البورصة المصرية أن شهدت انخفاضات متتالية في سنوات الأولى من سنة 2000 حيث كانت تمثل 53 مليار وانخفضت إلى 28 مليار جنيه سنة 2003 ، ولكن سرعان ما استعادت البورصة المصرية ارتفاع في أداءها في سنة 2004 حيث كانت قيمة التداول 42 مليار جنيه ، وواصلت الارتفاع حتى سنة 2008 حيث وصلت الى حدها الاقصى بـ 529 مليار جنيه ، ويرجع هذا الارتفاع المستمر خاصة إلى الإعلان عن تخفيض مدة تسوية التعاملات لكافة الأوراق المالية المقيدة إلى يومين (T+2) بالإضافة إلى رفع الحدود السعرية عن 151 شركة مما ساعد على زياد السيولة في السوق ومن ثم ارتفاع قيمة وحجم المتداول¹. وبعدها والى غاية 2011 عرفت قيمة التداول انخفاضا مستمرا حتى وصلت الى 148 مليار جنيه سنة 2011 ، وهذا بسبب تداعيات ازمة المالية 2008 ، وأيضاً تداعيات الازمة السياسية الاخيرة على البورصة المصرية.

ونفس الشيء وقع لتطور حجم تداول الأوراق المالية حيث ارتفع من 1.1 مليار ورقة سنة 2000 إلى 36.6 مليار ورقة سنة 2009 لينخفض بعدها إلى 18.5 مليار ورقة سنة 2011 نتيجة للأسباب المذكورة سابقا.

الفرع الثاني-معدل الدوران:

نلاحظ من خلال الجدول رقم "56" انخفاض معدل الدوران في السنوات الأولى حيث كان سنة 2000 يمثل 38 % وانخفض إلى 31.1 % في سنة 2005 وهذا بسبب انخفاض في قيمة التداول كما لاحظنا سابقا، ولكن بعد ذلك ارتفع هذا المؤشر ليصل إلى 70.3 % سنة 2008 وهذا بسبب تداعيات الأزمة المالية التي أثرت على التداولات في بورصة القاهرة خاصة كثرة المبيعات بين المستثمرين خاصة الأجانب، ثم انخفض هذا المؤشر ليصل إلى 34 % سنة 2011.

الفرع الثالث-عدد الشركات المقيدة والمتداولة أوراقها:

نلاحظ من خلال الجدول رقم " 56 " أن البورصة المصرية كانت أغلب الشركات المدرجة فيها لا يتم تداول أوراقها (أي مغلقة) خاصة من سنة 2000 إلى 2005 حيث كانت تمثل 62 % إجمالي الشركات ، وهذا ما انعكس كما رأينا سابقا على قيمة التداول ومعدل الدوران بالانخفاض ، ولكن بعد هذه السنة إلى غاية 2011 أصبحت الشركات المقيدة تقريبا مساوية للمتداولة ، حيث أصبحت تمثل الشركات المتداولة أوراقها 86 % من إجمالي الشركات المقيدة ويعزى هذا الانخفاض في الشركات المقيدة وأيضا المتداول أوراقها في البورصة المصرية إلى استمرار التطبيق الحازم لقواعد القيد والإفصاح لزيادة كفاءة البورصة المصرية.

¹ -تقرير سنوي 2007،بورصة مصرية ،.

الفرع الرابع-رأس المال السوقي:

ونلاحظ من الجدول رقم " 56 " الارتفاع المستمر لرأس المال السوقي في البورصة المصرية من سنة 2000 حيث بلغ 121 مليار جنيه حيث وصل إلى أعلى قيمة سنة 2007 ليصل إلى قيمة 768 مليار جنيه ،ولكنه بعد ذلك انخفض ليصل إلى 294 مليار سنة 2011 وهذا دائما نتيجة الأزمة المالية 2008 والتي سببت انخفاض أسعار الأسهم والسبب الذي زاد من انخفاض رأس المال السوقي هذا لأحداث الأخيرة السياسية التي عرفتها مصر.

أما نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي ،والتي تعتبر من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس كفاءة أداء الأسواق المالية، وتستخدم لإبراز حجم السوق من الاقتصاد، فمن الجدول نلاحظ الارتفاع المستمر في هذه النسبة ولكن دون أن تصل إلى أكثر من 100 % أي أن يكون رأس المال السوقي أكبر من الناتج المحلي والذي يتواجد فقط في الأسواق المالية الناشئة الأكثر تطورا والأسواق المالية المتقدمة، حيث كانت النسبة في سنة 2000 تمثل 56 % ووصلت إلى ذروتها بنسبة 86 % في سنة 2007 ،ولكن بعدها انخفضت أيضا بسبب الأزمة العالمية والأحداث السياسية والاقتصادية والأخيرة في مصر ليصل إلى 21 % سنة 2011 وهي نسبة منخفضة جدا بسبب انخفاض أسعار الأسهم وأيضا انخفاض في عدد الشركات المقيدة.

الفرع الخامس-تطور مؤشر EGx30 الرئيس للبورصة المصرية:

يمكن تحليل هذا المؤشر من خلال الجدول التالي خلال الفترة 2000-2011:

الجدول رقم (57): تطور المؤشر الرئيسي EGx30 لبورصة مصر بالعملة المحلية الوحدة: نقطة

البيان	سنوات	
مؤشر EGx30 الرئيسي بأسعار العملة المحلية	2000	715.74
	2001	490.05
	2002	492.85
	2003	1155.5
	2004	2567.9
	2005	6324.7
	2006	6973.4
	2007	10549.
	2008	4596.4
	2009	6208.7
	2010	7142.1
	2011	3622.3
تغير المؤشر		
	2000	-
	2001	31.5-
	2002	% 0.5-
	2003	134.4
	2004	122.2
	2005	146.2
	2006	10.2
	2007	51.2+
	2008	56.43-
	2009	35.07
	2010	15.03
	2011	49.28-

المصدر: موقع البورصة المصرية على الانترنت

من خلال الجدول يؤكد هذا التطور الكبير في أداء البورصة المصرية خاصة في الفترة من 2000 إلى 2007، حيث كان التغيير في المؤشر إيجابيا فوصل سنة 2005 إلى أكثر من 146 % وهي أهم سنة من حيث الأداء كما رأينا سابقا ،ولكن مع اشتداد الأزمات العالمية خاصة الازمة العالمية 2008 وأيضا أزمة الديون الأوروبية والأزمة السياسية الأخيرة ، حيث حدث انهيار كبير جدا للمؤشر خاصة سنة 2011 بنسبة انخفاض أكبر من 49 % بالمقارنة مع سنة 2010، رقم تعافيه سنتي 2009 و2010، أي أن البورصة المصرية تتأثر كثيرا بالمحيط الدولي وأيضا بالأحداث الداخلية. ومن خلال ما سبق يمكن القول:

- أن البورصة المصرية أصبحت تتأثر بالتغيرات التي حولها خاصة الدولية منها فلاحظنا تأثرها كثيرا بالأزمة المالية 2008 من تقلبات في المؤشرات التطور وأداء البورصة، وأيضا الأحداث السياسية والاقتصادية الأخيرة، وهذا يدل على ارتفاع كفاءة هذا السوق.
- من خلال تحليل أداء البورصة المصرية وأيضا أداء الاقتصاد المصري في نفس الفترة من 2000 إلى 2011، يتبين أن البورصة تأثرت كثيرا بأداء المتغيرات الاقتصادية الكلية حيث انخفض أداء البورصة مع انخفاض أيضا الأداء الكلي للاقتصاد المصري.
- مؤشري قيمة التداول ومعدل الدوران تعكسان التطور الحاصل والتدريجي في سوق المال المصري من سنة 2000 إلى 2011، أي تطور السيولة في هذا السوق لولا الأزمات التي ضربت الاقتصاد المصري.
- ومؤشر عدد الشركات المقيدة والمتداولة يؤكد أن التطور الحاصل في كفاءة هذا السوق بسبب انخفاض الكبير في الشركات المقيدة (المغلقة) بمرور الزمن، وأيضا الصرامة في القيد والإفصاح وهذا ما جعل هذه الشركات في انخفاض مستمر.
- أيضا الارتفاع المستمر في قيمة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي ووصولها إلى 86 % سنة 2007 وهذا يؤكد بقاء البورصة المصرية ضمن الأسواق المالية الناشئة التي في غالب الأحيان لا تتجاوز 100 %.
- وتبين المؤشرات السابقة الانخفاض النسبي لأداء بورصة المصرية في الفترة (2000-2011)، وهذا راجع خاصة للأزمة المالية العالمية وأيضا الأحداث السياسية الأخيرة.

المطلب الثالث : الاستثمار الأجنبي في البورصة المصرية

في هذا المطلب سنتطرق أولا إلى مقارنة بين مختلف أنواع الاستثمار الأجنبي في مصر ثم سنركز على الاستثمار الاجنبي في محفظة الأوراق المالية ،خاصة المتداولة في البورصة المصرية ،وأثر هذه التداولات على أداء البورصة.

الفرع الاول: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي إلى مصر

يتكون الاستثمار الأجنبي في مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر* وأيضاً الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية، وبعض الاستثمارات الأخرى**

الجدول رقم " 58": تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي في مصر الوحدة -مليار دولار

السنوات	البيان
2002-2001	استثمار أجنبي مباشر
2003-2002	استثمار أجنبي في محفظة الأوراق المالية
2004-2003	استثمارات أخرى
2005-2004	
2006-2005	
2007-2006	
2008-2007	
2009-2008	
2010-2009	
2011-2010	

المصدر: -تقارير مختلفة سنوية للبنك المركزي المصري

-أعداد مختلفة لتقرير الاقتصاد المصري بالأرقام بنك الأهلي.

من خلال الجدول رقم "58" يتضح أن مصر تولي اهتمام كبير بالاستثمار الأجنبي المباشر وذلك لاستقراره وصعوبة خروجه بسرعة، حيث نلاحظ أن صافي هذا الاستثمار موجب (التدفقات الداخلية أكثر من الخارجية) على طول فترة الدراسة، رغم تأثر الاقتصاد المصري بعدة أزمات، بتداعيات الأزمة المالية 2008 وأيضاً الأحداث الأخيرة 2011، صحيح أن الصافي انخفض مثلاً من 13.2 مليار دولار سنة (2007-2008) إلى 6.2 مليار دولار (2010-2011) ولكن مازال موجبا.

أما فيما يتعلق باستثمارات الأجنبي في محفظة الأوراق المالية بمصر، فمن الجدول رقم 49 نلاحظ أنها غير مستقرة "ولهذا تعرف بالأموال الساخنة" فتارة صافي هذا الاستثمار موجب وتارة أخرى سالب، خاصة في ظل الأزمات فمثلاً في سنة (2008-2009) بلغ الصافي 9.2 مليار دولار للخارج بسبب الأزمة المالية 2008، وهروب الأجنبي من الاقتصاد المصري وكانت 7.1 مليار دولار من التدفقات خاصة ببيع الأجنبي لأذونات الخزينة المصرية والباقي ببيع استثمارات الأجنبي في الأسهم والسندات في البورصة المصرية، ثم استرجع الاقتصاد المصري عافيته ف جذب مرة أخرى الأجنبي، خاصة بالاستثمارات في أذونات الخزينة المصرية التي وصلت إلى 5.1 مليار دولار، ولكن في سنة

* يمثل الاستثمار الأجنبي المباشر تملك المستثمر الأجنبي لنسبة 10 % أو أكثر من أسهم الكيان الاقتصادي المقيم أو أن يتمتع بصوت فعال في إدارته، وفي مصر يتم الاعتماد على نسبة 10 % أو أكثر من رأس المال.

** تمثل الاستثمارات الأخرى في صافي الإقراض مثلاً قروض متوسطة وطويلة، تسهيلات الموردين خطيرة وطويلة ... إلخ، وأيضاً أصول وخصوم (البنك المركزي والبنوك)

(2010-2011) وبسبب الأحداث السياسية الأخيرة في مصر حدث تدفق للخارج بمقدار 2.5 مليار دولار، منها 3.1 مليار دولار لتعاملات الأجانب في أدونات الخزينة تدفق للخارج، و 527.7 مليون دولار تدفق للداخل من أسهم وسندات وصكوك مصرية أخرى.

- أما فيما يخص الاستثمارات الأخرى فقد حقق تدفق سالب أي للخارج في معظم سنوات الفترة إلا عام واحد وهو سنة 2008-2009.

الفرع الثاني: قيمة الاستثمارات الأجنبية بالنسبة لرأس المال السوقي:

وذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(59): قيمة تدفق الاستثمارات الأجنبية في الأسهم بالنسبة لرأس المال السوقي

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
النسبة	0.83-	0.13	0.06	0.91	0.53	2.29-	0.78-	0.43	2.09	1.46-

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات البنك الدولي على موقع الانترنت

إذا نظرنا الى نسبة صافي الاستثمارات الأجنبية في الأسهم إلى رأس المال السوقي، نلاحظ أن هذه النسبة كانت ضئيلة للغاية حيث بلغت 0.13% عام 2003 إلى أن وصلت إلى أقصاها سنة 2010، حيث بلغت 2.09% وهذا ما يؤكد توجه المستثمرين الأجانب إلى الاستثمار الحقيقي وأيضا الاستثمار في مختلف السندات المصرية خاصة ادونات الخزينة.

الفرع الثالث: تطور عدد المستثمرين الأجانب الجدد في البورصة المصرية

وفيما يلي تبين تطور كل من عدد المستثمرين المصريين والأجانب الجدد .

الجدول رقم (60): تطور عدد المستثمرين الأجانب الجدد في البورصة المصرية

السنوات البيان	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
مصريين	415045	120730	89636	61348	35932	29187	33569
أجانب	6604	4079	2276	2477	2398	5576	2483
مجموع	421649	124809	91912	63825	38330	34763	36052
نسبة تغير الاجانب	-	38.23-	44.20-	8.83	3.18-	132.5	55.46

المصدر: تقارير مختلفة سنوية للبورصة المصرية

نلاحظ من الجدول أعلاه الانخفاض المستمر لعدد المستثمرين المسجلين الجدد بصفة عامة، حيث كانت سنة 2005 الاستثناء، فالمقارنة بأداء البورصة سابقا كان أيضا سنة 2005 أداء البورصة المصرية قوي جدا، وهذا ينطبق على الأجانب حيث نلاحظ الانخفاض المستمر إلى غاية 2009، وهذا بسبب تداعيات أزمة 2008، وكانت 2009 سجلت زيادة كبيرة جدا قدرت بـ: 132.5 %، أي أن البورصة المصرية استعادت الجاذبية للأجانب سنة 2010، ولكن في سنة 2011 وبسبب الظروف السياسية التي تمر بها مصر شهدت زيادة في عدد المستثمرين الأجانب الجدد ولكن بنسبة اقل بكثير من سنة 2010 حيث بلغت الزيادة بـ 55.46% .

الفرع الرابع: ادوات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية المصرية.

تتمثل ادوات الاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية المصرية أساساً في أربعة أنواع:

أولاً- الاستثمار الأجنبي المباشر في سوق الأوراق المالية:

قد أتاح قانون رقم (95) لسنة 1992 الاستثمار للأجانب في البورصة المصرية دون قيود فلا توجد سقف لملكية الأجانب لأسهم الشركات، أو أية قيود على عضويتهم في مجال إدارة الشركات، وتم إعفاء كافة الأرباح الرأسمالية والفوائد من أية ضرائب، نتيجة لذلك بدأ تداول الأجانب الفعلي في البورصة المصرية منذ عام 1996.¹

كما وقعت مصر عام 1997 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية، وهي ملتزمة طبقاً لها بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال، سواء في عمليات الاكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية أو المقاصة أو التسوية، أو التسويق وتنشيط السوق أو إدارة محافظ الأوراق المالية، أو إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس مال المخاطر²

ونتيجة لذلك فقد بدأ تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى البورصة المصرية منذ عام 1993، إلا أن البداية الفعلية في تسجيل تعاملات الأجانب المباشرة في البورصة المصرية كانت في عام 1996، ويوضح الجدول التالي، نصيب الأجانب من التداول خلال الفترة ما بين عامي 1996 إلى 2011.

جدول رقم (61): تعاملات الأجانب في البورصة المصرية للفترة (1996-2011)

النسبة المئوية من قيمة الاسهم المتداولة	النسبة المئوية من كمية الاسهم المتداولة	النسبة المئوية من عدد العمليات	البيان السنوات
21%	19.1%	6.5%	1996
19.8%	15.2%	5.5%	1997
21.6%	22.25%	9.1%	1998
21.9%	23.5%	12.2%	1999
25.5%	19.5%	9.5%	2000
16.5%	13%	9.5%	2001
20%	16%	9.5%	2002
20.5%	14%	10%	2003
27.5%	16.5%	9.5%	2004
29.5%	20%	11%	2005
29%	20.5%	11%	2006
28.5%	21%	10.5%	2007
32.5%	18%	9.5%	2008
17%	12%	7.5%	2009
22%	18.5%	10.5%	2010
28%	19.5%	14%	2011

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المعلومات.

¹ - محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 184.

² - أحمد السيد النجار، مرجع سابق، ص 152.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ارتفاع لنصيب الأجانب من تعاملات أو تداولات البورصة المصرية حيث ارتفعت من 21 % سنة 1996 إلى 29 % سنة 2011، ونلاحظ أن صافي الاستثمار قد كان إيجابيا في جميع السنوات وهذا ما يدل على جاذبية البورصة المصرية، ما عدا عامي 2008 و2011 فقد سجل صافي استثمار سالب، وهذا بسبب تأثير الأزمة المالية 2008 وأيضا أحداث السياسية 2011¹، ولكن نلاحظ هناك عدم استقرار في تداولات الاجانب كما يبينه الجدول اعلاه في على طول الفترة وهذا ما يؤكد سرعة تقلبات هذا الاستثمار في البورصة المصرية وأنها استثمارات قصيرة الاجل، وأموال ساخنة تعتمد على المضاربة، وبالتالي ارتفاع معدل دوران الاستثمارات الأجنبية في البورصة المصرية.

وبالمقارنة بنسبة صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية في الاسهم مع تعاملات الاجانب نجد ان هذه الاخيرة اكبر بكثير وهذا يعني:

-انهم لا يشترون بغرض الاحتفاظ بفترة طويلة، ويؤدي ذلك الى تقلبات كبيرة في اسعار الاسهم، نظرا لخبرة المستثمر الأجنبي عن المحلي في التعامل في الاوراق المالية، وبالتالي فمن المتوقع ان يكون له دور كبير في التأثير على حركة الاسعار.

-تبعية سلوك المستثمر المحلي للأجانب في حركة التداول وماله من اثار سلبية على زيادة درجة تقلب السوق، بصفة خاصة في حالات البيع الجماعي.

ولهذا فقد يكون من المناسب اتخاذ الإجراءات التي من شأنها ان تطيل فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية خاصة بالنسبة للمستثمر المؤسسي .

اذن يمكن في الاخير يمكن القول ان تعاملات الاجانب في البورصة المصرية تتسم بقصر الاجل، مما يشير الى احتمال وجود لنشاط المضاربة السعرية، مما يؤدي الى تزايد تقلبات اسعار الاوراق المالية، كما ان المستثمر الأجنبي يتمتع بخبرة تفوق نظيره المحلي، ومن ثم فانه قد يتمكن من السيطرة على اسعار السوق وتوجيهها، وقد اهتمت بهذا الامر العديد من الدراسات اهمها كانت للدكتور طارق النوير، فسعى الى اختبار العلاقة بين تعاملات الاجانب وأداء البورصة المصرية، وهذا الاخير يتمثل في عوائد البورصة وتقلبات عوائد البورصة وسيولة البورصة، واستخدم اسلوب الانحدار المتعدد، حيث توصل الى تأثير تعاملات الأجانب الكبير على اداء البورصة المصرية، وتوصل ايضا لعلاقة تغذية بين تعاملات المستثمرين الاجانب والمصريين اي ان كلا منهما يسبب الاخر، صحيح ان هناك ايجابيات لتعاملات الاجانب منها زيادة العائد وسيولة البورصة ولكنه ونظرا لقصر متوسط فترة احتفاظه بالأوراق المالية فان تأثيره على تقلبات الاسعار والعوائد يزيد²، مما يستوجب العمل على تقييد معاملاته، او محاولة تحويل تعاملات الاجانب في البورصة الى استثمارات طويلة الاجل اي اطالة

¹ تقارير السنوية للبورصة المصرية، من 2000 الى 2011.

² طارق نوير، تأثير تعاملات الاجانب على اداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الحادي عشر، العدد الاول، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، جانفي 2009، ص 22.

فترة احتفائه بالأوراق المالية، ويمكن ان يتم ذلك على سبيل المثال عن طريق تطبيق المعايير الامريكية التي تقضي بفرض الضرائب على ارباح صندوق الاستثمار الأجنبي اذا كان 30 منها او اكثر قد تولدت عن اوراق مالية لم تبق في حوزته لفترة ثلاثة اشهر على الاقل.

لكن وعلى الرغم من أن هذا النوع يمثل أكثر الأنواع تقلبا وأكثرها خطورة على الاقتصاد المصري (حيث أنه يعتمد على سلوك الأفراد الأجانب والتي يصعب الرقابة عليها والتحكم فيها أو معرفة اتجاه سلوكها)، إلا أن مصر فتحت أسواقها المالية لتعاملات الأجانب مباشرة في البورصة منذ بداية تحرير أسواقها، وهذا النهج لم تتبعه معظم الأسواق المالية الناشئة الأخرى التي بدأت بالاستفادة بالأنواع الأقل تقلبا إلى أن وصلت أسواقها المالية إلى درجة من النضج.

ويمكن تأكيد ذلك من خلال تحليل انعكاسات تداولات الاجانب على المؤشر العام والحالة العكسية، و الجدول التالي يبين ذلك:

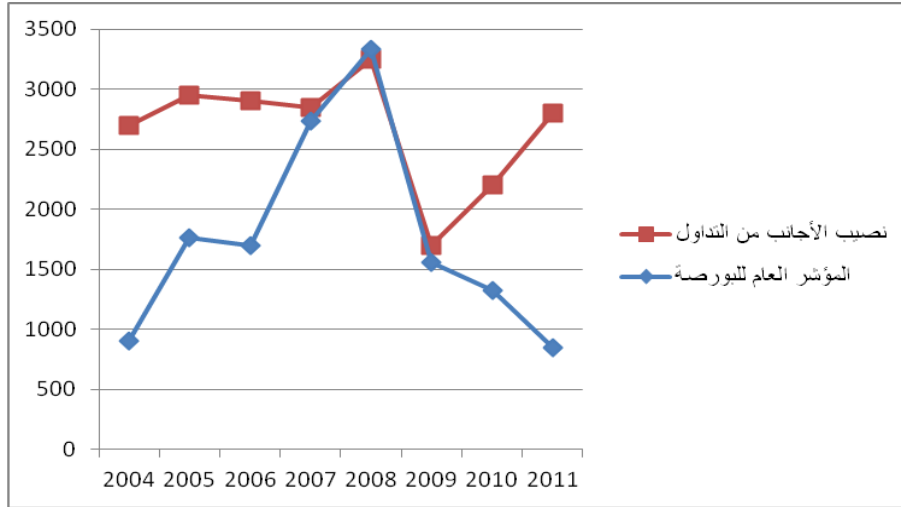
جدول رقم " 62" تطور المؤشر العام ونصيب الأجانب من قيمة الأسهم المتداولة

السنوات البيان	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
المؤشر العام للبورصة	900.6	1763.4	1696.9	2733.6	3329.7	1558.1	1329.0	850.5
نصيب الأجانب من التداول	% 27	%29.5	%29	%28.5	%32.5	% 17	%22	%28

المصدر: تقرير البنك الأهلي المصري، الاقتصاد المصري بالأرقام.

ويؤكد هذا الجدول تأثير تداولات الأجانب على أداء البورصة المصرية، فنلاحظ أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤشر ونصيب الأجانب من التداول حتى 2009، باستثناء سنتي 2010 و2011 نلاحظ زيادة في نصيب الأجانب ولكن نقصان مستمر في المؤشر العام وهذا بالطبع بسبب تداعيات أزمة 2008 والأزمة السياسية الأخيرة التي تكثرت فيها عمليات البيع ولهذا تكون العلاقة عكسية، ومن جانب اخر يدل ايضا على تأثير قرارات المستثمرين الاجانب بتغيرات المؤشر العام للبورصة اي ان المؤشر العام للبورصة من محددات سلوك المستثمر الاجنبي كما يبينه الشكل الموالي

الشكل رقم (20)*: مقارنة بين تغيرات المؤشر العام للبورصة المصرية وتداول المستثمرين الاجانب فيها



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (62)

مما سبق يمكن ان نخلص الى ارتفاع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار الأجنبي المباشر في البورصة المصرية، والمتمثلة في زيادة احتمالات تقلبات الأسعار، مما يتطلب متابعة نشاط الأجنب وفرض القيود عليه في بعض الأحيان إذا اقتضى الأمر ذلك، كما ان السماح لهذا النوع من الاستثمارات الأجنبية بالتدفق بحرية لابد ان يسبقه دعم وتقوية وضع السوق، بحيث يمثل عنصر جذب كاف لضمان استقرار الاستثمارات، او لكي تتمكن من التعامل مع صدمة خروج الاستثمارات في حالة حدوثها.

ثانياً-صناديق الاستثمار الدولية:

تعتبر صناديق الاستثمار الدولية كأحدى أدوات الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، وبالنسبة لمصر، فقد أنشأت اول صندوق دولي لها في النصف الأخير من عام 1996، وارتفع العدد الآن إلى عشرة صناديق، بإجمالي رؤوس أموال عند التأسيس حوالي 550 مليون دولار، وذلك كما يوضحه الجدول رقم (63).

وبالرغم من تزايد إعداد هذه الصناديق وإحجامها، إلا انها تعتبر محدودة بالمقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، فعلى سبيل المثال نجد انه في سنة 1996 كان عدد صناديق الاستثمار الدولية التي تمتلكها كل من الصين وكوريا والبرازيل 108، 94 و 53 صندوقاً على التوالي، وبلغ إجمالي أصولها بالترتيب 6680، 515، 1494 مليون دولار.

ويلعب هذا النوع من الاستثمار دور كبير في الاستفادة من رؤوس الاموال الأجنبية وخاصة في المراحل الاولى من التحرير المالي، حيث يعد من الأنواع الأكثر استقراراً، فهو يتيح للمستثمر فرصة التنوع في اسهم دولية بتكلفة منخفضة، ويتيح للشركات فرصة النفاذ الى الاسواق العالمية، وتخفف من تكلفة الحصول على راس المال، كما تساهم هذه الصناديق في رفع كفاءة السوق المحلية

* لتقريب معطيات نصيب الاجانب من التداول الى قيمة المؤشر تم تغيير الاولى بجاء قيمتها في 100.

، نظرا لما تتطلبه من الالتزام بقواعد الإفصاح، وتطوير نظم المعلومات، وضمن مطابقة تقارير أداء الشركات للنظم العالمية.¹

جدول رقم (63): صناديق الاستثمار المملوكة لمصر

مدبرو الصندوق	اسم الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيم الاسمية بالدولار	الحجم عند بدء التأسيس بالمليون دولار
العالمية للاستثمار كوتور	Egyption Growth Investment	جوان 1996	10.00	46.00
	Egypt Investment	جانفي 1997	10.25	91.00
الاستثمار هرمس	Egypt Fund	اوت 1996	10.00-9.98	43.00
	Rajhi Egypt	ماي 1997	100.00	15.3
	The EFG-Hermes High Growth Opportunity Fund	جانفي 1999	100.00 (جنيه مصري)	100.00 (مليون جنيه مصري)
لادارة صناديق	Middle East and Developing Africa Fund	جويلية 1999	10.2	30.00
	EFG-Hermes Telecom Fund	افريل 2000	10.00	42.00
Lazard Asset Management	Egypt Trust Fund	سبتمبر 1996	10.00	74.00
التجاري الدولي للاستثمار Alliance	Nile Growth Fund	جوان 1997	10.30	130.00
S.G. Emerging Europe Asset Management	Societe General Arab Fund	اكتوبر 1997	100.00	53.30

المصدر: Cairo and Alexandria Stock Exchanges (2002)

ثالثا-الإصدارات الدولية:

تتم من خلال إصدارات تسجل في البورصات العالمية، وعادة ما يتطلب هذه الإصدارات توافر شروط معينة في الشركة المصدرة لها، منها ان تكون الشركات متميزة الاداء في مجالها وان تتمتع بأداء مالي وإداري جيد ويكون لها بيانات وتقارير تعد وفقا لمعايير المحاسبة الدولية.

بدأت مصر في إصدار هذه الشهادات منذ منتصف عام 1996 مسجلة في لندن، وتتيح مثل هذه الإصدارات للحكومة المصرية فرصة عرض حجم كبير من اسهم الشركات العامة²، كما انها تمثل فرصة لاجتذاب الاستثمارات الأجنبية بالرغم من صغر حجم السوق المحلية نسبيا، الى جانب انها تمكن المستثمر الأجنبي من دخول الاسواق الناشئة، ولكن في ظل مناخ اقل مخاطرة، وقد اصبح رصيد مصر من شهادات الايداع حتى 2011 عشر شهادات وهي تمثل اربعة قطاعات هي الخدمات

¹ - شيرين مصطفى صبحي بشير، الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية: المحددات وأهم الانعكاسات على الدول المتنافية، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة، 2003-2004، ص 147.

² - محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 185.

المالية، الصناعة، الصناعات الكيماوية، والاتصالات واهم هذه الشهادات هي : السويس للاسمنت، بالم هيلز للتعمير، ليسيكو مصر، اوراسكوم تليكوم القابضة، المصرية للاتصالات، اوراسكوم للانشاء والصناعة، النعيم القابضة للاستثمارات، جي بي اوتو، البنك التجاري المصري، المجموعة المالية هيرمس.

وخلاصة ما سبق، ان مصر لديها عدد لا بأس به من ادوات الاستثمار الأجنبي في سوق الاوراق المالية، والتي تتفاوت فيما بينها في درجة الاستقرار، والفوائد المحققة، ومن جهة اخرى يمكن اعتبار البورصة المصرية من اهم البورصات العربية جذبا للاستثمارات الأجنبية وذلك نظرا للعوامل المذكورة سابقا ومنها:

- تحسن اداء السياسات الاقتصادية الا في الازمات.
- التحرير المالي التي قامت به مصر خاصة تحرير اسعار الفائدة
- تعويم سعر الصرف وتحرير حساب راس المال.
- برامج الخصخصة خاصة في تسعينات القرن الماضي.
- تطور بيئة ومناخ الاستثمار والمتمثلة في نمو سوق الاوراق المالية والاستقرار السياسي وهذا قبل 2011.

المبحث الثالث: تطور سياسات سعر الصرف في مصر

جرت مفاوضات عديدة بين الحكومة المصرية والصندوق النقد الدولي في الثمانينات دون التوصل إلى اتفاق في الرأي حول الخطوات المطلوبة ومعدل السرعة في تطبيقها، رغم أنه لم يكن هناك اختلاف مبدئي حول ضرورة هذه الخطوات لإصلاح الأوضاع الاقتصادية، و في عام 1991/90 بدأت الحكومة جهدا جريئا لتحقيق الاستقرار، بدعم من برنامج الطوارئ لصندوق النقد الدولي، ركز على خفض العجز المالي إلى 2% من الناتج المحلي الإجمالي في غضون عامين، إلى جانب تعديلات في السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف، و تخفيف أعباء الديون، وإدخال ضريبة عامة للمبيعات، و قد أدى هذا البرنامج لتحسين الفرص الاقتصادية لمصر، وازدادت الثقة بالاقتصاد المصري مع هبوط التضخم، و بدأ الحساب الجاري في تحقيق فائض، وارتفاع الإحتياطيات النقدية والدولية كما رأينا سابقا .

واعتمدت فلسفة الإصلاح الاقتصادي على ضرورة احتواء الطلب المحلي بناء على المؤشرات السعرية المستمدة إلى قوى السوق، مع العمل على تقليص درجة تغلغل الحكومة وتدخلها في النشاط الاقتصادي من خلال تطبيق برنامج مكثف لخصخصة الملكية العامة لوسائل الانتاج، وتحسين أسلوب إدارة المالية العامة للدولة وتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة .

وحتى يتحقق هذا الهدف كان من الضروري البدء في تحرير الأسواق المالية و أسواق السلع من التشوهات التي اعترتها، فحررت أسعار السلع من خلال تقليص القيود السعرية و نظم التقنين الإداري في توزيع السلع وفتح باب مشاركة القطاع الخاص في مختلف نواحي النشاط الاقتصادي ،

كما شهدت سوق رأس المال تطورات كبيرة سواء أكانت تكنولوجية أو تطورات في أسلوب التداول بها حيث صدر القانون رقم 95 لينظم قواعد إصدار وتداول الأوراق المالية ، وتم تعديل هذا القانون عام 1998 .

وحررت أسواق النقد والصراف الأجنبي من قيود الإدارية ، و بدءا من شهر نوفمبر 1991 تم توحيد أسواق الصراف المتعددة في سوق واحدة ، وسمح بإنشاء شركات للصرافة للتعامل بيعة و شراء في النقد الأجنبي جنبا إلى جنب مع وحدات الجهاز المصرفي ، ومن الناحية التشريعية عدلت ضوابط التعامل في النقد الأجنبي .

و قد تحقق الاستقرار النسبي في سعر الصراف مع تطبيق سياسة التثبيت المالي خلال فترة التسعينات ، و مع بداية عام 2001 تبني نظام سعر الصراف المعموم المدار، حيث حدد البنك المركزي سعر صرف المركزي مع وجود هامش حركة صعود وهبوطا، واعتبارا من 28/01/2003 ، أعلنت الحكومة المصرية انتهاج نظام جديد لسعر صرف الجنيه المصري، وهو نظام التحرير، يعتبر هذا النظام متسقا مع الظروف الاقتصادية التي تواجه مصر حاليا، ونستعرض فيما يلي التطورات التي لحقت بكل مرحلة على حده.

المطلب الاول : مرحلة تثبيت سعر الصراف

سوف نستعرض تطور سياسات سعر الصراف في هذه المرحلة من خلال وصف حالة اسعار الصراف قبل الاصلاح الاقتصادي في مصر وبالتحديد في الفترة 1973 الى 1986 وبعدها سنستعرض اهم تطورات مرحلة التثبيت في ظل الاصلاحات وهي :

الفرع الاول: تطور سعر الصراف خلال الفترة 1973-1986(مرحلة تعدد اسعار الصراف)

تم انشاء السوق الموازية رسميا في سبتمبر 1973 ، والتي يتم في نطاقها التعامل طبقا للأسعار التشجيعية على اساس حساب السعر الرسمي مضافا اليه علاوة 50% في حالة الشراء ،على ان يزيد السعر التشجيعي للبيع 5% ،ورفعت هذه العلاوة حتى وصلت 79% من الاسعار الرسمية للشراء ويضاف 2% للوصول الى سعر البيع التشجيعي.

ومصر شأنها شأن الكثير من الدول النامية التي يتخذ فيها سوق النقد الأجنبي اهمية خاصة ،حيث يعول صانع السياسة على سعر الصراف ،ومن ثم سوق الصراف الأجنبي لانجاز العديد من الاهداف الاقتصادية ،وعلى ذلك يكون هناك تعدد في اسعار وأسواق الصراف ،حيث تتحدد قيمة كل سعر وفقا للأهداف السياسية والاقتصادية ،وعادة ما يصاحب الاسعار والأسواق الرسمية سوق اخر غير رسمي (السوق السوداء) ،وهو ما حدث في مصر خلال فترة السبعينات وحتى اواخر الثمانينات ،حيث كان الفارق كبيرا بين السعر الرسمي والسعر في السوق السوداء والذي احتوى الكثير من النقد الأجنبي وخاصة من خلال تحويلات المصريين في الخارج وجزء من ايرادات السياحة.

وفي عام 1979 تقرر انشاء مجمعين للنقد الأجنبي احدهما لدى البنك المركزي والثاني بالبنوك المعتمدة ،وكان سعر الصراف 70 قرشا للدولار ،هذا الى جانب السوق السوداء ،وقد تمثلت حصيلة

مجمع البنك المركزي في عوائد الصادرات من القطن، الارز، والبتروول ومنتجاته، ورسوم المرور في قناة السويس، بجانب التدفقات الرأسمالية التي تتمثل في قروض بإيداعات نقدية لصالح السلطات اما مجمع البنوك المعتمدة، فقد تمثلت حصيلته في عوائد الصادرات .

ولم يستمر هذا السعر الموحد طويلا ،ففي 1981 اعلنت قائمة اسعار صرف العملات الأجنبية بحيث اصبح الدولار مساويا 84 قرشا في نطاق مجمع النقد الأجنبي لدى المصارف المعتمدة ،في حين استمر سعر صرف الدولار 70 قرشا في مجمع النقد الأجنبي لدى البنك المركزي.

وفي عام 1984 اعلن سعر صرف مميز لبعض المعاملات وهو سعر الصرف المعلن في مجمع النقد الأجنبي لدى البنوك المعتمدة مضافا اليه علاوة تشجيعية للشراء ليصبح 112 قرشا للدولار ،ويضاف 5 قروش لتحديد سعر البيع على اساس تحديد المعاملات التي يسري عليها سعر الصرف المساوي لـ 84 قرشا للدولار، وتلك المعاملات التي لم يرد تحديدها ،تعامل على اساس 112 قرشا للدولار.

وخلال عام 1985 انخفض سعر صرف البنوك المعتمدة تدريجيا وانخفض معه السعر التشجيعي ،وتم انشاء غرفة بالبنك المركزي تتولى تحديد سعر الصرف والسماح للبنوك باستخدام السعر التشجيعي لأكثر من 75 % من المتحصلات من النقد الأجنبي ورد 25% لمجمع البنك المركزي، وتم الغاء الاستيراد بدون تحويل عملة، واستبعدت فروع البنوك الأجنبية من تمويل الاستيراد، غير ان نظام الاستيراد بدون تحويل عملة عاد مرة اخرى وألغيت قرارات جانفي عام 1985.

وتعكس هذه المرحلة قبل الاصلاحات وكما يتضح من الجدول رقم (64) ،الانخفاضات المتتالية في سعر الصرف الاسمي ،في مجمع البنوك التجارية .¹

وقد شهدت هذه الفترة سياسات توسعية بدرجة تزيد عن الطاقة الانتاجية للاقتصاد المصري وأصبح سوق النقد الأجنبي منفصلا تماما عن الاقتصاد الحقيقي ،حيث اصبح سعر الصرف الاسمي مقوما بأكثر من قيمته التي تتماشى مع اداء انتاجية موارد الاقتصاد المصري ،وقد كان من الافضل اتباع سياسات اكثر تشددا لوقف تدهور المنافسة الدولية ،وتشجيع الصادرات غير التقليدية ،وإزالة التشوهات في هيكل الاسعار النسبية ،وإعادة تخصيص الموارد بصورة اكثر كفاءة.

¹ -اماني عبد العزيز فاخر ،اثر تدفقات رؤوس الاموال على معدل الصرف في الدول النامية (دراسة مقارنة) ،اطروحة دكتوراه في اقتصاديات التجارة الخارجية ،جامعة حلوان ،2002،ص ص 166-167.

جدول رقم (64): تطور سعر الصرف الاسمي في مصر خلال الفترة 1973 الى 1986

البيان	قرش لكل دولار في نهاية الشهر
سبتمبر 1973	السعر الرسمي 39.13
	السعر الموازي 58.69
نوفمبر 1976	السعر الرسمي 39.13
	السعر الموازي 70
ديسمبر 1978	السعر الرسمي 39.13
	السعر الموازي 70
جانفي 1979	مجمع البنك المركزي 70
	مجمع البنوك المعتمدة 82.2
اوت 1981	مجمع البنك المركزي 70
	مجمع البنوك المعتمدة 82.2
جانفي 1985	مجمع البنك المركزي 70
	مجمع البنوك المعتمدة -
	السعر المعلن 82.2
	السعر المعلن بالعلو المتغيرة 123.8
جويلية 1986	مجمع البنك المركزي 70
	مجمع البنوك المعتمدة السعر المرن 135

المصدر: البنك المركزي، ادارة البحوث الاقتصادية.

الفرع الثاني: مرحلة تثبيت سعر الصرف

في 28 فيفري 1991 أنشأت كل من السوق الأولية للنقد الأجنبي لتحل محل مجمع البنك المركزي، والسوق الحرة للنقد الأجنبي لتحل محل السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبي، وفي 8 أكتوبر 1991 أدمجت السوق الأولية في السوق الحرة بحيث أصبح هناك سوق واحدة هي السوق الحرة للنقد الأجنبي يتعامل فيها كل من البنك المركزي المصري و البنوك المعتمدة و شركات الصرافة، وتعلن كل جهة أسعار الصرف لديها بشكل مستقل وفقا لآليات السوق وظروف العرض والطلب وكانت هذه بداية فعلية لتحرير سعر الصرف والقضاء على تعدد الأسعار و تجارة العملة، وقد عكس أسلوب إنشاء السوق المصرفية وكيفية إدارته تقنيات جديدة تهدف إلى الانتقال الكامل لاقتصاديات السوق ليس فقط في مجال تحديد سعر الصرف، ولكن في كافة مجالات الاقتصاد القومي.

وقد روعي التدرج في تطبيق هذا النظام لتجنب أي اختناقات قد تؤثر بصورة سلبية على مستويات الأداء الاقتصادي، بالإضافة إلى الأخذ في الاعتبار الآثار الاجتماعية و السياسية التي قد تترتب على تطبيق هذا النظام مرة واحدة، و بهذا الأسلوب تم نقل كافة موارد واستخدامات مجمع البنوك المعتمدة لدى البنك المركزي إلى السوق المصرفية الحرة على 3 مراحل متوالية، مع إتاحة الفرصة الكاملة للبنوك العاملة في مصر للتعامل في النقد الأجنبي - بيعا وشراء - لحسابها و تحت مسؤوليتها كخطوة مرحلية يتم فيها إعداد الجهاز المصرفي ككل لمرحلة اقتصاد السوق.

و بجانب السوق الحرة للنقد الأجنبي أنشئت الغرفة المركزية للسوق الحرة تحت إشراف البنك المركزي و إتحاد بنوك مصر لتجميع البيانات عن نشاط السوق الحرة و استخراج المؤشرات و متوسطات الأسعار و غيرها من البيانات المتعلقة بنشاط السوق الحرة، و تقوم الغرفة بعمل متوسطات لأسعار الصرف للدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري والمنفذة فعلا من جميع جهات التعامل في السوق، مرجحة بحجم العملات المنفذة سواء لعمليات شراء و بيع البنكنوت او التحويلات بالنقد الأجنبي، و تعلن هذه المتوسطات ثلاث مرات يوميا على شاشات وكالات الأنباء محسوبة عن كل فترة من اليوم التي سبق الإعلان عنها، ويتم حساب متوسط السعر المرجح.

كالتالي :

مجموع العمليات المنفذة بالدولار الأمريكي خلال الفترة

سعر الدولار الأمريكي = $\frac{\text{مجموع العمليات المنفذة بالدولار مقوم بأسعار الصرف المنفذة بها خلال الفترة}}{\text{المعادل بالجنيه المصري للعمليات المنفذة بالدولار مقوم بأسعار الصرف المنفذة بها خلال الفترة}}$

هذا فضلا عن اشتراك جميع البنوك و شركات الصرافة في إحدى وكالات الأنباء العالمية

لإعلان أسعار الصرف الخاصة بها على شاشات الحاسبات الآلية بما يحقق توافر المعلومات

والشفافية عن نشاط السوق الحرة للنقد الأجنبي كأحد أركان سريان المنافسة الحرة.¹

و إذا حاولنا استعراض السوق الحرة للنقد الأجنبي سنجد أن متحصلاتها تشمل :

- التنازلات عن حصيلة الصادرات السلعية، وحصيلة السياحة.
- المتحصلات غير المنظورة للحكومة و الهيئات العامة وقطاع الأعمال العام.
- المنح و القروض الحكومية.
- التحويلات من الخارج من أصحاب المدخرات و المتنازلين عنها مقابل الجنيه.
- أوراق النقد الأجنبي والشيكات السياحية ووسائل الدفع الأخرى أيأ كان مصدرها - أي إلغاء التفرقة بين ما هو ثابت المصدر و غير ثابت المصدر - سواء من المقيمين أو غير المقيمين.

أما عن مدفوعات هذه السوق ستجدها تغطي جميع أنواع المدفوعات الخارجية بالنقد الأجنبي حيث تستخدم الحصيلة في تلبية احتياجات الأفراد و وحدات القطاع العام و الخاص، كما يسمح بتمويل

¹ -سمير محمود نصار، عبد المنعم عبد الحليم نصر، سياسات وادارة اسعار الصرف في جمهورية مصر العربية، ابو ظبي، صندوق النقد العربي، 1997، ص 335-337.

النقد الأجنبي في نطاق هذه السوق عن طريق الجهاز المصرفي لمواجهة الاحتياجات و سداد الالتزامات بالنقد الأجنبي .

وبالنسبة للحد الأقصى لرصيد التشغيل اليومي فيحدده البنك المركزي المصري لكل بنك أو شركة صرافة مقوما بالدولار الأمريكي و الذي يمكن الاحتفاظ به في نهاية إقفال أعمال اليوم كرصيد في السوق الحرة للنقد الأجنبي لدى الجهة مع التصرف فيما يزيد عن ذلك بعرض التجاوز عن الحد الأقصى لرصيد التشغيل للبيع على وحدات القطاع المصرفي ،أو بيعه للبنك المركزي مقابل الجنيه المصري، مع استعداد البنك المركزي لتزويد أي بنك مبالغ يحتاجها بالنقد الأجنبي في أي وقت مقابل الجنيه المصري بسعر الصرف الذي يعلنه البنك المركزي المصري في السوق الحرة للنقد الأجنبي لديه وقت التنفيذ ،و يهدف ذلك إلى عدم المغالاة في الاحتفاظ بالنقد الأجنبي لاستخدامها في عمليات المضاربة.

وبهذا ساهمت الخطوات و الإجراءات السابقة في وضع الركائز الأساسية لتحرير سعر الصرف و التي من أهم أشكالها :

- 1- إعطاء حرية للبنوك في التعامل بالنقد الأجنبي بيعا و شراء ،مع تأكيد حرية المواطنين بحيازة النقد الأجنبي و حرية التصرف فيه .
- 2- البدء الفعلي في القضاء على تجارة العملة من خلال شركات الصرافة .
- 3- الاقتراب التدريجي من سعر الصرف الواقعي الذي يعكس قوى العرض والطلب في السوق وما يترتب على ذلك من آثار إيجابية كتشجيع المستثمرين .
- 4- لا قيود على حركة دخول النقد الأجنبي إلى البلاد أو خروجه منها.
- 5- لا قيود على التحويلات الجارية أو الرأسمالية .
- 6- حرية فتح الحسابات للأجانب بالنقد الأجنبي أو الجنيه المصري.

و يلاحظ خلال هذه الفترة زيادة الإحتياجات الرسمية من النقد الأجنبي ، و تخلى الأفراد عن الدولار الأمريكي، وزيادة الادخار بالعملة المحلية ،حيث تم رفع سعر الفائدة على الودائع المحلية إلى 18% ، ورغم ذلك فإنه من الخطأ القول بأن سياسة توحيد وتثبيت سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في إطار برنامج التثبيت الذي أتبعته و التي أدت إلى استقرار سعر الصرف عند حوالي 4.3 جنيها مصريا للدولار خلال الفترة من 1991-1997 حققت مصلحة الاقتصاد القومي لأن المطلوب هو تحقيق استقرار سعر الصرف وليس تثبيته ، ومعنى استقرار سعر الصرف تحديده عند مستوى واقعي يتفق مع ظروف عرض و طلب العملات الأجنبية ،فقد أدى استمرار العمل على تثبيت سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي مع اتجاه سعر الدولار للتزايد مقابل أهم الشركاء التجاريين لمصر ،لا سيما الإتحاد الأوروبي واليابان، إلى ارتفاع قيمة الجنيه المصري مقابل هذه العملات وبالتالي تدهورت القدرة التنافسية للصادرات المصرية في الخارج ،في نفس الوقت الذي

انخفضت فيه أسعار الواردات، مما نتج عنه زيادة الضغط على سوق العملات الأجنبية في مصر وظهور عجز في عرض هذه العملات.

وبداية من عام 1997/96 بدأ فائض الميزان الجاري في التراجع وشهدت مصر ما يعرف بأزمة السيولة و الركود ،نتيجة للعديد من الصدمات التي ضغطت بشدة على الجنيه المصري، و أدت إلى انخفاضات متتالية في قيمته ، مما دفع الحكومة لتغيير نظام الصرف من نظام صرف ثابت لنظام صرف مدار، و نستعرض فيما يلي هذا النظام.

المطلب الثاني: مرحلة سعر الصرف المدار

لعلاج الموقف المتأزم في سوق الصرف ،قامت الحكومة المصرية في جانفي 2001 باتخاذ إجراءات البدء في إتباع نظام " التعويم المدار " لسعر الصرف، بحيث يتم التعويم في نطاق محدد للاحتياط ضد المخاطر المتوقعة، وتمحورت هذه الإجراءات حول عدة محاور رئيسية :

المحور الأول:

يهدف إلى إعادة سيطرة البنك المركزي على الأوضاع بالأسواق عن طريق الإعلان عن سعر مركزي للدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري و قدره 385 قرشا و هو المتوسط المرجح لأسعار التعامل في السوق (بنوك و شركات صرافة) خلال الأسابيع الثلاثة السابقة على صدور القرار وتتحدد أسعار باقي العملات الأجنبية مقابل الجنيه المصري بناء على هذا السعر، وتقوم البنوك وشركات الصرافة بتحديد أسعار بيع و شراء الدولار الأمريكي بما يتوافق مع آليات السوق و في حدود هامش لا يزيد عن 1% صعودا و هبوطا من السعر الذي يعلنه البنك المركزي ،على أن يتدخل البنك المركزي بائعا أو مشتريا للنقد الأجنبي كلما اقتضت الحاجة ،و ذلك لموازنة تحركات الصرف بالسوق على أن تتم مراجعة السعر وفقا لظروف السوق.¹

المحور الثاني:

فقد تمثل في إحكام السيطرة على تعاملات شركات الصرافة بالسوق ،و في هذا الإطار تم تعديل اللائحة التنفيذية لقانون النقد الأجنبي رقم 38 لسنة 1994 بالقرار الوزاري رقم 103 لسنة 2001 ، و تم بمقتضاه استبدال المادة الرابعة من اللائحة التنفيذية للقانون المذكور بمادة أخرى تلزم كافة المصاريف المعتمدة و الجهات الأخرى المرخص لها بالتعامل في النقد الأجنبي ،بإبلاغ الغرفة المركزية بالبنك المركزي عن الحجم الإجمالي لعمليات الشراء و البيع التي تمت عن طريقها والأسعار التي تمت بها في إطار السوق الحرة للنقد الأجنبي ،و تعلن الغرفة المذكورة بصفة دورية متوسط أسعار الصرف لمختلف العملات الأجنبية وفقا للعمليات الفعلية و كذا موارد واستخدامات السوق الحرة ، كما تم تعديل نص البند الثالث من المادة التاسعة من اللائحة التنفيذية بحيث لا يقل رأس مال شركات الصرافة المدفوع عن عشرة ملايين جنيه مصري ،مع إلزام الشركات القائمة وقت العمل بهذا القرار

¹ - عبد الفتاح الجبالي ،الجنيه المصري من التثبيت الى التحرير ،كراسات الاهرام الاستراتيجية ،القاهرة ،2003 ،ص 10.

توفيق أوضاعها خلال فترة لا تتجاوز ثلاثة أشهر تبدأ من تاريخ العمل بهذا القرار و هي الآلية التي أصبحت سارية في 30 جانفي 2001.

و في مارس 2001 قرر البنك المركزي تعديل أساس حساب مقام نسبة الاحتياطي و ذلك باستبعاد أرصدة الأنظمة الادخارية ذات أجل 3 سنوات فأكثر - على أساس أجل التعاقد - من مقام نسبة الاحتياطي بهدف توفير قدر أكبر من مصادر الأموال طويلة الأجل المحرر من نسبة الاحتياطي ولتشجيع الادخار بالعملة الوطنية، و نظرا لقصر فترة حساب نسبة الاحتياطي وأثر ذلك على معدلات تذبذب أسعار الفائدة في سوق النقد بين البنوك خلال أيام العمل الفعلية في الأسبوع الواحد ، فقد قام البنك المركزي في جوان 2002، بتعديل أسلوب حساب النسبة ليستند إلى المتوسط اليومي لأرصدة البنوك خلال أسبوعين بما فيها أيام العطلات الأسبوعية، و يبدأ حساب النسبة من يوم الثلاثاء.

المحور الثالث :

وهو القرار المتعلق بالاتفاق على حدود للمعاملات النقدية بالعملة الأجنبية، و التي تم بمقتضاها الاتفاق على أن يكون التعامل بالبنكnotes الأجنبية إيداعا أو سحباً في الحدود المعقولة، والتي قدرت ب 20 ألف دولار يوميا، وهو القرار الذي أثار لغطا كثيرا بالأسواق، وأعتبره البعض تراجعا عن حرية النقد الأجنبي، وسادت حالة من الارتباك و التوتر بالأسواق إلى أن قام البنك المركزي بإلغاء هذا القرار في 22 أكتوبر من نفس العام، حيث ترك الأمر في النهاية وفقا لعلاقة البنك بالعمل. وقامت وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية بمعاينة 26 شركة صرافة، بعضها بالشطب والآخر بالإيقاف أو الإنذار، و قد تعرض هذا النظام لمزيد من الهجمات من جانب المضاربين، الأمر الذي أدى إلى تعديل السعر المركزي عدة مرات في 28 ماي 2001 ليصل إلى 386 قرشا، ثم تم تعديله مرة أخرى في 2 جويلية 2001 ليصبح 390 قرشا مع زيادة الهامش إلى 1.5%. ولكن في أوت 2001 جاء قرار الحكومة بزيادة سعر صرف الدولار الأمريكي بنسبة 6.5 % وهو القرار الذي كان له آثار إيجابية و أخرى سلبية:¹

* الآثار الإيجابية :

أ- بلغ إجمالي الودائع بالعملة الأجنبية (بما فيها الحكومة) حوالي 18.2 مليار دولار أمريكي في نهاية ماي 2001، أي ما يعادل نحو 70.846 مليار جنيه وفقا للسعر القديم (390 قرشا/دولار)، مما يعني أنها أصبحت بمجرد صدور القرار تعادل 75.389 مليار جنيه مصري بزيادة 4.55 مليار جنيه تقريبا، و قد جاء القطاع العائلي في مقدمة القطاعات المستفيدة، حيث ارتفعت قيمة إجمالي ودائعه بعد صدور القرار بصورة ملحوظة، يأتي بعده القطاع الخاص، ثم القطاع الحكومي .

¹ -رانيا عبد الحليم رضا عبد العال، اثر سياسات سعر الصرف على قيمة الجنيه المصري، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، 2004، ص

ب- يتمثل الأثر الإيجابي الثاني للقرار في زيادة قيمة الصادرات ،فكما تشير بيانات البنك المركزي عن قيمة الصادرات خلال الفترة من جويلية 2000 حتى مارس 2001 ، فإن إجمالي قيمة الصادرات قد بلغ 5.2 مليار دولار أمريكي ، و هو ما يعادل 20.1 مليار جنيه مصري بالسعر القديم ، و إرتفعت بعد التعديل إلى 21.7 مليار جنيه مصري .

ج - نفس الأثر نجده عند النظر إلى ميزان الخدمات فكما تشير البيانات فإن فائض الميزان خلال الفترة من جويلية إلى مارس 2001 قد بلغ 4.46 مليار دولار أمريكي ، و هو ما يعادل حوالي 17.41 مليار جنيه مصري طبقا للسعر القديم ، ثم إرتفع بعد القرار ليعادل 18.5 مليارا ، و كذلك الحال بالنسبة لصافي التحويلات الرسمية و الخاصة و صافي الأصول الأجنبية الذي تأثر بصورة إيجابية نظرا لتحقيقه فائضا لصالح مصر .

د- و في هذا الإطار حقق البنك المركزي أثرا إيجابيا من خلال الزيادة في قيمة صافي أصوله الأجنبية بعد القرار بمقدار 813 مليون جنيه مصري ، و ذلك بعد ارتفاع قيمتها إلى 13.5 مليار جنيه مصري مقابل 12.7 مليار جنيه مصري قبل صدور القرار مباشرة ، كما حققت البنوك التجارية زيادة إيجابية في قيمة صافي تلك الأصول بما يعادل 222 مليون جنيه مصري ، و كذلك بنوك الإستثمار والأعمال التي حققت زيادة مقدارها 236.5 مليون جنيه مصري في صافي الأصول الأجنبية، ويرجع هذا كله إلى زيادة أصول تلك البنوك الأجنبية عن خصومها والتزاماتها.

- الآثار السلبية:

أدت سياسة التخفيض المتتالية والمتعاقبة إلى العديد من السلبيات التي انعكست على سوق الصرف الأجنبي منها :

أ - خسائر بنود مثل القروض بالعملات الأجنبية و الدين الخارجي و الواردات و ميزان السلع و الخدمات، وخفض القدرة التنافسية للصادرات ، حيث يقلل الارتفاع في أسعار الصرف من الحوافز لإنتاج السلع التصديرية ، ناهيك عما يحدثه من آثار على حساب المعاملات الرأسمالية ، حيث يزداد الشعور بالقلق و يدفع رأس المال إلى الهروب خاصة في ضوء التخوف من تخفيضات جديدة مع فقدان الثقة في السياسات التي تعتمد عليها الحكومة في إدارة الإقتصاد، وفقدان الثقة في النظام النقدي السائد .

ب- ازدياد المضاربة على الجنيه المصري و تنامي السوق السوداء، واتساع الهامش بينهما وخطورة هذا الأمر تكمن في أن نمو هذه المعاملات بصورة متزايدة يساعد على تهريب رؤوس الأموال من جهة و تناقص متحصلات البلاد من العملات الأجنبية من جهة أخرى ، إذ يدفع هذا الوضع إلى تزوير فواتير الصادرات و الواردات حيث يبالغ المستوردون في قيمة وارداتهم و يثبت المصدرون قيم الصادرات بأقل من حقيقتها ، كما أنه يؤدي إلى لجوء مدخرات المصريين العاملين بالخارج إلى هذه الأسواق أو الإحتفاض بمدخراتهم في الأسواق الخارجية، بل والأخطر من كل ما سبق هو ازدياد الطلب على العملة للمضاربة وليس لأغراض التعامل التجاري العادي، ويؤدي إلى توظيف جانب كبير

من مدخرات العملات الأجنبية في عمليات المضاربة في السوق السوداء ، خاصة مع كثرة القرارات الاقتصادية المتعلقة بالنقد الأجنبي والتعديل المستمر عليها في فترات زمنية قصيرة وهو ما يمثل التربة الملائمة لنمو الطلب على العملات الأجنبية اجل المضاربة .

ج - أدت الارتفاعات المتتالية في أسعار الصرف غير المبررة، إلى جعل أسعار الصرف لا تعكس حقيقتها ومغالي فيها كثيرا .

وفي 4 أكتوبر 2001 صدرت مجموعة جديدة من الإجراءات تم بمقتضاها الاتفاق على أهمية تحركات البنوك في سوق الصرف الأجنبي بهدف تحقيق الانضباط في المعاملات وذلك عن طريق تحريك أسعار البيع والشراء وفقا لمتغيرات السوق، أي إطلاق حرية البنوك في دخول السوق والسماح لها بتخطي الهامش الذي يحدده البنك المركزي لسعر الصرف ، خاصة وأنه تزامن مع تطوير غرفة تداول النقد الأجنبي لتتحول من رصد حركة التداول إلى غرفة لضبط الأسعار وتلبية طلب الأسواق، والتأكد على حظر العمليات التي من بينها المضاربة على الجنيه المصري، ولذلك تم الاتفاق على عدم فتح حسابات بالجنيه المصري لبنوك تعمل في الخارج بغرض المضاربة، وكان من المفترض أن تسهم تلك الإجراءات في إعادة الانضباط إلى السوق ،خاصة وأن تحديد السعر المركزي وفقا لهذه الإجراءات عند 415 قرشا للدولار ،كان مرتفعا عن السعر المتداول والذي كان يتراوح بين 405 و 410 قرشا للدولار، ومن جهة أخرى تم توسع هامش التذبذب إلى 3 %، هو ما يجعل النظام أكثر مرونة و قدرة على امتصاص الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها العملة مستقبلا¹، وعلى الرغم من ذلك، استمرت زيادة الطلب على الدولار الأمريكي من مصادر غير رسمية لأغراض الإستيراد والمضاربة، خاصة مع زيادة الفارق بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في السوق السوداء ، الأمر الذي ساعد على هروب رؤوس الأموال، وانخفاض تحويلات المصريين بالخارج.

وكان من الطبيعي إزاء التدهور المستمر في القيمة الخارجية للعملة والتشوهات العديدة في سوق الصرف الأجنبي أن تحاول الحكومة معالجة الموقف، خاصة وأن الاستمرار في الوضع السابق كان يتطلب التدخل المستمر من البنك المركزي بالعملة الأجنبية، فخلال هذه المرحلة تدخل البنك المركزي بنحو 1.6 مليار دولار بالأسواق، ورغم ذلك استمرت الضغوط على الجنيه، الأمر الذي أدى لتدخله مرة أخرى بنحو 600 مليون دولار في شهر ديسمبر من العام نفسه مما ترتب عليه جزء لا يستهان به من الإحتياطات النقدية .

ولكن كل هذه الإجراءات لم تحقق الاستقرار المأمول، وتراجعت صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي من 29.4 مليار جنيه في نهاية جوان 1999 إلى 17.3 مليار في نهاية جوان 2002، وهو ما يشير إلى زيادة سحب العملات الأجنبية ،وارتفاع حجم الطلب عليها، كما توالى الانخفاضات في قيمة الجنيه المصري حتى سجل 462 قرشا / دولار في نهاية جوان 2001 .

¹ - عبد الفتاح الجبالي ،مرجع سابق ،ص ص 10-11.

المطلب الثالث : مرحلة تحرير سعر الصرف

أعلنت الحكومة المصرية انتهاج نظام جديد لسعر الصرف وهو نظام التحرير، ويعتبر هذا النظام متسقا مع الظروف الاقتصادية التي تواجه مصر حاليا، من زيادة درجة انفتاح الاقتصاد المصري على العالم الخارجي، ونوع الصدمات التي يتعرض لها حيث أن الصدمات قد تكون خارجية وقد تكون خاصة بالجانب الحقيقي (السلع و الخدمات).

في هذا الإطار جاء قرار رئيس مجلس الوزراء بتحرير الجنيه المصري في 28 جانفي 2003 ووفق القرار السابق أصبحت المصارف المعتمدة والمرخص لها بالتعامل بالنقد الأجنبي حرة في تحديد أسعار البيع والشراء للنقد الأجنبي على أن يعلن البنك المركزي يوميا سعر تعامله بالنقد الأجنبي حسب المتوسط المرجح لسعر الإغلاق والمعلن من جانب غرفة إحصاءات النقد الأجنبي، وعلى الجانب الآخر، سمح القرار لشركات الصرافة بشراء وبيع النقد الأجنبي وذلك بشرط الالتزام بأسعار الصرف المعلنة لدى أحد المصارف المعتمدة مع الإعلان عن اسم المصرف وإخطار البنك المركزي بذلك .

ولا شك أن قرار تحرير الجنيه المصري هو قرار صعب، فبمجرد اتخاذه يكون التراجع عنه صعبا و مكلفا، خاصة فيما يتعلق بمصدقية السياسات الاقتصادية، كما يتضح بجلاء أن القرار يهدف إلى تحرير التعامل بالنقد الأجنبي للوصول إلى سعر صرف واقعي للجنيه المصري، وتشجيع الصادرات والحد من الواردات، مع قيام الجهاز المصرفي بدور فعال كقناة شرعية وقانونية في سوق الصرف الأجنبي، لتحقيق الاستقرار النسبي لسعر الصرف، وإعادة التنظيم للأوضاع داخل السوق، التي كانت تتسم بالتعدد وسيطرة الوسطاء والسماسة عليها، الأمر الذي جعلها لا تعكس حقيقتها، كما أصبحت السوق الرسمية هي الأساس وليس العكس .

ومن الملاحظ أن أسعار صرف الدولار الأمريكي الرسمية بعد قرار التحرير قد شهدت ارتفاعا، ولكن هذا الانخفاض في قيمة الجنيه مقابل الدولار لم تكن بالحدة المتوقعة طبقا للنظريات الاقتصادية ومقارنة بما حدث في بعض الدول الأخرى بعد تحرير سعر الصرف بها، فقد أنخفض السعر الرسمي للجنيه بنسبة 19 % فقط، و ذلك من 4.64 جنيه/دولار في 2003/01/28 إلى 5.52 جنيه/دولار في 2003/02/25، ويمكن إرجاع الانخفاض المحدود نسبيا في قيمة الجنيه المصري إلى أنه :

1- تم تخفيض قيمة الجنيه بنسبة 36 % خلال عامي 2001/2002 .

2- سمح للبنوك - قبل تحرير سعر الصرف بتقاضي عمولة على معاملات الصرف الأجنبي مما جعل سعر الصرف في البنوك مشابه لذلك السائد في السوق الموازية.¹

¹ - أحمد جلال، ماذا بعد تحرير سعر الصرف، ورقة عمل 13، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، فيفري 2003، ص 1.

ورغم ذلك استمرت بعض المعاملات في السوق الموازية و بأسعار تزيد عن متوسط الأسعار المعلنة من قبل البنك المركزي ، وأستمر ضعف الاتجاه لتحويل الودائع الدولارية إلى ودائع بالجنيه المصري على الرغم من أن فارق سعر الفائدة بينهما يبلغ حوالي 8 نقاط مئوية، واستمرار وجود السوق الموازية والتي ما زالت تسير في نفس اتجاه السوق الرسمية، ولكن الفجوة بينهما تقلصت بشدة مع بداية تطبيق نظام التحرير وحتى منتصف فيفري، والذي بدأت معه الفجوة بين سعر صرف البنك المركزي و سعر الصرافة الفعلية في التزايد حيث بلغت هذه الفجوة في يومي 3 و 4 مارس نحو 1.12 جنيه، ولكنها أخذت في الانخفاض بعد ذلك حتى بلغت 0.31 جنيه يوم 12 ماي 2003، الأمر الذي يشير إلى بداية عودة الاستقرار في سوق الصرف.

ومن الملاحظ مما سبق في هذه المرحلة ان هناك ايجابيات وسلبيات للقرار المتعلق بتحرير صرف الجنيه المصري وايضا تحليل لكيفية ادارة هذا السوق في ظل التحرير وهي :

الفرع الاول: إيجابيات تحرير سعر الصرف

1- يتصف هذا النظام بالمرونة، وهو ما يناسب الأحوال الاقتصادية والسياسية السائدة في المنطقة، وذلك لما لسعر الصرف المرن من قدره على امتصاص الهزات والصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد المصري.

2- زيادة الثقة في الاقتصاد المصري وقدرته على جذب الاستثمارات، بالإضافة إلى أن مرونة سعر الصرف من شأنها أن تساعد على استمرارية القدرة التنافسية إجمالاً.

3- ترك سعر صرف الجنيه المصري لآليات العرض والطلب من شأنه أن يحجم التعاملات الضارة بالاقتصاد المصري، وهي كثيرة ومتشعبة .

4- نظام التعويم المرن الجديد من شأنه - من الناحية النظرية وبتخاذ حزمة من السياسات الاقتصادية - العمل على تشجيع الصادرات المصرية وتخفيض الواردات وبالتالي تقل أو تتحسس الفجوة في وضع الميزان التجاري المصري، والتي تمثل عنصر الخطر الأكبر في معاملات مصر مع العالم الخارجي.

الفرع الثاني: سلبيات تحرير سعر الصرف

رغم ترحيب العديد من الأوساط بهذا القرار باعتباره خطوة كبيرة نحو تخليص السوق من أكبر الأسباب التي عملت على عدم استقراره، فإن القرار قد ترتب عليه حتى الآن العديد من الآثار غير المرغوبة تمثلت في:

أولاً- ارتفاع معدلات التضخم :

تشير الدراسات إلى أن معدلات التضخم تزيد في الدول التي تطبق أنظمة سعر صرف مرنة عنها في الاقتصاديات ذات الأنظمة الثابتة، ولهذا فمن المتوقع زيادة معدل التضخم في مصر عقب تحرير سعر الصرف، و يلاحظ من حركة الأسعار عقب التعويم أن ذلك يحدث بالفعل، وانتابت السوق حالة من الفوضى، ليس سوق الصرف فقط بالعودة النشيطة للسوق السوداء، بل أيضا عدم استقرار

سوق السلع والخدمات مع النقص في عرض بعض السلع وزيادة أسعار قائمة طويلة من السلع حتى تلك التي لا تدخل في إنتاجها أية مكونات أجنبية، ولكن في اعتقادنا أنه بالرغم من كل ذلك فإن درجة تأثير تخفيض الجنيه على التضخم لن تكون مرتفعة في مصر، وذلك لعدة أسباب منها :

أ - سبق قرار التعويم مجموعة من التخفيضات المتتالية في قيمة الجنيه مقابل الدولار، مما يحد من حدوث انخفاض شديد في قيمة الجنيه لتعويض التأخر في تحرير سعر الصرف.

ب- لا يعد ربط الأجور بمعدل التضخم سمة شائعة من سمات الاقتصاد المصري، مما يحد من إمكانية حدوث تضخم حلزوني .

ج - جاء تحرير نظام الصرف في وقت يعاني فيه الاقتصاد المصري من الركود، وعليه فإن تحول الطلب من السلع المستوردة إلى السلع المنتجة محليا لن يؤدي إلى نفس الآثار التضخمية التي كانت تنتج إذا ما كان الاقتصاد في حالة توظيف كامل .

د - ارتفاع أسعار بعض السلع جاء بعد اتخاذ قرار تحرير سعر الصرف مباشرة ، وهذه الزيادة تبدو غير مبررة نظرا لأنها قبل حدوث **pass through effec** وهو ارتفاع الأسعار الناتج عن الواردات والذي يحدث بسبب ارتفاع سعر الصرف ،حيث لم تكن أسعار الواردات تأثرت بعد لإستردادها قبل التحرير ،بالإضافة إلى أن هناك سلع يتم إنتاجها محليا بدون موارد وسيطية مستوردة.¹

ثانيا- انكماش الناتج :

يرى البعض أن التحول لنظام مرن لسعر الصرف قد يؤدي إلى آثار انكماشية، فانخفاض قيمة الجنيه بشكل مغالي فيه قد يدفع الشركات ذات المديونية الدولارية إلى الإفلاس، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الناتج ، كما يضيفون أن انخفاض مرونة الصادرات لن يمكن الشركات من الاستفادة من تحرير سعر الصرف .

وبالرغم من صعوبة تجاهل هذه الآراء، إلا أنها تفتقر إلى الأدلة العملية ، ولاسيما في الأجلين المتوسط والطويل، فعلى الرغم من عدم وجود دراسات توضح العلاقة بين أنظمة سعر الصرف المختلفة والناتج، إلا أن هناك عوامل تدعونا للقول بأن تحرير سعر الصرف لن يؤدي إلى انكماش شديد في الناتج، ومن أهم هذه العوامل انخفاض نسبة المديونية الدولارية للشركات (مقاسه بنسبة المديونية الدولارية إلى إجمالي القروض)، وعليه فمن المتوقع أن تواجه بعض الشركات صعوبات من جراء انخفاض قيمة الجنيه ، إلا أن معظم الشركات لن يواجه هذه الصعوبات بنفس القدر.

أما العامل الثاني فهو اتساع الفجوة بين أسعار الفائدة على الودائع بالجنيه والدولار بفضل انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة، ولو سلمنا جدلا بانخفاض مرونة الصادرات في مصر، فإن انخفاض قيمة الجنيه سوف يشجع بعض الشركات على زيادة صادراتها، وفي الأجل المتوسط، فمن

¹ -نبيل حشاد، آثار تحرير سعر الصرف في مصر والسياسات المساندة له ،قطاع الدراسات التنموية بمركز المعلومات وعم اتخاذ القرار

المتوقع أن يؤدي النظام الجديد إلى زيادة معدل النمو، وذلك إذا ما نجح في زيادة الصادرات وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة .

ثالثا- الآثار التوزيعية :

من الواضح أن الشركات التي سوف تستفيد من تحرير سعر الصرف هي الشركات التي تقوم بالتصدير، أو تلك التي تعمل في قطاع السياحة ، بينما من المتوقع أن تتعرض للخسارة الشركات ذات المديونية الدولارية، وأصحاب الدخول الثابتة، وخاصة موظفي الحكومة وأصحاب المعاشات، نتيجة لتآكل دخولهم الحقيقية من جراء التضخم.

وعلى الرغم من أن المستوردين سيواجهون ارتفاعا في أسعار الواردات، إلا أن درجة تأثيرهم بهذا الارتفاع تتوقف على مدى قدرتهم على نقل الزيادة في الأسعار للمستهلكين .

أما فيما يتعلق بالآثار الصافية على الموازنة العامة للدولة فمن الصعب القطع بها، إذ يتوقف تقديرها على الزيادة المتوقعة في الإيرادات نتيجة لارتفاع قيمة الرسوم الجمركية وعائدات قناة السويس، وصادرات البترول والغاز الطبيعي وذلك مقارنة بالزيادة المنتظرة في الإنفاق لخدمة الدين الخارجي وتكلفة الواردات من السلع الأساسية .

الفرع الثالث : إدارة سوق الصرف الأجنبي بعد صدور القرار :

صاحب صدور قرار تحرير سعر الصرف العديد من التخبط والتضارب في القرارات مما أدى إلى مزيد من الفوضى في سوق الصرف الأجنبي، وبدلا من أن يؤدي القرار إلى ثبات قيمة الجنيه المصري فإنه أدى إلى زيادة المضاربات في السوق، وساهمت عدة عوامل في ذلك منها:

أولا-شركات الصرافة :

تضمن القرار منع شركات الصرافة من تحديد سعر الصرف ،مع ربط كل شركة صرافة بينك محدد يتم استخدام السعر السائد فيه و يتم التعامل معه في توريد الحويلة الفائضة يوميا أو اللجوء لتغطية الطلب ،مما يعني عمليا حرمان شركات الصرافة من المنافسة في سوق مفترض أن تكون حرة، كما أن القرار يعني التمييز بين هذه الشركات مع اختلاف السعر بين بنك وآخر والذي وصل في الأيام الأولى للقرار إلى أكثر من 3 % بين الحد الأدنى والحد الأقصى لسعر صرف الجنيه مقابل الدولار ،مما دفع شركات الصرافة إلى الاستمرار في إحجام توفير الدولار، خاصة في الأيام الأولى لقرار التحرير، بالسعر السائد في البنك الذي ترتبط به كل شركة.

ثانيا- البنك المركزي:

أ- كان من المفترض ألا يتدخل البنك المركزي في تحديد سعر الصرف بشكل إداري، إلا أن اجتماع محافظ البنك المركزي برؤساء البنوك في اليوم التالي لبدء العمل بتحرير سعر الصرف و التنبه عليهم بضرورة عدم المغالاة في السعر ألقى بمزيد من الشكوك حول مدى جدية ترك الأمر للعرض والطلب .

ب- كان الأمر يقتضي أن يكون البنك المركزي مستعدا لإنجاح قرار التحرير بكمية معينة من العملات الأجنبية خاصة في الأيام الأولى لصدور القرار للحفاظ على سعر صرف الجنيه المرغوب فيه والذي

يتوافق مع بقية السياسات والأهداف الاقتصادية، كما تفعل باقي البنوك المركزية في العالم وهو ما لم يحدث، حيث أن مفاوضات الحصول على قرض قيمته مليار دولار نصفها من البنك الدولي، ونصفها الآخر من بنك التنمية الإفريقي، وكذلك إلزام المصدرين وشركات السياحة بتوريد 75 % من حصة صادراتهم للبنوك التجارية، و توريد حصة الهيئات الاقتصادية الكبرى المملوكة للدولة أسبوعياً مثل هيئة البترول وهيئة قناة السويس، كلها كان ينبغي أن تسبق صدور القرار.

ج - مع وصول الهامش بين سعر الصرف السائد في البنوك والسعر في السوق السوداء 20 % تدخل محافظ البنك المركزي بإغلاق 24 شركة وإيقاف عدد آخر عن العمل لفترة من الوقت، وكذلك التشديد الأمني لشركات الصرافة إلى حد يصل إلى اعتقال بعض أصحاب شركات الصرافة التي أتفق على أنها تتلاعب في السوق، دليل على أن التدخلات الإدارية والأمنية هي الوسائل الوحيدة المتوفرة للحكومة مع أن قرار التحرير كان يعني علمياً الاقتصار على الوسائل الاقتصادية في محاولة ضبط واستقرار الصرف الأجنبي.¹

ثالثاً- العوامل النفسية :

أ - توقيت إصدار القرار لم يكن ملائماً، حيث صدر القرار قبيل الضربة العسكرية الأمريكية للعراق وما يعانیه الاقتصاد المصري من ركود، وما يتوافر من معلومات عن عجز ميزان المدفوعات المتزايد، مما دفع الأفراد للاحتفاظ بأرصدهم بالعملة الأجنبية .

ب - قرار ربط كل شركة صرافة ببنك محدد كان عاملاً في إثارة شكوك شركات الصرافة حول رغبة الحكومة في حرمانها من المنافسة و الحد من قدراتها مما جعلها تحجم عن توفير الدولار.

ج - ما تردد في السوق من شائعات بأن البنك المركزي قد تدخل مشترياً للعملة الأجنبية لسداد قسط حل أجله من أقساط مديونية مصر الخارجية ، مما يعني أن البنك المركزي يضارب على خفض سعر صرف الجنيه، وعدم النفي المباشر والواضح لتلك الشائعة من قبل البنك المركزي زاد من حالة الفوضى والاضطراب .

د - استمرار الانخفاض في قيمة الجنيه أدى إلى عدم الثقة به و استمرار ظاهرة الدولار وكذلك صدور شائعات متعلقة بتقييد حرية سحب المواطنين لودائعهم بالعملة الأجنبية أدى إلى مزيد من الفوضى في سوق الصرف الأجنبي.²

من الواضح بعد الاستعراض السابق أن النظام الحالي لسوق الصرف الأجنبي يتطلب من الحكومة أن تتوقف فعلياً عن التدخل الإداري، وأن تدعم قرار التحرير بحزمة من الإجراءات المكتملة والمساندة له، حتى تحصد ثمار القرار .

وبالفعل حرص البنك المركزي المصري بداية من السنة المالية 2004-2005 الى تفعيل وتدعيم تحرير سوق الصرف الأجنبي، بما يكفل استيعاب كافة المعاملات في السوق من خلال القنوات

¹ -مجدي صبحي، تعويم ام احتراف الفوضى، الاهرام (احوال مصرية)، العدد 20، القاهرة، 2003، ص 6-9.

² -رانيا عبد الحليم رضا عبد العال، مرجع سابق، ص 261.

الشرعية، حيث قام اعتباراً من 23 ديسمبر 2004 بإطلاق العمل بالية الانترنتك الدولارى مع متابعتها لحظياً، كما اتجه البنك المركزى الى اتباع سياسة أكثر مرونة فى التعامل مع شركات الصرافة، حيث توقف عن إجراءات إغلاق بعض الشركات، كذلك تم تكثيف التعاون والتنسيق مع الجهاز المصرفى لتلبية الطلبات المتعلقة لدى البنوك لفتح الاعتمادات.

وقد ساهمت هذه الإجراءات فى تشجيع الأفراد فى التنازل عن النقد الأجنبى والتحول الى الادخار بالجنيه المصرى، مما أدى زيادة المعروض من الأجنبى، وتمكين البنوك من تلبية احتياجات عملائها، وهو ما ساهم فى القضاء نهائياً على السوق الموازية للنقد الأجنبى.

وقد أدت هذه التطورات الى تحسن سعر صرف الجنيه واستقراره كما هو مبين فى الجدول التالى:

الجدول رقم (65): تطور سعر صرف الجنيه امام الدولار فى الفترة 2002-2011.

السنوات	2002-2001	2003-2002	2004-2003	2005-2004	2006-2005	2007-2006	2008-2007	2009-2008	2010-2009	2011-2010
استثمار أجنبى فى محفظة الأوراق المالية	01	0.4-	0.22-	0.8	2.8	0.9-	1.4-	9.2-	7.9	2.5-
سعر صرف الجنيه أمام الدولار	450	603.3	619	577.9	575.2	567.9	534.2	558.7	568.1	596.0
نسبة التغير سعر الصرف %		3.4	2.6	-6.6	0.4-	1.2-	5.9-	4.5	1.6	4.9

المصدر: اعداد مختلفة لتقارير البنك المركزى المصرى.

فيلحظ من الجدول انه بعد تحرير سعر الصرف فى جانفى 2003 أدى الى انخفاض سعر صرف الجنية امام الدولار ولكن بنسبة تغير منخفضة قدرت بـ 2.6، وهذا كان متوقفاً كما سبق ذكره، ولكن بعد الإجراءات سابقة الذكر عاود الجنيه المصرى الارتفاع مقابل الدولار فى الاربعة سنوات الموالية بنسب لآباس بها، ولكن وبسبب الازمة المالية 2008، عاود الجنيه المصرى الانخفاض بنسبة 4.5 حتى اقل من بعض الاسواق الناشئة الأخرى، حيث بلغ الانخفاض ما بين 9.7 و24.8 فى كل من اندونيسيا، البرازيل، تركيا، المكسيك، وروسيا، وواصل الانخفاض الى سنة 2011 وذلك بسبب الأحداث السياسية الأخيرة فى مصر، ولكن بنسب كانت اقل من المتوقع من المؤسسات المالية الدولية، ومما سبق يؤكد قدرة البنك المركزى على ادارة سوق الصرف الأجنبى، ولكن مع تآكل الاحتياطى من العملات الأجنبى بسبب تدخلات البنك المركزى فى سوق الصرف كما رأينا سابقاً.

ومن خلال تتبعنا لسياسة سعر الصرف في مصر، تبين لنا ان هذه الاخيرة قامت بالتحريك التدريجي لسعر صرف الجنيه، حيث منذ سنة 1991 بدأت بوادر تحرير سعر الصرف حيث انتقلت من التثبيت الى التعويم المدار الى ان وصلت الى التحرير الكلي لسعر الصرف .

- وبمقارنة تغيرات الاستثمار الأجنبية مع تغيرات أسعار صرف الجنيه أمام الدولار يتضح نظريا أن سعر الصرف في مصر تأثر كثيرا بسبب حدوث أزمات اقتصادية دولية او الداخلية وتداعياته على الاقتصادي المصري، أدت بخروج المستثمر الأجنبي ،خاصة الاستثمار الأجنبية في محفظة الأوراق المالية ،فمثلا سنة (2008-2009) أي في أزمة المالية العالمية أدى إلى خروج 9.2 مليار دولار وانخفاض لسعر الصرف الجنيه ب: 4.5% وايضا في الازمة السياسية الاخيرة خروج 2.5 مليار دولار ادي الى انخفاض في سعر الجنيه بـ 4.9% (ولو لا تدخلات بنك المركزي المصري لمواجهة عمليات البيع الكبيرة لكانت انخفاضات أكبر، ولكن بالمقابل انخفض احتياطات الأجنبية لمصر كما لاحظناه في تحليل أداء الاقتصادي المصري)، إذن مبدئيا فإن الاستثمارات الأجنبية في محفظة الأوراق المالية هي التي لديها تأثير على سعر صرف الجنيه خاصة في ظل الازمات او الصدمات، وهذا ما حدث تقريبا في أزمة جنوب شرق آسيا ،وهذا ما يثبت ما في النظرية الاقتصادية وهي أن هناك علاقة تأثر وتأثير بين الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية المحلية وسوق الصرف الأجنبي ،فعند خروج رؤوس الأموال الأجنبية من الأسواق المالية المحلية تضغط على سعر صرف العملة المحلية بسبب ازدياد المعروض منها ،والعكس الانخفاض في سعر الصرف يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال المحلية ،وهذا بالطبع في ظل تحرير حساب رأس المال كما هو حاصل في مصر ،وللتوضيح اكثر نبين تطورات سعر الصرف وصافي استثمارات المحفظة الأجنبية في عام الازمة السياسية في مصر اي عام 2011 والربع الاول من عام 2012 كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (66): تغيرات اسعار الصرف والاستثمارات الأجنبية في ظل الازمة السياسية في مصر.

الزمن	الربع الاول 2011	الربع الثاني 2011	الربع الثالث 2011	الربع الرابع 2011	الربع الاول 2012
صافي تدفقات المحفظة المالية بالمليون دولار	5900,3	-1329,2	-5540	-1582	-1729,9
سعر الصرف	5,91	5,93	5,95	6,01	6,04

المصدر :النشرة الشهرية لديسمبر 2011 وافريل 2012 للبنك المركزي المصري والتقارير المالي الشهري لماي 2012 لوزارة المالية المصرية.

ويلاحظ كما سبق ذكره وهو الانخفاض المستمر لسعر صرف الجنيه مع خروج المستثمرين الاجانب من البورصة المصرية وأيضا بيع ادونات الخزانة المصرية ،اذن يمكن القول ان الظروف المحيطة بالسوق المالية هي التي اثرت على الاستثمارات الأجنبية وبالتالي اثرت على اسعار الصرف وأيضا اداء البورصة.

اذن وبعد ان وجدنا ولو نظريا ان هناك تأثير للاستثمار الأجنبي على اسعار صرف الجنيه كما بيناه في الجدول رقم 65، في المطلب الموالي سنقيس مدى تأثير هذه الاستثمارات الأجنبية على سعر الصرف من خلال نموذج الانحدار المتعدد.

المطلب الرابع: قياس اثر سوق الاوراق المالية المصرية على استقرار سعر صرف الجنيه المصري من خلال الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية (1997-2011).

يعتبر الاقتصاد القياسي التحليلي من اهم الادوات التي تقدر افتراضات النظرية الاقتصادية ،بقياسها عدديا بحيث يقربها من الواقع ،ولذلك في هذا المطلب سنقوم بقياس العلاقة ما بين اسواق الاوراق المالية المصرية وأسعار الصرف من خلال تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية وقد تم الاستعانة بأسلوب تحليل الانحدار المتعدد في تقدير العلاقة بينهما، فهذا الاخير يعتبر من اهم الاساليب التي يعتمد عليها الاقتصاد القياسي للكشف عن العلاقات بين المتغيرات وتفسيرها وتحديد اتجاهاتها، بمعنى تحديد المتغيرات المؤثرة في الظاهرة المدروسة واستبعاد المتغيرات التي ليس لها تأثير.

الفرع الاول: بناء النموذج

وسنحاول في هذا الفرع تحديد الاطار الزمني للنموذج وأيضا مصادر البيانات المستخدمة وفي الاخير تحديد متغيرات الدراسة.

أولاً- الاطار الزمني للنموذج ومصادر البيانات المستخدمة.

تمثل بيانات السلاسل الزمنية ،مشاهدات سنوية لكل متغير ،حيث بدأت فترة الدراسة من سنة 1997 بداية تدفق الاستثمارات الاجنبية الى البورصة المصرية (لأنه كما رأينا في المبحث الاول من هذا الفصل بدا التعامل الفعلي للأجانب في البورصة المصرية سنة 1996) الى غاية 2011، اما عن مصادر هذه البيانات او الاحصائيات فتم الحصول عليها من بيانات وإحصائيات البنك الدولي.

ثانيا- تحديد متغيرات الدراسة

1- المتغير التابع (المتغير الداخلي): ويتمثل في سعر الصرف الاسمي للجنيه المصري امام الدولار الامريكي ،اي وحدة واحدة من الجنيه المصري كم يقابله من وحدات الدولار ،ورمزنا له بـ RATE .

2- المتغيرات المستقلة (الخارجية): وتتضمن اهم المحددات المتعارف عليها والتي يمكن ان تؤثر على سعر الصرف ويدخل في النموذج ستة متغيرات مستقلة هي كالآتي:

- **النمو الاقتصادي (GE):** الذي يعبر عن التغيرات السنوية للنتائج المحلي الاجمالي وقد رمزنا له بـ GE. وقد توصل العديد من الباحثين الى وجود علاقة ايجابية بين النمو الاقتصادي وسعر الصرف، بحيث ان الارتفاع المتتالي للنمو الاقتصادي يؤدي الى زيادة انتاج استغلال الموارد الطبيعية ومن ثم زيادة صادرات الدولة والحصول على عائدات متعاضمة من النقد الاجنبي وبالتالي زيادة في قيمة العملة المحلية.¹
- **الاحتياطات الاجنبية (FR):** وتحتفظ به الدول لمقابلة الواردات، وأيضا المدفوعات الخارجية وقد رمزنا له بـ FR، ومعبرا عنه بالأسعار الجارية بالدولار الامريكي، وكلما كان حجم هذه الاحتياطات كبيرا كلما كان مؤشر امان بالنسبة للمستثمرين الاجانب وبالتالي المحافظة على استقرار اسعار الصرف.
- **معدل التضخم (INF):** ويعتبر من اهم مؤشرات السياسة النقدية ورمزنا له بالرمز INF معبرا عنه بنسبة مئوية، ويؤثر ارتفاعه خاصة على اسعار السلع المصدرة الامر الذي يقلل من مقدرتها على المنافسة خارجيا، وفي نفس الوقت فان الطلب على السلع المستوردة يتزايد، مما يؤثر على حركة ميزان المدفوعات وبالتالي على استقرار سعر الصرف.
- **شروط التبادل التجاري (TOT):** يتمثل في نسبة الصادرات على الواردات، فيمثل الانخفاض النسبي للصادرات (بالنسبة للواردات) تدهورا في شروط التبادل التجارة، بينما يعني الارتفاع النسبي للصادرات تحسنا في شروط التجارة، ومن المتوقع وجود علاقة طردية مع سعر الصرف، اي ان تحسن في شروط التجارة معناه ارتفاع قيمة الصادرات وبالتالي الحصول على المزيد من العملة الاجنبية وهذا يؤدي الى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع قيمتها، ورمزنا له بالرمز TOT، معبرا عنه بنسبة مئوية.
- **درجة الانفتاح على العالم الخارجي (DOP):** وقد رمزنا لها بالرمز DOP معبرا عنها بالنسب المئوية، وتتمثل في مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.²
- **صافي تدفقات استثمارات المحافظة المالية (PORT):** وهي عبارة عن صافي تدفقات استثمارات الاجانب الوافدة الى البورصة المصرية، وقد رمزنا لها بالرمز PORT، معبرا عنها بالأسعار الجارية بالدولار الامريكي، وقد اكدت الكثير من الدراسات على ايجابية العلاقة بين هذه التدفقات وسعر الصرف.

¹ حيدر عباس حسين، مصطفى عبد النبي، سلمى محمد صالح، مرجع سابق، ص14.

² لمعرفة علاقة هذا المتغير بسعر الصرف انظر المبحث الثاني من الفصل الثاني حول محددات سعر الصرف.

الفرع الثاني: طريقة القياس ونتائج التقدير

بعد ان تم تحديد ووصف المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للنموذج، في الاتي سنقوم بوضع هذه المتغيرات في صيغة رياضية مناسبة وتكون الدالة كما يلي:

$$RATE=B_0+B_1TOT+B_2PORT+B_3FR+B_4INF+B_5GE+B_6DOP+e_i$$

حيث :

e_i : الخطأ العشوائي ويتضمن المتغيرات التي لم ترد بالنموذج .

$B_1, B_2, B_3, B_4, B_5, B_6$: معاملات النموذج.

وكاي نموذج انحدار فهو يفترض مايلي:

- ان RATE :دالة خطية في كل من DOP، GE، INF، FR، PORT،TOT
- ان القيمة المتوقعة لحد الخطأ تساوي الصفر وان تباينه يكون ثابتا اي بمعنى:

$$var(e_i)=E^2 \quad , \quad E(e_i) = 0$$

- ان الخطأ يكون مستقلا عن المتغيرات المستقلة بالنسبة لكل مشاهدة .

- ان يكون حد الخطأ موزعا توزيعا طبيعيا.

- ان تكون درجات الحرية موجبة.

- عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات الخارجية.

وقد تم استخدام طريقة تحليل الانحدار المتعدد الراجع لتحديد العلاقة بين كل من سعر الصرف الجنيه المصري مع المتغيرات الاقتصادية سابقة الذكر خلال الفترة (1997-2011) ،حيث نقوم بادخال كل المتغيرات الى النموذج ثم يتم حذف اضعف المتغيرات او اقلها اسهاما، ويتم تقييم النموذج بعد الحذف، وإذا ادى ذلك الى اضعاف النموذج يعاد ادخال المتغير، واذا لم يتاثر النموذج يتم حذف المتغير، ويتم تكرار هذا الاجراء حتى يصل النموذج الى افضل مجموعة من المتغيرات¹، وفيما يتعلق بمعالجة البيانات سيتم استخدام برنامج خاص بالاقتصاد القياسي والمتمثل في البرنامج الاحصائي (Eviews) للحصول على نتائج دقيقة، وذلك بالاعتماد على المعطيات المتوفرة في الملحق رقم "05" الذي يلخص كل المتغيرات التي يشملها النموذج.

وبالاعتماد على هذه المعطيات وبناءا على مخرجات برنامج (Eviews) الموضحة في الملحق رقم "06" نتحصل على المعادلة التالية:

$$RATE=0.661-0.005 TOT+7.77^E-12 PORT+6.55^E-14FR+0.0009INF+0.005GE-0.0004DOP..... (1)$$

$$R^2=95.90\%$$

$$F=31.23$$

$$Prob(F)=0.000039$$

$$R^2=92.83\%$$

$$D.W=2.025$$

¹ دوخي عبد الرحيم حنيطي، ورقة بحث في التحليل الاحصائي SPSS بعنوان: تحليل الانحدار المتعدد، كلية العلوم التربوية، 2007/2008، ص

تظهر نتائج التحليل الإحصائي ارتفاع المعنوية الإحصائية للنموذج من خلال احتمالية فيشر كما هي موضحة أقل من درجة المعنوية 0.05، وأيضاً ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج الموضحة بواسطة معامل التحديد حيث وصلت إلى 95% .

وهذا يدل على الأقل أن هناك متغير مستقل يؤثر أو يحدد سعر صرف الجنيه المصري، وبعد القيام في كل مرة بحذف متغير مستق الأقل قوة معنوية، حصلنا النموذج النهائي كما في الملحق رقم " 07 " ومنه تكون الدالة كما يلي:

$$\text{RATE}=0.678-0.00584 \text{ TOT}+8.11^E-12 \text{ PORT} \dots\dots\dots(2)$$

$$(13.49) \quad (2.25)$$

$$R^2=94.01\% \quad F=94.21 \quad \text{Prob}(F)=0.000000$$

$$R^2=93.01\% \quad DW=1.794$$

الفرع الثالث: تقييم واختبار النموذج

وبعد إيجاد وتقدير النموذج المناسب للدراسة سنقوم في هذه المرحلة بتقييم واختبار المعلمات وتحليل النتائج من الناحية الإحصائية والاقتصادية وأخيراً القياسية.

أولاً- التقييم الإحصائي للنموذج

1- اختبار معامل التحديد R^2 : لدينا هذا المعامل يقدر بـ 0.9401 مما يعني أن النموذج له قدرة تفسيرية عالية جداً، وتشير إلى أن 94.01% من التغيرات الحاصلة في سعر صرف الجنيه كان سببها التغيرات في الصادرات والواردات، وأيضاً تدفقات الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، في حين أن حوالي 6% تفسرها متغيرات أخرى، وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح (R^2) والبالغة 0.9301، وبالتالي تؤكد ما سبق بأن النموذج ذا جودة عالية.

2- اختبار ستودنت (T): يستخدم لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات.

- **فرضة العدم:** وتتص على عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_0 : B_1 = B_2 \dots\dots\dots = 0 \text{ اي}$$

- **الفرضية البديلة:** وتتص على وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_1 : B_1 \neq B_2 \dots\dots\dots \neq 0 \text{ اي}$$

ففي مستوى معنوية 5% (أي مستوى ثقة 95%) نقارن بين القيم المحسوبة لـ T لكل متغير (الموضحة بالقيم بين قوسين في المعادلة رقم 2) والقيمة الجدولية التي تقدر بـ 2.145، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم أي المعلمة لها معنوية إحصائية ومنه:

- من اجل المعلمة (B_1) للمتغير المستقل شروط التجارة نلاحظ ان T المحتسبة تساوي 13.49 وهي اكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5% ومنه نقبل الفرضية البديلة اي ان B_1 معوية احصائيا ،وان متغير شروط التجارة معنوي وذو دلالة احصائية عند مستوى ثقة 95%.
- من اجل المعلمة B_2 للمتغير المستقل صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية ،نلاحظ ان T المحتسبة وهي 2.25 اكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5 % ،ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، اي ان صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في الحفظة المالية معنوي ذو دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%.

3- اختبار فيشر F :

ويستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في ان واحد ،ويستخدم ايضا فرضية العدم والفرضية البديلة كما سبق ذكره.

ويتم اختبار المعنوية الكلية من خلال مقارنة F المحتسبة مع القيمة الجدولية ،بالاعتماد على درجات حرية الانحدار ($k-1$) ودرجات حرية الخطأ ($n-k$) ،فاذا كانت قيمة فيشر المحتسبة اكبر من الجدولية فإننا نقبل الفرضية البديلة، اما اذا كانت اقل فنرفض هذه الفرضية، وبالنسبة للنموذج المدروس نجد ان F المحتسبة تساوي 94.21 وهي اكبر بكثير من القيمة الجدولية والمقدرة بـ 3.81 عند درجة ثقة 95% وهذا يدل على ان معادلة الانحدار الاجمالية معنوية احصائيا، وبهذا نقول من خلال التقييم الاحصائي ان النموذج مقبول احصائيا.

ثانيا- التقييم القياسي: ويشير اختبار دوربن واتسون (D.W) الى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي عند مستوى معنوية (0.05) ،اذ بلغت قيمته المحتسبة 1.7949 كما هو مبين في المعادلة رقم 2 ،وهي اكبر من الحدين الادنى ($dl=0.95$) والاعلى ($du=1.54$) وفي الوقت نفسه اقل من قيمة ($4-du$) والبالغة 2.46 اي:

$$du < D.W < 4-du$$

$$1.54 < 1.79 < 2.46$$

ثالثا: المعيار الاقتصادي:

اما فيما يتعلق بالتحليل الاقتصادي ،فتشير نتائج التقدير الى ان العلاقة بين المتغيرات المفسرة ومتغير التابع تتوافق مع ما هو وارد بالنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة.

1- فبالنسبة لشروط التبادل التجاري TOT :

وقد بينت النتائج ان تدهور شروط التجارة الخارجية (انخفاض الصادرات بالمقارنة مع الواردات) يؤدي الى تدهور قيمة الجنيه المصري ،وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية. ونعطي مثال في حالة ارتفاع قيمة الصادرات عن الواردات يؤثر على حركة الحساب الجاري بتشكيل فائض يؤدي الى زيادة العملات الاجنبية وتراكمها مما يؤدي الى ارتفاع قيمة العملة المحلية.

2- بالنسبة لـصافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية PORT:

يتضح من التقديرات الواردة في المعادلة رقم 2 هو وجود علاقة طردية واضحة بين صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية وسعر الصرف حسب ما تظهره اشارة المعلمة B_2 ، وهو ما يتوافق مع ما هو وارد بالنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، فزيادة تدفقات الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية، يؤدي الى زيادة الطلب على العملة المحلية، وبالتالي ارتفاع قيمتها، ولكن في الحالة المصرية نلاحظ ان تأثير الاستثمار الاجنبي الموجود في البورصة المصرية كان ضعيفا جدا يكاد ينعدم، حيث ان زيادة تدفقات الاستثمار الاجنبي بـ1% يؤدي الى زيادة سعر الصرف بـ $8.11E-12$ وحدة.

وفي الاخير نقول ان المتغيرات المستقلة مقبولة من الناحية الاقتصادية، و ان من اهم محددات سعر صرف الجنيه المصري في المقام الاول تغيرات الصادرات والواردات، اما صافي تدفقات الاستثمار الاجنبي في البورصة المصرية فتأثيره ضعيف جدا.

وبعد ان ان تأكدنا من ان الاستثمار الاجنبي في البورصة المصرية يؤثر على سعر صرف الجنيه، هذا يعني ان سوق الاوراق المصرية تؤثر على سوق الصرف او سعر الصرف الجنيه، من خلال سلوك المستثمر الاجنبي الذي يتأثر بعوامل داخلية خاصة بالبورصة وأخرى خارجها، ولاحظنا من خلال ما سبق ان تغيرات المؤشر العام تؤثر على سلوك المستثمر الاجنبي.

اذن يمكن القول ان بورصة الاوراق المالية المصرية تؤثر على سعر صرف الجنيه المصري من خلال الاستثمار الاجنبي فيها وتحديدا من خلال التغير في سلوك المستثمر الاجنبي لأي ظرف مثل تغيرات المؤشر العام .

خلاصة الفصل :

نستخلص من هذا الفصل ما يلي:

- شهدت جمهورية مصر العربية في تسعينات القرن الماضي اصلاحات كبيرة وهامة ،مدعومة من طرف صندوق النقد الدولي، وكانت نتائجها مميزة خاصة في تحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي لمصر.
- اما اداء الاقتصاد المصري في الفترة 2001 الى 2011 جاء غير مستقر، وذلك بسبب الازمات الداخلية والخارجية التي اثرت على اداءه.
- ارتباط اداء البورصة المصرية بأداء الاقتصاد ككل، اي اصبح هذا الاخير من اهم محدداتها وأيضا تأثرت المحيط الداخلي خاصة بالأزمة السياسية الاخيرة وأيضا الازمة العالمية 2008 وهذا يدل زيادة كفاءة هذه البورصة.
- تطورت البورصة المصرية في عدة مجالات مواكبة للتغيرات العالمية خاصة في جانبها التنظيمي، وفصل الهيئة التنفيذية عن الرقابية والتشريعية، ولكن تبقى بعيدة عن البورصات العالمية باعتبارها اقدم بورصات العالم.
- اما فيما يتعلق بتدفقات الاستثمار الأجنبي فمصر فتحت اسواقها على مختلف الاستثمارات الأجنبية بدون استثناء، على عكس الدول الناشئة الاخرى التي فتحت اسواقها اولا على الاستثمارات الأجنبية الاكثر استقرارا اي تحرر تدريجي.
- تأثرت تدفقات الاستثمارات الأجنبية خاصة في المحافظة المالية بالأزمات المالية، التي مرت بها، وهذا ما يثبت انها اموال ساخنة اي جاءت من اجل المضاربة، ويبين احد اهم مساوئ تحرير حساب راس المال.
- ان في مصر الاستثمارات الأجنبية في المحافظة المالية هي الاكثر تقلبا من الاستثمارات الأجنبية الاخرى، اذا من الناحية النظرية هي الاكثر تأثيرا على سعر الصرف.
- لاحظنا ان قيمة الاستثمارات الأجنبية في الاسهم بالمقارنة مع الرأسمال السوقي للأسهم كانت ضعيفة جدا، ولكن تعاملاتهم كانت بنسب مرتفعة نوعا ما، وهذا ما يؤكد على هدف المضاربة لهؤلاء، وأيضا تأثير تعاملات الاجانب على اداء البورصة رغم ان نسبتهم اقل بكثير من تعاملات المصريين، وهذا لتحكمهم في اتجاهات الاسعار .
- تدرجت مصر في سياسة سعر الصرف من التثبيت الى التعويم اي القيام بالتحريك الوقائي ونجحت الى حد ما، حيث لاحظنا ذلك من استقرار في اسعار الصرف لولا الازمات التي مرت وتمر بها مصر، حيث تأثر سعر الصرف كثيرا بخروج الاستثمار الأجنبي خاصة في المحافظة المالية.
- ويمكننا القول انه على الرغم من الجهود الفائقة التي تبذل لتطوير السوق، وجذب المزيد من التدفقات الرأسمالية، إلا ان الطريق مازال طويلا لكيفية التعامل الجيد مع هذه التدفقات، فليس

المهم هو جذب حجم اكبر من هذه التدفقات، ولكن المهم ايضا العمل على الاستفادة من هذه الاستثمارات (التي تعتبر اكثر انواع الاستثمار تقلبا) مع تجنب مخاطر هذه الاستثمارات بقدر الامكان .

- اما من خلال النموذج الاحصائي تبين لنا تأثير تدفقات الاستثمارات الاجنبية على سعر الصرف الجنيه، ولكن تأثيره ضعيف جدا ،وأیضا رأينا كيف ان سلوك المستثمر الاجنبي يتأثر بتغيرات المؤشر العام للبورصة، وبهذا يمكن القول ان هناك علاقة تأثير لبورصة الاوراق المالية المصرية على سعر صرف الجنيه المصري.

الخاتمة العامة:

1- الخلاصة عامة:

إن ظاهرة العولمة اخذة في الانتشار في جميع قارات العالم، وان كانت بدرجات متفاوتة بحيث اصبح من الصعب تجاهلها او التقليل من شأنها، كما انها ستستمر مع استمرار التطور في التكنولوجيا والاتصالات، والعولمة تعبر في جوهرها عن تلاشي اثر الحدود الجغرافية والسياسية امام حركة التجارة الدولية وتدفقات رؤوس الاموال ونقل التكنولوجيا، وهو الامر الذي ادى الى زيادة اوجه الترابط والتشابك وعلاقة التأثير والتأثير المتبادل بين مختلف الدول وأسواق العالم.

ولقد تبين من خلال هذه الدراسة ان للأسواق المالية الناشئة دلائل كثيرة على قدرتها في تعبئة رؤوس الاموال وتحقيق اداء بين الاسواق المالية العالمية، كما اظهرت ايضا ان الاسواق المالية الناشئة تساهم مساهمة كبيرة في تحقيق التنمية في بيئة اقتصادية عالمية تتميز بتحرير النشاط الاقتصادي واعتماد الية السوق في تخصيص الموارد.

وزاد في نمو وتطور هذه الاسواق الطفرة الكبيرة في تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية، والتي كان لها دور كبير في تخصيص الموارد، علاج المديونية الخارجية وأيضاً دورها في تنمية سوق راس المال، خاصة في تسعينات القرن الماضي وحتى وقتنا هذا، وكانت عدة عوامل لزيادة هذه التدفقات، منها عوامل التي تتمثل في انخفاض الفائدة في الاسواق العالمية (خاصة السوق الامريكى)، زيادة التنويع الدولي لمحفظه الاوراق المالية وأيضاً زيادة السيولة العالمية.

اما العوامل الداخلية فتمثلت في العوامل التي توافرت داخل هذه الاسواق ومنها ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، تبني برامج الاصلاح الاقتصادي والذي ادى الى ازدياد عمليات الخصخصة، انخفاض معدلات التضخم واستقرار اسعار الصرف، وأيضاً هناك عوامل داخلية خاصة بأسواق راس المال من اهمها، تطور اداء البورصات الناشئة من ارتفاع في معدل راس المال السوقي، ارتفاع العوائد والأرباح وزيادة درجة السيولة في هذه الاسواق.

لكن لم تسلم هذه الاسواق من النكسات الاقتصادية والمالية لعدة اسباب مذكورة في الدراسة ومن اهمها هذه التدفقات المالية، فالتدفق العكسي لهذه الاستثمارات خاصة في سوق الاوراق المالية ادى الى حدوث ازمات مالية مفاجئة ادت الى انهيار اسواق راس المال وانتقالها الى اسواق الصرف والعكس، لأنه كما رأينا من خلال ازمة جنوب شرق اسيا هناك علاقة تأثير وتأثر بين هذين السوقين.

اما فيما يخص اسواق راس المال العربية، والتي يمكن اعتبارها اسواق اوراق مالية وطنية ناشئة، فلم تستطع الاندماج في اسواق المال العالمية الذي اصبح واقعا ملموسا مثل بقية الاسواق المالية الناشئة الاكثر تطورا، رغم برامج الاصلاح الاقتصادي الذي قامت به العديد من الدول العربية، والذي تركز جانب كبير منها في اصلاح النظام المالي، وبالأخص اسواق الاوراق المالية العربية، حيث

لاحظنا من خلال التطور التنظيمي لهذه الاسواق ،محاولتها تحديث هذه البورصات بالاستعانة بما هو موجود في البورصات المتقدمة من خلال ،الاعتماد على انظمة تداول متطورة جدا اي استخدام التكنولوجيا العالية ،ايضا تطوير انظمة الافصاح والإدراج ،وفصل الهيئات الرقابية والتشريعية عن التنفيذية ،وكلها تهدف الى جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية ،ورغم كل هذا إلا ان التدفقات الرأسمالية للبورصات العربية تبقى ضعيفة بالمقارنة بالأسواق المالية الناشئة في اسيا وأمريكا اللاتينية او البورصات المتقدمة.

وبرز ذلك من خلال دراستنا لواقع الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية الذي كان متذبذبا وضعيفا في معظم الدول العربية ومختلفا ايضا ،وذلك بسبب ان معظم البورصات العربية لديها عراقيل ومعوقات ،منها ضيق سوق السندات ،ايضا عدم تنوع في الاوراق المالية المتداولة ،ونقص الشركات العاملة في مجال الاوراق المالية، وعدم الاهتمام بالإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في البورصات العربية والذي يعتبر من اهم عوامل جذب الاستثمار الاجنبي.

وأیضا لوجود تقييد على الاستثمار الاجنبي بالبورصات العربية من خلال اشتراط نسب معينة للاستثمار فيها ،او عدم السماح للأجانب للاستثمار مباشرة في البورصة ،كما هو مطبق في اكبر بورصة في الدول العربية حجما (العربية السعودية) وأيضا لتقييد حركة تدفقات الاستثمارات الاجنبية في الحافظة على عكس الاستثمار الاجنبي المباشر في ميزان المدفوعات ،وحتى للتي قامت بتنازلات كبيرة جدا وقامت بالتحريم الكامل للبورصة وانفتاحها الكلي على الاجانب وأيضا قيامها بتحرير حساب راسمالها بمختلف عناصره دون استثناء ،مازال الاستثمار الاجنبي ورغم نموه إلا انه يبقى ضعيفا بالمقارنة مع الاسواق مالية الناشئة ،ومن اهم هذه البورصات البورصة المصرية والمغربية.

ورغم ضعف هذه الاستثمارات وتعاملات الاجانب في البورصة المصرية -وهي كحالة ممثلة للبورصات العربية- إلا انها تأثيرها على اداء البورصة كان كبيرا ،خاصة سيولة السوق وتقلبات العائد فيها ،اي انهم يتحكمون في اتجاه الاسعار ،وهذا يشكل خطرا كبيرا خاصة في ظل تحرير حساب راس المال، وهذا ما حدث فعلا بمجرد وقوع ازمة سياسية وأمنية واقتصادية حتى ادت الى تدفقات عكسية للاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية في مصر ،وهذا ما اثر على اداء البورصة ومنيت بخسائر كبيرة جدا ،وامتدت ايضا وضغطت على اسعار صرف الجنيه المصري ،وهذا يدل على وجود علاقة بين سوق الاوراق المالية وسوق الصرف من خلال تدفقات الاستثمار الاجنبي خاصة في المحفظة المالية في مصر وهذا ما تأكد من خلال النموذج الاحصائي الذي اكد وجود علاقة بين السوقين من خلال الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية ، وأيضا اكد ان الاستثمار الاجنبي ليس هو السبب المباشر في هذا التأثير بل الظروف الاقتصادية والسياسية المتحكمة في سلوك المستثمر الاجنبي هي التي تتحكم في العلاقة بين السوقين مثل الازمات ايضا تغيرات المؤشر العام للبورصة

...الى غير ذلك ،ومع الاشارة لاعتماد مصر على نظام سعر صرف مرن الذي خفض من وقع الخسائر في سوق الصرف نوعا ما خاصة سوق مابين البنوك الدولارى.

وبذكر نظام التعويم في مصر الذي يسمح بتحريك اسعار الصرف هبوطا وصعودا بسبب عدة متغيرات منها تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية ،فالكثير من الدول العربية تنتهج نظام سعر صرف اسمى ارتكازى بعملة (الربط بعملة خاصة الدولار) ،خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي ،بالتالى فسعر الصرف في هذه الدول يتأثر بعملة الارتكاز او الربط ،إلا في حدوث ازمة فتحدث ضغوط على العملة المحلية يجبر السلطات النقدية اما الدفاع عنها او تخفيضها مثلما حدث في ازمة جنوب شرق اسيا ،وهذا النظام يحتاج الى تغطيته باحتياطات نقد اجنبي كبيرة،اما باقى الدول ومنها الجزائر وتونس والسودان فاخترت التعويم المدار ،ولكن الاستثمارات في المحفظة تبقى ضعيفة جدا بالمقارنة مع بالاستثمارات الاخرى ،وأیضا بسبب تقييد هذه الاستثمارات في حساب راس المال ،وذلك خوفا من حدوث مضاربات وأزمات مالية ،وبالتالى ليس لها تأثير كبير في سوق الصرف.

2- نتائج الدراسة:

وبناء على الاهداف المرجوة من هذه الدراسة ومحاولة الاجابة على الاشكالية توصلنا الى النتائج التالية:

- 1- ظاهرة العولمة بصفة عامة والعولمة المالية بصفة خاصة كان لها الاثر في انتقال الازمات المالية بين الدول التي يجمعها كيان اقتصادي واحد مثل دول جنوب شرق اسيا من خلال تجمع الاسيان او منطقة جغرافية واحدة مثل دول امريكا اللاتينية.
- 2- تزيد التدفقات العكسية لرؤوس الاموال قصيرة الاجل من حدة الازمة ،حيث تؤثر على استقرار سوق الاوراق المالية وسوق العملات اللذان لهما علاقة وثيقة، اذا لم يتحكم في هذه العلاقة تؤدي الى نتائج وخيمة على السوقين والاقتصاد ككل.
- 3- نستطيع القول ان اثر تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل (التمثلة في الاستثمار في الاوراق المالية) ،يظهر جليا من خلال الاثر على الحساب الرأسمالي، وكذلك من خلال التأثير على سعر الصرف ،اما باقى المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج المحلى الاجمالي، الموازنة العامة للدولة ،التضخم ...الى غير ذلك ،فالاستثمارات الاجنبية المباشرة سوف يكون لها التأثير الاكبر على تلك المتغيرات.
- 4- يعد عدم وجود رقابة على حركات رؤوس الاموال من والى الدولة من العوامل التي تساعد على وجود ازمات مالية.
- 5- يمكن الحد من خطورة تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل وذلك بتقييد حركة هذه التدفقات ،وذلك كما فعلت ماليزيا ونجحت في ذلك.

- 6- وجود سعر صرف مرن يحمي من تعرض البلاد لازمات عملة، فمرونة سعر الصرف تسمح بتغيير العملة هبوطا وصعودا وفقا لقوى السوق وهذه القوى قادرة على تصحيح الاوضاع على عكس نظام سعر الصرف الثابت الذي زاد من حدة الازمة خاصة في ظل تحرير حساب راس المال، ولكن لا يمكن الجزم بأفضلية نظام للصرف دون الاخر، فالمسألة ليست التثبيت الدائم او المرونة الكاملة، ولكن درجة المرونة المطلوبة في ظروف معينة يعتمد على تقدير العوامل المساعدة لزيادة التدفقات الرأسمالية للدولة وظروف وخصائص كل دولة.
- 7- تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية خاصة في المحفظة المالية لا تشكل السبب الرئيسي في حدوث الازمات المالية وإنما هي العامل المنشط للإسراع بوقوع الازمة فوجود خلل ما بالاقتصاد يعد السبب الرئيسي لوقوع الازمة ويتوقف دور التدفقات هنا على رد الفعل والذي غالبا ما يزيد ويعمق الازمة، وهذا ما حدث في الازمة المالية في الدول الاسيوية وأيضا في مصر في الاونة الاخيرة فالأزمة السياسية والأمنية هي التي اثرت على سلوك الاجانب وقرروا الرحيل الجماعي عن هذه الدولة اي ان محددات الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية هي السبب الرئيسي في اندلاع الازمات.
- 8- يمكننا القول انه على الرغم من الجهود الفاتقة التي تبذل لتطوير اسواق الاوراق المالية العربية لجذب المزيد من التدفقات الرأسمالية إلا ان الطريق مازال طويلا لكيفية التعامل الكفؤ مع هذه التدفقات، فليس المهم فقط جذب حجم كبير من هذه التدفقات، ولكن المهم ايضا العمل على الاستفادة من هذه التدفقات (التي تعتبر اكثر الاستثمارات تقبلا)، مع تجنب مخاطر هذه الاستثمارات بقدر الامكان، وهو ما انتهجه العديد من الدول الناشئة.
- 9- التأثير الكبير لتعاملات الاجانب على اداء البورصة في مصر رغم انخفاض نصيبهم في الملكية، وهذا ما يدل على تحكمهم في اتجاه الاسعار، ويؤكد الهدف المضاربي لهذه الاستثمارات وخروجهم في اي لحظة يشعرون بها بالخطر مثل الازمة الاخيرة.
- 10- استخدمت مصر كأغلبية الدول العربية التحرير الوقائي فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف حيث بدأت بالتثبيت الى ان وصلت الى تحرير سعر الصرف، وهو ما ادى الى استقرار اسعار الصرف إلا في الازمات (2008 والأزمة السياسية الاخيرة)، والتي ادت الى خروج الاستثمارات الاجنبية، ولكن جاء انخفاض سعر الصرف ضعيف وكانت اقل من المتوقع، وهذا يدل على ان النظام المرن اصلح في مصر وخاصة انها لا تملك احتياطي كافي من النقد الاجنبي يحميها في حالة تثبيت اسعار الصرف.

11- يفضل عند فتح المجال امام الاستثمارات الاجنبية ،التدرج من الاستثمارات الاكثر استقرارا الى الاقل وهكذا خاصة في بداية فتح اسواقها المالية،وهذا ما تقوم به العديد من الدول العربية إلا مصر وهذا ما عليها تستقطب الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية بكثرة خاصة في التسعينيات بسبب خاصة الإصلاحات التي قامت بها في هذه الفترة ولكن بعد سنة 2000 لاحظنا هناك عدم استقرار لهذه الاستثمارات وهذا بسبب الازمات التي مر بها الاقتصاد المصري.

12- تبين ان معظم البورصات العربية حققت قفزة نوعية خاصة في الشق التنظيمي والتشريعي والرقابي لهذه الاسواق ،ولكن تبقى بعيدة عن الدول المتقدمة، وحتى الدول الناشئة الأخرى خاصة الدول الآسيوية ،فانفتاحها على الاستثمار الاجنبي يتسم بالضعف في اغلب البورصات العربية، حيث تتراوح مساهمة الاجانب في المكية سنة 2010 بين 8.4% بالكويت ونحو 50% بالنسبة لسوق عمان للأوراق المالية ،كما ان مساهمة الاجانب في اجمالي تعاملات السوق خلال نفس العام ،كانت ما بين 6.5% بالنسبة للسوق السعودي و 44% بالنسبة لسوق دبي.

13- فهناك معوقات كبيرة للاستثمار في البورصات العربية ،فمنها عدم تنوع الاوراق المالية المتداولة فيها خاصة الاوراق المالية الاسلامية ،ايضا عدم كفاية الشركات العاملة فيها ،وخاصة صناعات السوق الذين يقومون بتحقيق التوازن في السوق ،واخطر شي هو عدم الاهتمام بالإفصاح لدى الشركات المدرجة في اغلب البورصات العربية.

14- ان تأثير الاجانب على اداء البورصة وسعر الصرف في مصر خاصة تحكمه عدة عناصر هي تحرير وتقييد الحساب الرأسمالي ،التنظيم الداخلي للبورصة وسلوك تعاملات الاجانب وأيضا نوع نظام سعر الصرف،والتحدي الحقيقي الذي يجب مواجهته هو الكيفية التي يمكن من خلالها تحويل تعاملات الاجانب البورصة الى استثمار طويل الاجل.

3-اختبار الفرضيات:

• **الفرضية الاولى :** تؤثر تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية على

استقرار اسواق الاوراق المالية وأسعار الصرف في ان واحد؟

تعرضت الدراسة لأحداث ازمة جنوب شرق اسيا مع بيان دور استثمارات الاجنبية في المحفظة المالية وخروجها من السوق في اعقاب ازمة العملة والمصرفية والنتائج المتحصل عليها توافق مع الفرض الاول، حيث ان خروج المستثمرين الاجانب بشكل مفاجئ وبكميات كبيرة ادى الى انهيار في سوق الاوراق المالية والذي زاد من حدة

ازمة العملة بالضغط على انخفاض سعر الصرف في هذه الدول وهذا ما نطبق على مصر في الازمة السياسية الاخيرة والتي اثرت على اداء البورصة وايضا سعر الجنيه.

- **الفرضية الثانية :** يمكن الحد من مخاطر تدفقات الاستثمارات الاجنبية في محفظة الاوراق المالية؟

من خلال التعرف على الاجراءات التي اتخذتها ماليزيا في اعقاب الازمة ،بفرض قيود على حركة رؤوس الاموال في المحفظة المالية ،والتي مكنتها من التغلب سريعا من تلك الازمة وشرع الاقتصاد الماليزي في التعافي شيئا فشيئا ومن ثم يمكن الحد من تأثير الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية في حالة وجود رقابة على دخول وخروج تلك التدفقات.

- **الفرضية الثالثة:** تعتبر تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل هي السبب الرئيسي في وقوع الازمات المالية بالدول الناشئة؟

تشير النتائج المتحصل عليها من دراسة الازمات المالية التي تعرضت لها الدول الناشئة ان تدفقات الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية ليست هي السبب الرئيسي في حدوث الازمة المالية ،حيث تتأثر تلك التدفقات بالأوضاع الاقتصادية السائدة في الدولة وبناءا عليها تقرر الاستمرار او الرحيل مسببة اثارا تزيد من حدة الاوضاع السائدة ،وهذا ما حصل في مصر في السنتين الاخيرتين حيث لاحظنا ان الاوضاع السياسية والاقتصادية هي التي اثرت على المستثمرين الاجانب وقرروا الرحيل وبالتالي حدوث اثار سلبية على اسعار الصرف وأيضا على اداء البورصة.

- **الفرضية الرابعة:** نظام سعر الصرف المرن يحمي الدولة من ازمات العملة على عكس نظام سعر صرف الثابت في ظل تحرير حساب راس المال ؟

من خلال دراسة الازمة المالية في جنوب شرق اسيا تبين ان هذا الفرض صحيح ،فجميع دول الازمة كانت تتبع نظام سعر الصرف الثابت والذي زاد من حدة الازمة خاصة مع تحرير حساب راس المال ،الذي يؤدي الى تآكل الاحتياطات الاجنبية وارتفاع اسعار الفائدة من ال الحفاظ على قيمة العملة المحلية ،وتخلت عنه وهذه معظم هذه الدول بشكل تدريجي لأسعار صرف عائمة جنبها انهيارات اخرى وخسارة المزيد من احتياطاتها ،ايضا بدراسة الاوضاع الالية في مصر في الازمة الاخيرة يلاحظ صحيح تأثر اسعار الصرف بسبب خروج الاجانب ونقص الموارد بالنقد الاجنبي ولكن كانت اقل حدة ومن المتوقع من المؤسسات الدولية وهذا لان نظام سعر الصرف يعطي مرونة في التعامل مع تدفقات الاستثمارات الاجنبية حتى اتخاذ اجراءات للخروج من الازمة.

- **الفرضية الخامسة:** تؤثر الاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على استقرار اسعار الصرف في مصر؟
- من خلال النموذج توصلنا الى ان تدفقات الاجنبية في المحفظة المالية تؤثر على سعر الصرف ولكن ليست من المحددات الرئيسية لسعر الصرف في مصر وذلك لتأثيرها الضعيف جدا ،والذي يزداد خاصة في حالة حدوث ازمات اقتصادية او سياسية كما يحدث الان في مصر، اي في حالة الخروج الجماعي للاستثمارات الاجنبية.
- 4- التوصيات :** ومن خلال النتائج السابقة يمكن ابدء الاقتراحات والتوصيات التالية:
 - **للد من مخاطر تدفقات رؤوس الاموال قصيرة وأيضا الوقوع في الازمات المالية :**
 - **يجب الاتجاه نحو الاصلاح قبل تحرير سوق الاوراق المالية وذلك من خلال :**
 - اجراء اصلاحات هيكلية للد من مخاطر التغيرات التي تؤدي الى زعزعة ثقة المستثمرين عند اتضاح المشاكل الاقتصادية والمالية.
 - تطوير جهاز الافصاح عن المعلومات والشفافية.
 - وجود سوق اوراق مالية يتمتع ببنية اساسية قوية قائمة على مجموعة من القواعد والإجراءات التنظيمية والرقابية الواضحة والمحددة.
 - كذلك التنوع في الادوات المتاحة بحيث يمكن من خلالها ادارة التدفقات الاجنبية.
 - * **والتسلسل المنظم لتحرير حساب راس المال وذلك من خلال:**
 - وضع قيود وسياسيات للتحكم في الطلب على رؤوس الاموال الاجنبية قصيرة الاجل للد من تدفقها.
 - الاحتفاظ بمستويات اعلى من احتياطات النقد الاجنبي لمواجهة الازمات حال حدوثها.
 - * **مع الرقابة المالية الحذرة على هذه التدفقات وذلك من خلال :**
 - دراسة سلوك المستثمر الاجنبي داخل الاسواق العربية لإيجاد السياسات المناسبة اتجاه هذه السلوكيات والعمل على استقرارها.
- **ضرورة انشاء نظام معلومات كفو لتتبع حركة دخول وخروج استثمارات الحافظة وفترة مكوث وتحويل الاموال الناجمة عن تعاملات الاجانب.**
- **يجب أن يكون التحول إلى التعويم بشكل تدريجي كان يكون النظام ثابت بالربط إلى عملة معينة ثم الانتقال إلى سلة من العملات ثم القيام بتوسيع مجال تقلب العملة بشكل تدريجي أما إذا كان الانتقال إلى التعويم بشكل سريع فالدولة ستتحمل عواقب وخيمة نتيجة هذا الانتقال وهذا ما حدث لأن جل أو معظم التحولات كان سببها الأزمات المالية وليس بشكل منظم خاصة في أزمة جنوب شرق آسيا ،وبالتالي الدول التي قامت بهذا الإجراء مثل**

- تايلندا واجهت مصاعب كبيرة جدا بسبب التعويم السريع لعملتها على عكس كوريا الجنوبية التي تحملت وقامت بالتعويم التدريجي لعملتها فكانت الآثار السلبية أقل.
- التأكد من ملائمة نظام سعر الصرف المتبع، فالأزمات المالية التي عرفتها الدول الناشئة وبالذات دول جنوب شرق اسيا تشير الى ان سعر الصرف الثابت لم يوفر المرونة الكافية للتجاوب مع حركة رؤوس الاموال المتزايدة، بل شكل في بعض الحالات ضمانة مريح للمضاربين على العملة، وهذا لا يعني ان نظام سعر الصرف المرن هو النظام الامثل، بل المقصود هو المرونة في التعامل، بمعنى اختيار النظام الامثل للظروف كما فعلت ماليزيا ونجحت في ذلك.
 - ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي، حيث اثبتت ازيمات الاسواق الناشئة ان ضعف هذه القطاعات كان اهم اسباب الازيمات في هذه الدول، فإذا ارادت الدول النامية والعربية خاصة النجاح في عملية الانفتاح والتكامل مع الاسواق المالية، فمن الضروري ان تكون القطاعات المالية والممارسات المصرفية مهياً لهذا الوضع.
 - وللحفاظ على المصالح الاقتصادية للدول العربية، يجب ان يخضع تنظيم توظيف راس المال الاجنبي في الاوراق المالية المتداولة في الاسواق العربية لقواعد تختلف عن الاستثمار الاجنبي المباشر في منشآت قائمة او جديدة، وذلك لان الاستثمار الاجنبي غير المباشر في البورصات العربية لا يقترن بخلق طاقات انتاجية جديدة كما ان دوره الايجابي في توفير السيولة يمكن ان يتحول الى العكس تماما عندما تحدث موجة من بيع الاجانب للأسهم التي بحوزتهم، اذ يؤدي ذلك لخلق ازمة سيولة، كما ان تفوق الاجانب خاصة الامريكيين والاوروبيين في التعامل في البورصات، وفي استخدام الاساليب القانونية وغير القانونية لتحقيق الارباح فيها يمكن ان يؤدي نزوح الاموال من البورصات العربية للخارج .
 - ولكل ذلك فان هناك ضرورة لفرض ضرائب على ارباح الاجانب في البورصات العربية وفترة حيازة للأسهم قبل تداولها وتقييد المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات.
 - على الرغم من ان دخول المستثمرين الاجانب الى البورصات العربية لا يخلو من المنافع، حيث يمكن الاستفادة من خبرات المؤسسات المالية والمعرفة الفنية لهم، وتدريب الكوادر الوطنية للتعرف على اساليب متقدمة في تحليل اداء البورصات، إلا انه يجب العناية والتركيز بالتنظيم الداخلي للبورصات العربية من خلال ابتكار ادوات واليات تقلل من مخاطر وحدة التقلبات صعودا وهبوطا، وتنمية الدور المؤسسي في السوق، وإضافة نشاط صانع السوق او المتخصصين بما سيساهم في تحقيق التوازن في السوق، وتقليل تكلفة

التعاملات وتسييل الاوراق المالية، والعمل على رفع ثقافة التعامل في البورصة، وخاصة ما تعلق بمزايا الاستثمار طويل الاجل، وتوعية المتعاملين في البورصة بمخاطر استراتيجية القطيع وأيضاً العمل على زيادة درجة الافصاح والشفافية في اسواق راس المال.

5- افاق البحث:

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

- علاقة سوق الاوراق المالية بسوق الصرف من خلال العائد والمخاطرة.
- فتح بورصة الجزائر امام الاستثمارات الاجنبية -المعوقات والافاق-
- اثر ازمة الديون السيادية الاوروبية على استقرار اسواق راس المال العربية.

قائمة المراجع

اولا:المراجع باللغة العربية:

• الكتب:

1. إبراهيم الهندي ، الناشر أنطوان ، العمليات المصرفية والسوق المالي، ج2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
2. أبو الفضل فتحي وآخرون، دور الدولة والمؤسسات في ظل العولمة ، مكتبة الأسرة، مصر ، 2004.
3. أبو قحف عبد السلام: اقتصاديات الاستثمار الدولي، الطبعة الثانية ، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1991.
4. أبو موسى رسمية أحمد ، الأسواق المالية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
5. آدا جاك ،عولمة الاقتصاد من الشكل إلى المشكلات، ترجمة مطانيوس حبيب ،دار طلاس للدراسات والترجمة والنشر، ط1، دمشق، 1998.
6. أمين محمد ، الفكر العربي بين العولمة والحدثة، سلسلة كتاب قضايا فكرية ، العالم للكتاب ، 1999.
7. اندراوس عاطف وليد ،اسواق الاوراق المالية "بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ،دار الفكر الجامعي ،الاسكندرية ،2008.
8. _____ ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
9. بن هاني حسن ، "الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدواته المشتقة)، دار الكندي، ط1، 2004.
10. التهامي عبد المنعم أحمد ، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، متبة عين شمس/القاهرة ،2004.
11. جابر محمد صالح ، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005.

12. الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
13. حاتم سامي عفيفي ، قضايا معاصرة في التجارة الدولية، بدون ناشر ، القاهرة، 2004.
14. الحجار بسام ، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، بيروت، الطبعة الأولى، 2009.
15. حردان طاهر حيدر ، مبادئ الاستثمار، دار المنهل للنشر والتوزيع، 1997.
16. حسب الله أميرة ، " محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البنية الاقتصادية العربية ،دراسة مقارنة بين تركيا ،كوريا الجنوبية ، مصر ، الدار الجامعية، مصر 2004.
17. حسن عبد الباسط وفاء ، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام الى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، سنة 1996.
18. الحسني عرفان تقي: " التمويل الدولي"، دار مجدلاوي، الطبعة الأولى، عمان، 1999.
19. حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية "البورصة" دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، سنة 2008.
20. حشاد نبيل ، الجات والمنظمة التجارة العالمية أهم التحديات في مواجهة الاقتصاد العربي، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مكتبة الأسرة، مصر ، 2001.
21. خطيب شذى جمال ، الركيبي صعفق ، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لراس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع الأردن ط1، 2008.
22. حماد طارق عبد العال ، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
23. حمزة حسن كريم ، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع عمان ، الطبعة الأولى، 2011.
24. الحناوي محمد صالح ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة، مصر، 2002.
25. الحناوي محمد صلاح ، مصطفى نهال فريد ، العبد جلال ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية، 2002.

26. حنفي عبد الغفار ، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2002.
27. حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقص ، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2000.
28. خلف فليح حسن ، التمويل الدولي، الوراق للنشر والتوزيع، عمان ، الطبعة1، 2004.
29. الخياري محمد صالح ، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الإسكندرية، سنة 2005.
30. الدسوقي ايهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة ، دار النهضة العربية، مصر ، 2000.
31. الدعيمي عباس كاظم ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
32. رزق عادل محمد ، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر، 2004.
33. رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
34. زكي رمزي ، المحنة الآسيوية ، قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية، دار الهدى للثقافة والنشر، ط1، سوريا، 2000.
35. زويل حمود أمين ، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، سنة 200.
36. سعيد عبد اللطيف أحمد ، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998.
37. سويلم محمد ، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1992.
38. السيسي صلاح الدين ، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب القاهرة، ط 2003.
39. الشحات نظير رياض محمد-إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، كلية التجارة، جامعة حلوان، 2007.

40. شقيري موسى مطر- موسى نوري - الموحيني ياسر ، المالية الدولية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان.
41. شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
42. شهاب مجدي محمود: "الاقتصاد الدولي" ، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1996.
43. الشواورة فيصل محمود ، الاستثمارات في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
44. صبح محمود ، الابتكارات المالية، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
45. الطرد إسماعيل إبراهيم، إدارة العملات الأجنبية، مطبعة الزورتا، اربد، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2001.
46. عبابنة عمر يوسف عبد الله ، الازمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي اسلامي، عالم الكتاب الحديث، اربد، الاردن، 2011.
47. عبد الحميد عبد المطلب ، الديون المصرفية المتعثرة والازمة المالية المصرفية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
48. _____ ، العولمة الاقتصادية، دار الجامعية، مصر ، 2006.
49. _____ ،العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، اسكندرية ، 2007.
50. عبد السلام رضا ،محددات الاستثمار في عصر العولمة،دار السلام للطباعة والنشر ، القاهرة، 2002.
51. عبد اللطيف العالي عماد محمد علي ، اندماج الأسواق المالية الدولية ، أسبابه ، انعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، العراق، 2000.
52. عبد الله خالد امين ، صقر محمد أحمد ، الأزمة العالمية المالية وانعكاساتها على أسواق المال والاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الأوسط، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
53. عبد النافع عبد الله الزوري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
54. عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.

55. علي عبد المنعم السيد ، العيش نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع - عمان الأردن، ط1، 2004.
56. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، اتحاد المصارف العربية، ابو ظبي، 2002.
57. الفولي أسامة محمد ، مجدي شهاب: العلاقات الاقتصادية الدولية ، الدار الجامعية الجديدة، القاهرة، 1997.
58. قدي عبد المجيد: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2003.
59. كنج ماهر ، عوض مروان: "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، ط1، 2004.
60. محفوظ جبار سلسلة التعريف بالبورصة "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء الثالث، مطبعة هومة، الجزائر، 2002.
61. محمد عبد العزيز سمير ، التمويل العام المدخل الادخاري والضريبي ، المدخل الإسلامي ، المدخل الدولي ، الطبعة الثانية ، مكتبة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، 1998.
62. محي الدين عمرو ، أزمة النمر الآسيوية ، الجذور والآليات والدروس المستفادة، القاهرة، دار الشروق، 2000.
63. مصطفى حمد عبده محمد ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع مصر، دون سنة طبع.
64. مطر محمد ، تيم فايز ، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
65. معروف هوشيار: الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
66. ملاك وسام ، البورصات والأسواق العالمية، الجزء الثاني، قضايا تعددية ومالية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع لبنان، الطبعة الأولى، 2003.
67. الموسوي ضياء مجيد ، البورصات أسواق رأس المال وادواتها. الأسهم والسندات، منشورات، 1998.
68. _____ ، البورصات وأسواق رأس المال مؤسسة شباب الجامعة، القاهرة، 2003.

69. النجار أحمد السيد ، الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، القاهرة، 2001.
70. النجار فريد ، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية، 2000.
71. نصار سمير محمود ،عبد المنعم عبد الحليم نصر ،سياسات وادارة اسعار الصرف في جمهورية مصر العربية ،ابو ظبي ،صندوق النقد العربي،1997.
72. نوري ناظم محمد ، البياتي طاهر فاضل ، صيام أحمد زكريا ، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ،ط1، 1999.
73. هندي منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، سنة 1999.
74. _____، مستقبل أسواق رأس لمال العربية، مخاطر ومعاذير، نشأة المصارف بالإسكندرية، 1995.
75. _____ ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2006.
76. _____ ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
77. الهيتي نوزاد عبد الرحمن ، الخشالي منجد عبد اللطيف: مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007.

• الرسائل الجامعية:

1. الأغا عماد ، الاستثمار الأجنبي في الأردن، رسالة ماجستير، الجامعة الأردنية، 2002.
2. الباز هبه محمود الطنطاوي ،الازمات المالية المعاصرة ،رسالة دكتوراه في الاقتصاد ،جامعة عين شمس ،سنة 2008.
3. بلميهوب أسماء ، العولمة المالية واثارها على آداء الأسواق المالية الناشئة، ماجستير ، جامعة سطيف، 2004.
4. بوعلام مولاي. سياسات سعر الصرف في الجزائر ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر ، 2005.

5. جواد الفياض عباس كاظم ، الخصخصة وتأثيرها على الاقتصاد العراقي ، أطروحة دكتوراه، العراق.
6. حسين سلمان ، الاستثمار الأجنبي المباشر، والميزة التنافسية الصناعية بالدول النامية ، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004.
7. حسين عبد المطلب حسن محمد الاسرج ، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، ماجستير في الاقتصاد، جامعة الزقازيق، مارس 2002.
8. عله محمد، الدولار ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري ، رسالة الماجستير، غ.منشورة، جامعة الجزائر، 2003.
9. رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
10. الزبون عطا الله علي عودة الله ، محددات النمو والتطور في الأسواق المالية العربية للفترة (1990-2004) دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن.
11. زهير بن دعاس ، تحديات ربط الأسواق العربية. لرأس المال في ظل العولمة، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
12. زيطاري سامية ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة سوق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.
13. سحنون جمال الدين ، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، 2008.
14. الشتران أحمد عبد الكريم مبارك: أثر تدفق رأس المال الأجنبي على ميزان التجاري الأردن، رسالة ماجستير، غ.منشورة، جامعة آل البيت، الأردن، 1997.
15. صافي وليد أحمد ، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997.
16. صبحي بشير شيرين مصطفى ، الاستثمار الاجنبي في الاوراق المالية :المحددات واهم الانعكاسات على الدول المتلقية ،رسالة ماجستير ،قسم الاقتصاد ،جامعة القاهرة ،2003-2004.

17. الطاق نافذ شوقي. تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك، الأردن ، 2003.
18. طورش عبد الله عويد مفلح ،العلاقة بين أحجام التداول وعوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، دكتوراه ،كلية العلوم المالية والمصرفية الأردن، 2006.
19. عبد الخالق شذى يوسف ، تحرير حساب رأس المال وأثره في ميزان المدفوعات الأردن، رسالة ماجستير ،كلية الدراسات العليا ، الجامعة الأردنية،2000.
20. عبد الخالق شذى يوسف: الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي حالة الدول العربية ، رسالة دكتوراه في اقتصاد الأعمال ، الجامعة الأردنية، 2008.
21. عبد العال رانيا عبد الحليم رضا ،اثر سياسات سعر الصرف على قيمة الجنيه المصري ،رسالة ماجستير في الاقتصاد ،كلية التجارة ،جامعة عين شمس ،سنة 2004.
22. العتيبي قدري أحمد عبد الرحمان: أثر الاستثمار الأجنبي على أداء الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 1998/2000 ، رسالة ماجستير في التمويل المصارف، جامعة آل البيت، 2004.
23. العجلوني أحمد طه محمد: آثار العولمة المالية على المصارف الإسلامية الأردنية والاستراتيجيات المقترحة لمواجهتها، رسالة دكتوراه في التمويل ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2004.
24. العزام نضال ، محددات الطلب على الاستثمارات الأجنبية ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك، الأردن، 1994.
25. علال بن ثابت ، الأسواق المالية في ظل العولمة، رسالة ماجستير، المديرية العليا للتجارة الجزائر، 2003.
26. عمار صايفي ، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، غ منشورة، جامعة بومرداس، 2009/2008.
27. غانم عبد الله ، اثر العولمة الاقتصادية على الأنظمة المصرفية العربية اشارة الى حالة الجزائر، أطروحة غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، سنة 2007-2008.

28. غلاب نعمان عبد الله علي: أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية .
29. غول فرحات ، مؤشرات تنافسية المؤسسات الاقتصادية في ظل العولمة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
30. فاخر امانى عبد العزيز ،اثر تدفقات رؤوس الاموال على معدل الصرف في الدول النامية (دراسة مقارنة) ،اطروحة دكتوراه في اقتصاديات التجارة الخارجية ،جامعة حلوان ،2002.
31. فضيل فارس: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر، مصر والعربية السعودية ، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، مارس، 2004.
32. مبارك بن زاير: نظرية الأسواق الفعالة، دراسة حالة سوق الصرف، رسالة ماجستير، المركز الجامعي بشار، 2005-2006.
33. محمد حشماوي ،الاتجاهات الجديدة للتجارة الدولية في ظل العولمة الاقتصادية ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، علوم الاقتصاد والتسيير، جامعة الجزائر، 2006.
34. محمد عبد السلام ، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس ، مصر، 2003.
35. مصطفى بن شلاط. أثر تغيرات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر، رسالة ماجستير، المركز الجامعي بشار ، 2005-2006.
36. مصطفى بن شلاط: أثر تغيرات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية الجزائرية ، رسالة الماجستير غ منشورة، المركز الجامعي بشار، 2005-2006.
37. نادية العقون ، تحرير رؤوس الأموال وآثارها على ميزان المدفوعات حالة الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بسكرة ، 2003،2004.
38. نسرین بن زاوي ، أثر العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال ، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، المركز الجامعي، أم البواقي، الجزائر سنة 2006/2007، ص 141.

39. نسرين بن زاوي ، أثر العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي أم البواقي ، 2006.

40. الهنداوي عماد عمر محمود علي ،علاقة سعر الصرف بآداء الاقتصاد المصري، رسالة دكتوراه في الاقتصاد،جامعة الزقازيق ،مصر ،2011.

• المجالات والبحوث والندوات:

1- حطاء سامي ، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، ورقة عمل في سوق الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2007.

2- حسين حيدر عباس وعبد النبي مصطفى إبراهيم ويحي سلمى محمد صالح ، محددات سعر الصرف في السودان، سلسلة بحثية تصدرها الإدارة العامة للبحوث والإحصاء بنك السودان المركزي، الإصدار رقم 07، 2005.

3- غوبتا روبا دوتا ، وغيلدا فرنانديز، وسم كاراكادغ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف، قضايا اقتصادية، عدد38، صندوق النقد الدولي ، 2006.

4- فيشر ستانلي ، أنظمة سعر الصرف ، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2001.

5- كاراكاداح سيم ، جوبتا روبا دونا ، فيرنانديز جيلدا ، شوجوايشي، من التثبيت إلى التعويم، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004.

6- كودرس لورا .إ.: " أسواق العملات الأجنبية: الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام، مجلة التمويل والتنمية، العدد04، 1996.

7- السعدتي نيرمين: " سياسات سعر الصرف في الدول النامية"، مجلة سياسات الدولية ، العدد 144، 2001.

8- غرايبة هشام ، عزام نضال ، محددات الطلب على الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد الأردني ، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد 13، عدد01، 1997.

9- السعيد هالة حلمي: دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، العدد 62، سبتمبر 2000.

10- الخولي أسامة أمين ، " العرب والعولمة"، بحوث ومناقشات الندوة الفكرية ، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1998.

11- فوزي سميحة ، النظام العالمي الجديد وانعكاساته الاقتصادية على الوطن العربي، مجلة البحوث والدراسات العربية، العدد 22، معهد البحوث والدراسات العربية ، القاهرة، 1994.

- 12- مصطفى أحمد سيد ، المدير العربي وظاهرة العولمة ، فرصة أم تحدي؟ .مجلة افاق اقتصادية، عدد 78، 1999.
- 13- عبد الحميد عبد المطلب ، آلية تعامل القيادات الإدارية مع التحولات الاقتصادية للقرن الواحد والعشرين، منشورات أكاديمية السادات، مصر 1995.
- 14- مفتاح صالح ، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، العدد2، جامعة محمد خيضر ببسكرة، جوان 2002.
- 15- ايشنجرين ماري ،مايكل موسى، صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال ، مجلة التمويل والتنمية ، واشنطن ، ديسمبر 1998.
- 16- متولي صالح ، منير راشد، تحرير حساب رأس المال في جنوب البحر الأبيض المتوسط، مجلة التمويل والتنمية ديسمبر، 1998.
- 17- صقر عمر محمد عثمان ،مقومات أسواق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية ،المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة ،جامعة عين الشمس، العدد الثاني ، 1995.
- 18- التركي ناجي ، الأزمات المالية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد 29 ، ماي 2004.
- 19- عاكوم إبراهيم ، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات وعبر من الأزمة المالية العالمية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد 09، أبو ظبي، 2009.
- 20- سليمان أميرة حسب الله محمد: محددات الاستثمار في السوق الأوراق المالية العربية ، مجلة شؤون عربية عدد ،119 ، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية، 2004.
- 21- نوير طارق ،تأثير تعاملات الاجانب على اداء البورصة المصرية ،مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية ،المجلد الحادي عشر ،العدد الاول ،المعهد العربي للتخطيط ،الكويت ،جانفي 2009.
- 22- الجبالي عبد الفتاح ،الجنيه المصري من التثبيت الى التحرير ،كراسات الازهرام الاستراتيجية ،القاهرة ،2003.
- 23- جلال احمد ،ماذا بعد تحرير سعر الصرف ،ورقة عمل 13 ،المركز المصري للدراسات الاقتصادية ،فيفري 2003.
- 24- حشاد نبيل ،اثار تحرير سعر الصرف في مصر والسياسات المساندة له ،قطاع الدراسات التنموية بمركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ،القاهرة ،2003.

25- صبحي مجدي ،تعويم ام احتراف الفوضى ،الاهرام (احوال مصرية)،العدد 20 ،القاهرة ، 2003.

26- بدوي محمد عبد المطلب ،محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية في اسواق راس المال الناشئة ،واثارها على المتغيرات الاقتصادية دراسة تطبيقية مقارنة على كل من (مصر ،اسرائيل ،تركيا) ،رسالة دكتوراه في الاقتصاد ،جامعة عين شمس ، مصر ، 2002.

• المؤتمرات والملتقيات:

1. بلقاسم زايري ، مهدي ميلودي ، الأزمة المالية العالمية ،ورقة بحث في المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان ،13، 14 آذار 2004.

2. جاد الله ياسر محمد ، عبد الفضيل سيد ابراهيم ، الآفاق المستقبلية لأداء أسواق أوراق المالية العربية، في ظل العولمة الاقتصادية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة، سنة 2006.

3. جبر هشام ، صناديق الاستثمار الاسلامية ،بحث مقدم في مؤتمر العلمي الاول "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة ،كلية التجارة بالجامعة الاسلامية ،8 و9 ماي 2005.

4. زيدان محمد أحمد ، فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحث في مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 آذار 2004.

5. سرور كمال ، أثر أسواق المال على السياسات الاقتصادية في مصر، مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول: الخصخصة والأوراق المالية، كلية التجارية، جامعة عين الشمس، 16، 17 مارس 1996.

6. السيد علي عبد المنعم وسعد فتح الله ، الاستثمار الأجنبي في الأردن، حجمه وهيكله واتجاهاته وآثاره التنموية، المؤتمر العلمي الثاني حول أهمية الاستثمارات الجارية في التنمية على الاقتصاد الأردني، جامعة أربد، 2001.

7. شلبي ماجدة أحمد إسماعيل ، تطوير أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ،الخامس عشر كلية الشريعة ،جامعة الإمارات العربية ،2006.

8. الشيخ الداودي ، الازمة المالية العالمية ،انعكاساتها وحلولها ،مداخلة في اطار مؤتمر :الازمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي ،جامعة الجنان،لبنان، يومي 13-14 مارس 2009 .
9. عبد الجواد جابر محمد محمد ، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي ،مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات ،الخامس عشر كلية الشريعة ،جامعة الإمارات العربية ،2006.
10. علاونة عاطف ، الاستثمارات في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية الاستثمارية، دمشق، 2008/08/17.
11. قاضي نايف ، مناخ وتجارب الاستثمار في الأردن، المؤتمر السادس لرجال الأعمال و المستثمرين العرب ، الاسكندرية، 1999.
12. مناعي جاسم ،الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية ، بيروت، لبنان، 08 ماي 1998.
13. النجار أحمد منير ، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية ،المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع، إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادلفيا ، كلية العلوم الإدارية المالية، الأردن ، 2005.

• التقارير والنشرات:

- 1- تقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، اعداد مختلفة من 2001 الى 2011.
- 2- ، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية ، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات الكويت ، من 2006 الى 2011.
- 3- تقرير المحفظة الوطنية للأوراق المالية، إدارة المخاطر في بورصة عمان، قسم الدراسات والأبحاث ، بورصة عمان، 2009.
- 4- تقرير التنمية البشرية عن العالم ،البنك الدولي، عام 1997.
- 5- التقرير السنوي لمركز إيداع الأوراق المالية لسنة 2010.
- 6- التقرير السنوي ،الهيئة العام لسوق المال، جمهورية مصر العربية، 1998.
- 7- تقرير سنة 2006 و 2007 للبورصة المصرية.
- 8- تقرير البنك الأهلي المصري، الاقتصاد المصري بالأرقام 2004 الى 2010.

- 9- تقارير بنك المركزي المصري 2002 الى 2011.
- 10-التقرير السنوي، بورصة قطر، سنة2004-2011.
- 11- التقرير السنوي لبورصة عمان 2010.
- 12- تقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية والسلع لدولة الإمارات ،من 2007 الى 2010.
- 13- تقارير هيئة سوق المال المغربية اعداد متفرقة من 2005 الى 2010.
- 14- التقارير السنوية لورصة الكويت ، من2008 الى 2010
- 15- التقارير السنوية لبورصة تونس لسنوات 2005 الى 2010.
- 16- تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، صندوق النقد الدولي، 2008.
- 17- نشرة فصلية ملامح إدارة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول العربية ،المؤسسة المصرفية لضمان الاستثمار ، العدد الفصلي الثاني، أبريل ، ماي ، 2011.
- 18- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية صندوق النقد العربي، ، النشرة الفصلية، الربع الأول، 1999.
- 19- نشرة التداول السنوية لسنوات متعددة لبورصة البحرين.
- 20- اعداد مختلفة من التقارير الشهرية لسوق الاسهم السعودي من2008 الى 2011
- 21- النشرات الاحصائية لبورصة مسقط لسنوات 2009-2010-2011.

• مواقع الانترنت:

- 1- قاعدة معلومات قانونية عربية متعلقة بالهيئة المصرفية، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، اتحاد المصارف العربية، www.uabarab.org.
- 2- شاهين علي عبد الله ، الأزمة المالية العالمية (أسبابها، تداعياتها، وتأثيرها على الاقتصاد" مقال منشور على الموقع www.iugazo.edu.pa/ar/cotgu_pload/news/documents te 17/12/2011
- 3- موقع بورصة مسقط للأوراق المالية موقعها في الانترنت. <http://www.msm.gov.om>
- 4- بورصة تونس للأوراق المالية (موقع الانترنت) <http://www.bvmt.com.tn>

5- وزارة المالية المصرية، دراسة عن تطور عجز الموازنة العامة للدولة (الأسباب-الآثار-الحلول)
الأنترنت موقعها في

<http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/research/BUDGETDEFICIT.pdf>

6- قرار وزاري رقم (205) لعام 2000 بشأن ضوابط مساهمة غير الكويتيين في شركات المساهمة
الكويتية- موقع بورصة الكويت <http://www.kuwaitse.com/>

ثانيا :المراجع باللغة الاجنبية:

• **Ouvrages :**

1-F. Leroux. Marchés internationaux des capitaux, montréal, 2 ème édition 1995

2- LUC BERNET- ROLLANDE- principes de techniques bancaire 21 ème édit dunod,
paris 2001.

3- p.conso. Le gestion financier de l'enterprise, edition dunod. Deuxième,edition. 1989, .

4- B. Jawellot and B. Solnik. Marches financiers; gestion de portefeuille et de risque, (3ème
Ed paris dunod 1997), . j. stone. Gestion privée des fonds. Traduction michel renerd luice
presse. Paris 2001,.

5- M.Donis, valeurs mobiliers et gestion du portefeuille québec, SMG, 1993,.

6- Y.Simon. Encyclopédie de marches financiers, Economica, Paris, 1997,.

7- M.charles de la boune, gestion de portefeuille, paris, 1994,

8- Peryrard Josette. « Gestion financière internationale », 3^{ème} édition . V ubert. Paris, 1995

9- Favgere.J.P.Jvoisin.C.F le Système Financier et Montaire Internationale , édition Mathan,
1994

10- Philippe D'arrisenet, Jean Pierre Petite Economie internationale Dunod, Paris, 1999-

11- Mourice ebauvais et Y. simmah, La Gestion Globale du Risque de Change Nouveaux
ENJEUX et Nouveau Risque economica, 1992,Paris, 2^{ème} édition

12-Tong,Yueting, foreign direct investment, export, and firm Performance in south east
Asia . University of californian, Degree : PHD,2000,.

13-Dominique Pliphon, les en jeux de la Mondialisation au – dela ses my thes Casbah- édition
, Alger, Novembre 1997,.

• **Reuves et les rapport:**

1-Johans. Ahlquist,"Economic Policy, Institutions and Capital flows: Port folidand Direct investment flow in Developing countries,"International Studies Quarterly 2006, 50, 681-707, University Washinton,2006.

2-Boufiger Peter ,Wollmershauser Timo,managed floating: understanding the new international monetary order ,working paper , wurzburg economic papers ,No.30 ,university of Wurzburg ,2001.

3-Calvo, G.A., and Reinhart, C. (2002). "Fear of Floating," Quarterly Journal of Economics, CXVII(117), 2002.

4-Eduardo Levy-Yeyati ,Federico Sturzenegger ,Classifying exchange rate regimes:Deeds vs. words ,European Economic Review ,No 49 .2005.

5- Andrea Bubula, Inci Otker-Robe,the evolution of exchange rate regimes since 1990:evidence from de facto policies ,IMF Working Paper,wp/02/155 ,2002.

6-Abdel Ali djbili and Vitall Kramarenko," Choosing Exchange régimes the middle east and North Africa", Revue of finance and development , March , 2003.

7-Sтивен Radelet and Jeffery Sachs ,The East Asian Financial Crisis:Diagnosis,Remedies,Prospects,Consulting Assistance On Economic Reform,CAER Discussion Papers, N29,1998.

8-Nagwa smak and omnia helmy, foreign portfallo equity investement in egypt analytical overview, nahda quarterly journal, faculty of economic and political science, cairo university, cairo, 2002 .

9-the arab world competiives rapport. world economic forum oxford. 2000-2003.

الوحدة: مليار دولار

الملحق رقم (01): الرسملة السوقية لبعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	227.96	226.15	186.24	123.81	330.35	234.56	474.65	711.10	1370.38	589.38	1167.33	1545.57	1228.97
تايلندا	58.37	29.49	36.35	46.17	116.69	121.23	124.86	141.09	196.05	102.59	138.19	277.73	268.49
اندونيسيا	64.09	26.83	23.01	29.99	73.25	54.66	81.43	138.89	211.69	98.76	178.19	360.39	390.11
الصين	330.70	580.99	523.95	463.08	639.76	681.20	780.76	2426.33	6226.31	2793.61	5007.65	4762.84	3389.10
تركيا	112.72	69.66	47.15	33.96	98.30	68.38	161.54	162.40	286.57	117.93	225.74	306.66	201.82
سنغافورة	198.41	152.83	117.34	101.90	277.00	229.33	316.66	276.33	353.49	180.02	310.77	370.09	308.32
كوريا الجنوبية	395.66	171.59	220.05	249.64	428.65	329.62	718.18	835.19	1123.63	494.63	836.46	1089.22	994.30
بريطانيا	2933.28	2576.99	2164.72	1864.26	2815.93	2460.06	3058.18	3794.31	3858.51	1851.95	2796.44	3107.04	2903.18
اليابان	4546.94	3157.22	2251.81	2126.08	3678.26	3040.66	4736.51	4726.27	4453.47	3220.49	3377.89	4099.59	3540.68
الوم ا	16635.11	15104.04	13854.62	11098.10	16323.73	14266.27	16970.86	19425.85	19947.28	11737.65	15077.29	17138.98	15640.71
المانيا	1432.19	1270.24	1071.75	691.12	1194.52	1079.03	1221.25	1637.83	2105.51	1107.96	1297.57	1429.71	1184.46
مصر	32.84	28.74	24.34	26.09	27.07	38.52	79.67	93.48	139.29	85.89	89.95	82.49	48.68

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

الملحق رقم (02): الشركات المدرجة في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	478	459	428	399	357	367	381	392	442	432	377	373	366
تايلندا	392	381	385	398	464	421	504	518	475	525	535	541	545
اندونيسيا	277	290	316	331	331	333	335	344	383	396	398	420	440
الصين	950	1086	1160	1235	1384	1296	1387	1440	1530	1604	1700	2063	2342
تركيا	285	315	310	288	296	284	302	314	319	317	315	337	362
سنغافورة	355	418	386	434	625	551	685	461	472	455	459	461	462
كوريا الجنوبية	1178	1308	1409	1518	1573	1563	1620	1694	1767	1789	1778	1781	1792
بريطانيا	1945	1904	1923	2405	2486	2311	2759	2913	2588	2584	2179	2056	2001
اليابان	2470	2561	2471	3058	3220	3116	3279	3362	3844	3299	3208	3553	3961
الوم ا	7651	7524	6355	5685	5231	5295	5143	5133	5130	5603	4401	4279	4171
المانيا	933	1022	749	715	660	684	648	656	658	638	601	571	670
مصر	1033	1076	1110	1148	967	792	744	603	435	373	305	213	231

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

الملحق رقم (03): قيمة ومعدل التداول في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	14.87	15.71	11.76	9.56	14.10	10.94	17.48	23.37	42.82	44.03	40.03	42.05	38.81
تايلندا	33.93	18.95	30.90	37.53	67.63	67.70	50.63	48.67	43.81	42.84	51.17	68.34	67.24
اندونيسيا	14.22	8.67	6.02	6.67	10.73	6.29	14.66	13.39	26.11	21.69	21.37	18.30	16.49
الصين	34.81	60.20	33.89	22.93	38.74	29.06	25.98	60.27	223.00	120.98	179.44	135.40	104.82
تركيا	32.54	67.23	39.76	30.39	37.59	32.87	41.67	42.87	46.73	32.82	39.63	57.66	53.38
سنغافورة	113.98	95.37	69.54	61.96	74.37	94.11	97.02	132.53	228.12	162.42	143.39	132.37	105.87
كوريا الجنوبية	185.41	200.23	139.51	137.55	88.49	106.05	142.39	140.80	188.14	157.40	189.61	160.27	182.12
بريطانيا	91.63	124.37	126.78	119.24	168.75	119.18	181.50	172.94	365.40	244.89	155.80	133.26	121.53
اليابان	41.72	56.94	43.90	39.52	73.68	52.82	109.31	143.51	149.14	121.25	83.27	77.99	70.91
الوم ا	199.70	321.88	283.77	239.57	164.06	140.20	171.20	249.86	305.21	450.19	336.27	211.21	205.12
المانيا	38.23	56.68	75.47	61.45	51.57	47.33	63.74	85.67	101.18	85.69	39.07	42.78	48.83
مصر	9.96	11.14	3.99	2.91	3.95	7.11	28.31	44.16	40.68	42.77	27.95	16.95	9.32

source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	87.28	101.28	65.09	48.20	93.58	60.44	154.23	254.51	584.95	727.79	649.19	901.10	961.31
تايلندا	41.60	23.26	35.70	47.61	109.11	96.57	89.29	100.80	108.21	116.77	134.94	217.95	232.44
اندونيسيا	19.90	14.31	9.67	13.04	27.56	14.77	41.90	48.83	112.85	110.68	115.31	129.55	139.62
الصين	377.10	721.54	448.93	333.37	748.27	476.81	586.30	1635.12	7791.70	5470.53	8956.19	8029.97	7671.36
تركيا	81.28	179.21	77.94	70.67	147.43	99.61	201.26	227.62	302.40	239.71	243.53	421.59	413.70
سنغافورة	97.99	91.49	63.39	56.13	81.31	87.86	119.82	184.38	384.23	270.90	252.27	282.14	253.77
كوريا الجنوبية	825.83	1068.00	703.96	792.16	638.89	682.71	1202.98	1340.12	1974.02	1466.00	1581.49	1626.60	2032.86
بريطانيا	1377.86	1835.28	1861.13	1909.72	3707.19	2211.53	4167.02	4242.08	10324.48	6486.96	3402.50	3006.68	2971.84
اليابان	1849.23	2693.86	1826.23	1573.28	3430.42	2272.99	4997.41	6252.47	6497.19	5879.44	4192.62	4280.42	4160.54
الوم ا	18574.10	31862.49	29040.74	25371.27	19354.90	15547.43	21509.98	33267.64	42613.21	64014.24	46735.93	30454.80	30750.60
المانيا	814.74	1069.12	1419.58	1233.06	1406.06	1147.21	1763.15	2486.67	3363.09	3105.29	1288.87	1405.04	1758.19
مصر	9.04	11.12	3.90	2.56	3.28	5.61	25.39	47.46	53.08	69.64	52.81	37.11	21.99

source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

الملحق رقم (04): معدل الدوران في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 1999-2011

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
البرازيل	44.89	44.61	31.57	31.09	33.13	33.73	38.32	42.93	56.21	74.27	73.91	66.43	69.29
تايلندا	89.21	52.95	108.46	115.39	91.72	115.38	73.93	75.80	64.19	78.20	112.08	104.80	85.11
اندونيسيا	46.18	31.48	38.79	49.22	43.10	34.91	54.18	44.33	64.38	71.30	83.27	48.11	37.21
الصين	134.19	158.29	81.26	67.55	113.29	83.34	82.55	101.97	180.10	121.30	229.61	164.37	188.21
تركيا	111.06	196.53	133.44	174.25	176.90	194.67	154.91	140.53	134.71	118.52	141.72	158.37	162.72
سنغافورة	66.91	52.09	46.92	51.20	32.12	53.05	40.37	62.19	122.01	101.56	102.80	82.88	74.81
كوريا الجنوبية	319.58	376.55	359.50	337.32	168.51	235.72	209.79	172.54	201.55	181.18	237.62	168.94	195.14
بريطانيا	51.92	66.61	78.50	94.80	140.53	102.28	141.88	123.81	269.82	227.20	146.39	101.86	137.93
اليابان	52.51	69.93	67.53	71.87	102.11	87.99	118.78	132.15	141.55	153.23	127.08	114.49	108.91
الوم ا	123.47	200.78	200.57	203.35	126.54	122.59	129.21	182.81	216.46	404.07	348.58	189.06	187.62
المانيا	64.50	79.12	121.23	139.89	123.69	129.62	145.97	173.95	179.68	193.27	107.16	103.04	134.51
مصر	31.59	36.12	14.69	10.14	12.33	17.10	42.97	54.82	45.61	61.85	60.07	43.04	33.53

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

ملحق رقم (05): البيانات المستخدمة في التحليل القياسي

السنوات	سعر الصرف الاسمي للجنيه مقابل الدولار (RATE)	صافي تدفق الاستثمار الاجنبي في المحفظة المالية (PORT)(بالدولار)	درجة الانفتاح على العالم الخارجي (DOP) %	معدل التضخم (INF) %	النمو الاقتصادي (GE) %	شروط التبادل التجاري (TOT) %	الاحتياطات الاجنبية بالدولار (FR)
1997	0.295094061232018	514500000	41.96	4.62560578826424	5.49113149847096	69.84	18664757516.1155
1998	0.295159386068477	-160000000	41.64	3.87257546427495	4.03636705528396	62.34	18123915768.6513
1999	0.294529121566895	657800000	41.33	3.0794991263833	6.1054604173693	66.08	14484069208.6391
2000	0.288014285508561	269000000	39.01	2.68380535348531	5.36800598523315	71	13117578808.3986
2001	0.251698968034231	39200000	37.95	2.2697572047597	3.53522567186164	74.17	12925786046.3646
2002	0.222238684346989	-216900000	39.16	2.73723855000338	2.37048908786794	74.34	13242410460.8936
2003	0.170914606789583	36800000	40.46	4.50777636319306	3.19351769804813	83.55	13588731782.1676
2004	0.161388153302607	26100000	47	11.2706193320519	4.09207161125586	89.31	14273202212.149
2005	0.173045309030081	729400000	54.94	4.86939696871976	4.47174447174447	86.7	20609055863.5931
2006	0.174423675106834	501900000	62.5	7.64452644526401	6.84383819379116	86.33	24461557386.7056
2007	0.177448643405121	-3198900000	73.68	9.31896905799276	7.08782742681049	82.63	30187705756.8473
2008	0.184077312471238	-673600000	87.6	18.3168316831687	7.15628356605802	84.25	32216142828.0226
2009	0.180357180161575	393000000	70	11.7634954386442	4.68612955769952	87.71	32252965328.6998
2010	0.17787444921711	1724400000	64.53	11.265188265318	5.14661879114303	87.87	33611731751.591
2011	0.168553691214107	-711300000	66.65	10.053916904536	1.8	84.22	14915683531.7575

Source: <http://databank.albankaldawli.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx> 12/02/2014

الملحق رقم (06): نتائج تقدير اثر كل المتغيرات المستقلة على سعر صرف الجنيه المصري خلال
الفترة (1997-2011)

Dependent Variable: RATE
Method: Least Squares
Date: 01/29/14 Time: 14:56
Sample: 1997 2011
Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOT	-0.005724	0.000643	-8.904602	0.0000
INF	0.000932	0.001962	0.474734	0.6477
GE	0.005040	0.003174	1.587752	0.1510
FR	6.55E-14	1.11E-12	0.059124	0.9543
DOP	-0.000455	0.000812	-0.560098	0.5907
PORT	7.77E-12	4.52E-12	1.718734	0.1240
C	0.661071	0.048472	13.63814	0.0000
R-squared	0.959066	Mean dependent var	0.214321	
Adjusted R-squared	0.928366	S.D. dependent var	0.054258	
S.E. of regression	0.014522	Akaike info criterion	-5.321590	
Sum squared resid	0.001687	Schwarz criterion	-4.991167	
Log likelihood	46.91192	F-statistic	31.23972	
Durbin-Watson stat	2.025439	Prob(F-statistic)	0.000039	

الملحق رقم (07): نتائج تقدير اثر شروط التبادل التجاري والاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية
على سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (1997-2011)

Dependent Variable: RATE
Method: Least Squares
Date: 01/29/14 Time: 14:59
Sample: 1997 2011
Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOT	-0.005843	0.000433	-13.49932	0.0000
PORT	8.11E-12	3.59E-12	2.257412	0.0434
C	0.678010	0.034545	19.62685	0.0000
R-squared	0.940127	Mean dependent var		0.214321
Adjusted R-squared	0.930148	S.D. dependent var		0.054258
S.E. of regression	0.014340	Akaike info criterion		-5.474653
Sum squared resid	0.002468	Schwarz criterion		-5.333043
Log likelihood	44.05990	F-statistic		94.21248
Durbin-Watson stat	1.794988	Prob(F-statistic)		0.000000