

الاسم الكامل للمشارك: مطهري كمال

الوظيفة: طالب دكتوراه علوم - سنة خامسة-

المؤسسة: جامعة تلمسان

المؤهل العلمي: ماجستير

التخصص : مالية دولية

العنوان الشخصي: 05 شارع مدرسة البنين - الحناية - تلمسان -

الهاتف الشخصي: 0551 64 15 24

البريد الإلكتروني: www.meta_kamel@yahoo.fr

2- الاسم الكامل للمشارك: مطهري جنان

الرتبة: طالبة دكتوراه طور ثالث - السنة الثالثة-

تخصص : تحليل اقتصادي للتنمية

الجامعة: جامعة تلمسان

العنوان الشخصي: رقم 05 شارع مدرسة البنين الحناية - تلمسان -

الهاتف: 0556812440

البريد الإلكتروني: metahrihanane@yahoo.com

الملخص:

يتناول هذا البحث بالدراسة والتحليل مسألة الأسواق المالية (البورصات) و التي تتدرج في إطار النظام المالي والمصرفي، وبالتالي فإن إصلاحها لا يمكن فصله عن إصلاح هذا النظام.

ويتطرق البحث أيضا إلى بيان الأساس النظري للأسواق المالية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني وبصورة خاصة في البلدان النامية ، حيث ساعد توجه الدول النامية للأسواق العالمية للاستفادة من التدفقات الاستثمارية الخاصة لإيجاد مفهوم الأسواق المالية الناشئة والناضجة للتمييز بين أسواق الدول النامية والدول الصناعية الحديثة.

و بالتالي نعتقد أن الأسواق المالية الناشئة يمكن أن يكون لها دور إيجابي في جذب الاستثمارات، وإن إصلاحها وتطويرها يمكن أن يشكل مدخلا لإنعاش الاستثمار ، غير أن المشكل يكمن في عجز حكومات الدول النامية عن توفير مناخ استثمار ملائم.

Résumé :

Cette étude examine le sujet des marchés financiers, qui relèvent du système financier et bancaire. Par conséquent, sa réforme ne peut être séparée de la réforme de ce système.

Aussi, L'étude examine également les fondements théoriques des marchés financiers et leur rôle dans le développement de l'économie nationale, en particulier dans les pays en développement.

Et La tendance des pays en développement à se tourner vers les marchés mondiaux a permis de capitaliser sur les flux d'investissements privés pour trouver le concept de marchés financiers émergents permettant de différencier les marchés des pays en développement des pays industrialisés modernes.

Par conséquent, nous pensons que les marchés financiers émergents peuvent jouer un rôle positif pour attirer les investissements et que la réforme et le développement peuvent constituer un point de départ pour la reprise des investissements, mais le problème réside dans l'incapacité des gouvernements des pays en développement de créer un climat propice à l'investissement.

المقدمة:

إن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

وباعتبار أن أسواق المال تلعب دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية الاقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق، وليس هذا وحسب بل انفتاحها أمام المستثمرين الأجانب أفراداً كانوا أم مؤسسات إضافة إلى الدور الهام الذي أصبحت تتطلع به في مسيرة التنمية خاصة في البلدان النامية، والتي تقتدر إلى وجود مثل هذه الأسواق بالإضافة إلى حاجتها إلى توفير بيئة استثمارية ملائمة.

أما بخصوص الأسواق المالية في الدول النامية فقد ساعد توجه هذه الدول للأسواق العالمية للاستفادة من التدفقات الاستثمارية الخاصة لإيجاد مفهوم الأسواق المالية الناشئة والناضجة للتمييز بين أسواق الدول النامية والدول الصناعية الحديثة، وما يتمتعان به من مواصفات بغية الاستفادة من الأموال الأجنبية المتوفرة إلى جانب توجهها نحو اقتصاد السوق وخصخصة الشركات، جعل هذه الدول تتوجه لتدعيم جهودها وإمكاناتها نحو تطوير وإحياء أسواق الأوراق المالية لجذب مزيد والاستفادة من الوفورات المتدفقة، بالإضافة إلى المميزات الأخرى، كالتخلص من عبء المديونية وخفض تكلفة رأس المال والتخصيص الأمثل للموارد والاستخدامات في ضوء الخواص المتميزة لهذه الأسواق ومقدرتها على جلب اهتمام المستثمرين الأجانب للحصول على طرق التمويل المتنوعة، تحقيقاً للنمو والتنمية الاقتصادية بها.

ومن خلال ما سبق ذكره تبرز الإشكالية الرئيسية لهذه الورقة البحثية كما يلي:

" ما مدى تطور الأسواق المالية الناشئة في ظل الأزمات التي تعاني منها و ما مدى مساهمتها في خلق

الإستثمار و تنمية الإقتصاديات خاصة النامية منها ؟ "

و للإجابة على الإشكالية التالية يتم التطرق إلى المحاور التالية :

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة

المحور الثاني : واقع الاستثمار في الأسواق الناشئة وأهم أزماتها المعاصرة

المحور الثالث: مساهمة الأسواق الناشئة في تنمية الإقتصاديات النامية وتنشيط الإستثمارات - حالة البلدان

العربية-

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية الناشئة:

لقد كان تطور الأسواق المالية الناشئة مكبوحاً بعدة عوامل، فمن جهة لم تجتمع شروط خلق سوق مالية نظراً للضعف الدخل الوطني والمستويات الادخار، ومن جهة ثانية ضعفاً لاقتصاديات التي كانت تسيطر

عليها الدول، ولكن مع منتصف الثمانينات كانت الأمور أكثر ملائمة لقيام أسواق مالية حديثة تتميز بنوع من الانتعاش النسبي.

تعود كلمة "ناشئة*" في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الإستفادة من العوائد المرتفعة فيها، والمؤكد أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة

أولاً- مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومراحل تطورها :

إن لفظ الأسواق المالية الناشئة ظهر حديثا وكان أول استخدام للفظ الأسواق الناشئة آنذاك من قبل خبراء مؤسسة التمويل الدولية (IFC) في دراستهم لنمو الأسواق المالية في المناطق الأقل تقدما في العالم حيث كان خبراء مؤسسة التمويل الدولية، يعتمدون في تصنيفهم للأسواق المالية الناشئة على عدة معايير كمية وكيفية وجغرافية واقتصادية، واستنادا لهذه المعايير فإن كل سوق يمر بمرحلة "السوق الناشئ" في بداية تطوره. وبذلك أطلقت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ "سوق ناشئ" إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين

- إذا تواجد هذا السوق في اقتصاد نام.

- إذا كان السوق بذاته بصدد نمو

1- تعريف الأسواق المالية الناشئة:

في الحقيقة لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية النمو بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس الأسواق الضعيفة ، التي لم تدخل بعد مرحلة الإنطلاق ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها.⁽¹⁾

فيما يلي نذكر بعض التعاريف :

✓ الأسواق المالية الناشئة هي أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم.

✓ مصطلح السوق الناشئ ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثا أو على البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام في اقتصاديات تلك البلدان .

مما سبق نجد ان الاسواق المالية الناشئة هي أسواق قائمة في الدول النامية شهدت حالة من التطور و النمو في الحجم بعدما كانت في حالة ركود و لها قدرات على مواصلة نموها و تطورها و التحسين في درجة

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

(1) DUFOUR.J.F, Les marchés émergents, Paris, Armand Colin,1999, p 25.

كفاءتها و فعاليتها أدائها كونها قطب لجذب رؤوس الاموال المحلية و الدولية من خلالالعوائد المرتفعةالتي حققتها.(2)

2- مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة:

يمكن التمييز عادة بين أربعة مراحل أساسيةلتطور السوق المالي الناشئ تختلف حسب البلد ومدتطور السوق في حد ذاته،كما يلي :

المرحلة الأولى : تتصف فيها الأسواق المالية الناشئة بقلّة عدد الشركات المدرجة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضهاالتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز ، وانخفاض السيولة وضعف إطارهاالمؤسساتي، وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولا، كبديل استثماريللودائع المصرفية التقليدية وكثيرا ما تكون بديلا للسندات الحكومية.

المرحلة الثانية : في هذه المرحلة يرتفع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائحالتنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح،ومن ثم يبدأ المستثمرين الدوليين يدركون مميزاتلتنوع الناشئة عن الاستثمار في هذه الأسواق، مع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة.(3)

المرحلة الثالثة:في هذه المرحلة تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وزيادة حجماالسهم المصدرة وتزداد حركة التداول، فتبدأ شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولتإلى قطاع خاص بطرح أولى إصداراتها للجمهور الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة وقدتدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية.

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة تصبح الأسواق أكثر نضجا والتي ترتفع فيها بدرجة كبيرة السيولة وأنشطة المتاجرة وكذلك يزداد اتساع السوق المالي،كما تتخفف علاوة المخاطر للأوراق المالية إلنالمستويات الدولية التنافسية، وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالةالاقتصادية كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة.

ثانيا- خصائص الأسواق المالية الناشئة وشروط قيامها :

1- خصائص الأسواق المالية الناشئة:

تتسم غالبية الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من المميزات لعل أهمها ما يلي :

(2)د. السعيد ، هالة حلمي. الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، منشورات بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، العدد 58 ، 1999 ، ص48.

(3)أسماء بلميهوب. العولمة المالية وأثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة (حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية) ، رسالة ماجستير ، إقتصاد دولي جامعة سطيف، 2003-2004 ، ص 12 .

1-1- الحجم الصغير: يعكسه كل من مؤشر رسملة السوق وعدد الشركات المسجلة في السوق، وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق معدلات جيدة وارتفاع مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع .

1-2- درجة تركيز عالية : تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

1-3- تذبذب كبير للأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة: تقاس درجة التذبذب هنا بواسطة الانحراف و هو حاصل قسمة سعر السهم على عائدته و يكون الإنحراف للمعياري لعوائد السوق المعنية و أيضا بمعدل هذا المعدل مرتفع جدا في الاسواق الناشئة.

1-4- التطور السريع: حيث حققت العديد من الأسواق الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسني اندونيسيا، تركيا، البرتغال، فنزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى بالدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه الأسواق .

1-5- قلة الكفاءة في التنظيم و ضعف المنظومة القانونية: إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة كفاءة من أجل السير الحسن للعمليات المالية بالإضافة للجهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة كما لا بد من وجود قوانين لحماية المدخرين والمستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الاموال واعادتها الى الوطن او تحويل الارباح.⁽⁴⁾

2- شروط قيام الأسواق المالية الناشئة:

تتشأ السوق المالية أساسا من وجود ضغوطات داخلية (طلب التمويل) وأخرى خارجية (عرض التمويل) مع توفر شروط الجاذبية المطلوبة التي تسمح بالتقاء كل من العرض والطلب الدولي على التمويل .

2-1- الطلب الدولي على رؤوس الأموال:

أدت أزمة المديونية في بداية الثمانينات إلى التقليل من اللجوء إلى القروض المصرفية لتمويل هذه الاقتصاديات المدينة، ومن ثم كان لا بد من إيجاد مصادر تمويل مباشرة دون اللجوء إلى الوساطة وقد تمت في البداية عمليات التخفيض من المديونية، والتي وضعت في إطار "مخطط برادي" في مارس 1989، والذي جاء بفكرة توريق ديون البلدان النامية، حيث ساهمت هذه العمليات في إمكانية الإستجابة في الأسواق الدولية لرؤوس الأموال لعشرات المليارات من الدولارات من سندات "برادي" المصدر من بلدان أمريكا اللاتينية بشكل خاص، كما قدمت البنوك الامتيازات بكثافة لاختيارات تحويل مستحققاتها على البلدان النامية إلى سندات مقابل تخفيض المبلغ الرئيسي أو الفائدة، وضمن هذه الشروط قادت عملية توريق الدين مع التطور الكبير للأسواق الناشئة إلى تحول جزء من قروض هذه البلدان إلى محافظ جميع المستثمرين الدوليين.

2-2- العرض الدولي لرؤوس الأموال:

⁽⁴⁾ منير إبراهيم هندي. الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 97.

مع الركود الاقتصادي الذي ضرب البلدان المتقدمة في بداية التسعينات إضافة إلى انخفاض معدلات الفائدة في عدد منها ومن بنها الولايات المتحدة الأمريكية، سارع المستثمرون الأجانب و المحليون سعيًا وراء العوائد المرتفعة إلى استثمار أموالهم في البلدان النامية ، سواء في الأسواق المالية (أسهم وسندات) أو باستثمارات طويلة الأجل في شكل مساهمات القطاع الإنتاجي المحلي، ولقد تطورت التدفقات المالية المتوجهة للأسواق الناشئة في شكل استثمارات المحفظة المالية⁽⁵⁾.

ثالثاً- تصنيفات ومحددات نمو الأسواق المالية الناشئة:

1- تصنيفات الأسواق المالية الناشئة:

هي مجموعة من المقاييس يمكن من خلالها الحكم على طبيعة الأسواق الناشئة ومستويات تطورها :

1-1- الأسواق الناشئة والتي في حالة ركود:

تتألف هذه المجموعة من الدول التي مازالت أسواقها في المراحل الأولى من التطور والتي تتصف بقلة عدد الشركات المدرجة و انخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز، وانخفاض السيولة و ضعف اطارها المؤسسي ، وتبدأ الأسواق في كسب ثقة المستثمرين المحليين وتصبح أكثر قبولاً كبديل استثماري للودائع المصرفية التقليدية. وتشمل هذه المجموعة عدداً من الأسواق في أفريقيا (كوت ديفوار، زيمبابوي) وفي أوروبا الوسطى والشرقية وفي أوكرانيا، وبعض الدول الاشتراكية في آسيا، وتتميز أغلبية هذه الدول بوجود صعوبات تعترض حل مشاكلها، وبمردود ضعيف للاقتصاد، وتدفق ضعيف لرؤوس الأموال الدولية.

1-2- الأسواق الناشئة بالمعنى الحرفي:

تتميز هذه الأسواق بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح ، ونظراً لأن أسواق الأسهم الآن اكتسبت قدراً من المصداقية فإن الضغط الخارجي من أجل زيادة فرصة الوصول إلى تلك السوق والضغط في الداخل من أجل الحصول على التمويل بسعر منخفض، أدى إلى تخفيض حدة الضوابط المفروضة على سوق المال فيها. وقد دخلت أسواق الأسهم في الصين وكولومبيا والهند وباكستان وبيرو والفلبين كلها في هذه المرحلة.

1-3- الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:

تتميز اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها أسواق هذه المجموعة بمعدل تضخم منخفض، إستقرار نسبي في سعر الصرف، نظام مالي وبنكي متطور، الاندماج في الأسواق الدولية للأسهم والسندات كما تكون العائدات السوقية أقل تقلباً وتحدث زيادة سريعة في نشاط التداول في حجم الأسهم المصدرة ويزداد مع حجم التعامل بصورة ملموسة، وتتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية، وتعتبر أسواقها المالية مؤشراً

⁽⁵⁾ H.Bourquinat, *Finance internationale*, Presses Universitaires De France, France, 1997, P575.

للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في إقتصاد الدولة، كما هو حالهونغ كونغ، كوريا، المكسيك وسنغافورة⁽⁶⁾.

جدول رقم (01) : قائمة الأسواق المالية الناشئة

أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	أوروبا	إفريقيا	الشرق الأوسط
الأرجنتين	الصين الشعبية	الهند	روسيا	جنوب إفريقيا	إسرائيل
البرازيل	كوريا الجنوبية	إندونيسيا	المجر	نيجيريا	مصر
الشيلي	الفلبين	ماليزيا	بولونيا	تونس	
كولومبيا	تايبوان	باكستان	جمهورية التشيك		
المكسيك	سيريلنكا	الأردن	اليونان		
البيرو	تايلاند		فنزويلا		

Source :Société Financière Internationale (www.ifc.org)

2- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة:

ترجع أسباب النمو في الأسواق المالية في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب المستثمرين بمعدلات مرتفعة إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية :

2-1-العوامل الداخلية :

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها كثير من الدول النامية، وأهمها برامج الخصخصة التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة رسيمة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية.
- إصلاح القطاع المالي حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بالتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات .
- تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق ورفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية.
- تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة في كثير من الدول النامية، مما أدى إلى إستقرار أسعار الصرف الذي يعد عنصرا مهما من عناصر جذب الاستثمار .
- خفض العجز في الموازنة العامة للدولة، وخفض معدلات التضخم، الأمر الذي كان له كثير من الآثار الإيجابية على الإقتصاد الكلي.

⁽⁶⁾جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، مصر، 2000، ص153.

- إبتاع الدول النامية لعمليات المقايضة وهي تعني (مقايضة الدين بأسهم) بمعنى تحويل ديونها إلى أسهم وبيعها في أسواق الأسهم فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية إلى أسهم هذاالدول، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها.

- إرتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول النامية مثل كوريا وتايلاند والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول.

2-2-العوامل الخارجية:

- إنخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9,8% في أبريل 1989 إلى 2,9% في نوفمبر 1992 وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد.⁽⁷⁾

- إرتفاع معدلات السيولة النقدية عالميا نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة وزيادة حجامالأموال لدى الدول المصدرة للبتروول مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية. - تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة مما أدى إلى المساهمة في تحسين كفاءتها وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة وقد ساعد ذلك على نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من إستخدام تلكالوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

رابعا- بعض مؤشرات الأداء في الأسواق المالية الناشئة :

إن المؤشرات المعتمدة في قياس درجات أداء الأسواق المالية سواء الناشئة أو المتقدمة ترتبط عادة بمقاييس نشاط و نضج السوق المالية في حد ذاتها:⁽⁸⁾

1- مؤشر حجم السوق:

تشير الدراسات الاقتصادية الحديثة إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق المالية، فهو يدل على مدى إنتشار ثقافة الاستثمار المالي من جهة، كما يعطي فكرة على مدى جاذبية السوق من جهة أخرى،

سواء بالنسبة للمستثمرين المحليين أو الدوليين. ويندرج تحت هذا المؤشر مؤشران فرعيان هما:

1-1-رسملة السوق :وهو مؤشر يبرز النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول في السوق

المالية إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، أما من حيث المعنى الاقتصادي لهذا المؤشر فإن هذا المؤشر يدرس

⁽⁷⁾ عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، ص 12.

⁽⁸⁾ كيبه محمد، مؤشرات الأسواق المالية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، جامعة تشرين، سوريا، 2003، ص 11.

بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال، حيث بلغت في الأسواق المتقدمة 99.28% سنة 1997 مقابل 35% في الأسواق الناشئة.

1-2- عدد الشركات المسجلة: تدل الزيادة في عدد الشركات المسجلة في السوق على إلتعاش الثقافة المالية في هذا السوق مما يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق وهذا بدوره يشجع الشركات على تسجيل أكبر بهذه السوق.

2- مؤشر درجة السيولة: يستخدم الباحثون تعبير السيولة للإشارة إلى القدرة على سهولة شراء وبيع الأوراق المالية، وسيولة أصل مالي تتيح للمستثمر إمكانية تبادل مجموعات كبيرة من هذا الأصل بدون تأثير كبير على السعر، ومن مؤشرات التعبير عن سيولة التداول نجد كل من معدل التداول و الدوران :

أ معدل التداول: ويساوي مجموع الأسهم المتداولة في البورصة مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي

ب- معدل الدوران: يساوي قيمة إجمالي الأسهم المتداولة مقسوماً على رسملة السوق، وتتميز غالبية الأسواق الناشئة باختلاف معدلات الدوران وبالتالي باختلاف درجة النشاط.

3- مؤشر درجة التركيز: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في قيمة التداول والمعنى الاقتصادي أو المالي لهذه العلاقة هو ملاحظة مدى التقارب أو التباعد بين حصص كل الشركات المسجلة من حيث مساهمتها في رسملة السوق أو في سيولته، بمعنى آخر فهذا المقياس يدرس مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق ودرجة تأثيرها على سيولته، وبالتالي فإن ظهوره بنسب عالية يدل على تباين الشركات المسجلة من حيث حجمها وقيمة أسهمها المسجلة وكذا من حيث رواج أسهمها وتداولها، ويمكن القول بأن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة إلى 20% يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% وأكثر.

4- المؤشرات المرتبطة بالعوائد: يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق إستثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد، وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار على الأسواق المالية، وهناك مؤشران: (9)

4-1- المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية (IFCI): يظهر المرودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية.

4-2- مؤشرات مورجان ستانلي كابيتال العالمية (Morgan Stanley capital international)

(9) المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، بعض مؤشرات البورصات العالمية، 2000، ص 02 .

هي مؤشرات ثم عملها و تصميمها من أجل قياس أداء الأسواق التي تغطيها بنفس مبدأ المؤشر السابق سواء الأسواق المتقدمة (MSCI ACWI INDEX) أو الأسواق الناشئة و النامية (MSCI Emerging MarketIndex) ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

جدول رقم (02) : أكبر أوزان الأسواق بمؤشر MSCI

الأسواق (البلد)	النسبة (الوزن)	الأسواق (البلد)	النسبة
الصين	24.48 %	أندونيسيا	3.39 %
كوريا الجنوبية	14.57 %	ماليزيا	2.42 %
تايوان	12.40 %	تايلاند	2.19 %
البرازيل	8.01 %	بولونيا	1.58 %
جنوب إفريقيا	7.67 %	تركيا	1.52 %
الهند	6.67 %	الشيلى	1.41 %
المكسيك	4.56 %	فيليبين	1.31 %
روسيا	4.16 %	البقية	3.67 %

المصدر: من إعداد الباحث وفقا لمعطيات مختلفة

مؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال الدول العربية (msci arabian index) يتألف من 11 مؤشر من 11 دولة عربية، 06 من دول مجلس التعاون الخليجي (الكويت والبحرين وعمانقطر والإماراتوالمملكة العربية السعودية) و 05 من الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (المغرب والأردن ومصر وتونس ولبنان). والبلدان التي لديها أعلى الوزن في مؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال الدول العربية هم: (10)

- السعودية 49.30 %

- الكويت 19.40 %

- مصر 8.00 %

- الإمارات 7.00 %

- قطر 6.60 %

المحور الثاني : واقع الاستثمار في الأسواق الناشئة وأهم أزماتها المعاصرة

(10) نادي خبراء سوق المال السعودي، مؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال الدول العربية (msci arabian index) ، تاريخ الإطلاع 10-

لقد تطورت الاسواق المالية الناشئة و أصبحت تستقطب رؤوس أموال أجنبية و مستثمرين و أصبحتتافس الاسواق المتقدمة ، كنتيجة لوتيرة النمو الاقتصادي السريع التي عرفتها هذه الاسواق إثر تصاعد حجما لاستثمارات سواء المحلية او الأجنبية، إلا أن الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة تواجهه العديد من المخاطر وكدليل على ذلك حدوث بعض الأزمات كالتالي أصابت كل من المكسيك روسيا ودول شرقآسيا، حيث سنسلط الضوء على هذه الأخيرة .

أولاً- أشكال الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة:

تشير الإحصائيات على أن الادخار المحلي هو مصدر نمو الأسواق المالية الناشئة وهذا لا ينفي الدور الفعال للأموال الأجنبية في تطوير و نمو الأسواق المالية الناشئة ومن بين الأدوات الاستثمارية نذكر ما يلي:

1- صناديق الاستثمار المحلية : تمكنت هذه الاستثمارات غير المباشرة من تعبئة أموال المستثمرين المحليين و لعبت دورا هاما في تنمية البورصات المحلية، و عرف هذا النوع من الصناديق انتشارا واسعاً في الكثير من الدول خاصة بعد التنظيم و السيولة التي عرفتها البورصات المحلية، إلى جانب هذا أنشأت دول عديدة من بينها البيرو و الأرجنتين في الآونة الأخيرة صناديق المعاشات الخاصة التي ساعدت على تعبئة مدخرات عالية طويلة الاجل للأفراد.

2- الاستثمار الاجنبي بالمحفظة المالية :

توجه أموال الاستثمار في الأسواق العالمية بإقامة مشروعات في الدول الأجنبية و الاعتماد على الاسواق المالية هو ركيزة أساسية يقوم عليها التنوع في إدارة المحافظ المالية فقد أدى دخول المستثمرين الأجانب في كل من تايبوان و اندونيسيا الى تنشيط الاستثمار المحلي، و بذلك يحقق الراس المال الاجنبي فائدة للأسواق الناشئة إذ انه ينشط الاقتصاد، و يزيد الثقة و يعمل على استكمال النقص في راس المال المحلي.

أ- تدفقات الاستثمار بالمحفظة :

حيث توضح الاحصائيات ان ثمة زيادة سريعة في تدفقات الاستثمار بالمحفظة المتوجه الى الدول النامية كانت هذه الزيادة ملموسة بشكل خاص في دول أمريكا اللاتينية و دول شرق آسيا، حيث إتجهت هذه الموارد نحو عدد محدد من الدول و هي الأرجنتين و البرازيل و المكسيك من ناحية و ماليزيا و اندونيسيا و تايلندا من ناحية أخرى .

ب المشتقات في الاسواق الناشئة :

من أكثر أنواع المشتقات شيوعاً في الاسواق المالية الناشئة هي الاوراق القابلة للتحويل و السند القابل للتحويل، يسمح للمستثمر أن يشتري خياراً بعيد الاجل ليحول سنده الى ورقة من الاوراق المالية المستخدم بسعر ثابت .

كما لقيت الإصدارات القابلة للتحويل بشكل خاص لدى الشركات الكورية و التايوانية و الاندونيسية في السنوات الأخيرة بالإضافة إلى الأوراق القابلة للتحويل يوجد ما يسمى بالمقايضات. و التي هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل مجموعة من التدفقات النقدية في تاريخ مقبل. و أكثر أشكال المقايضة في الدول النامية هي تحويل الديون إلى أسهم وقد استخدم تغيير مقايضة الديون بالاسهم كمترادفين و بمقتضاه يتم

تحويل الدين الخارجي المقوم بعملية اجنبية الى العملة المحلية في الاستثمار بالاسهم و يقوم المستثمر بشراء الدين الخارجي في السوق الثانوية.

ثانيا- مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة

إن عملية الاستثمار في الاسواق المالية تواجه عدة مخاطر و خاصة منها الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة ومن جملة المخاطر التي تواجه عملية الاستثمار نذكر مايلي :

- 1- **مخاطر إعادة رأس المال إلى بلده الأصلي** : وذلك من خلال وضع قيود على دخول وخروج رأس المال الأجنبي مما يجعل تعذر تحويل الأموال إلى البلد الأم ويكون أحيانا خاضعا للموافقة الحكومية.
- 2- **مخاطر السيولة** : تكون أقل مقارنة مع الأسواق المتقدمة وهذا يعني أنالمستثمرون قد لا يتمكنون البيع أو الشراء بسعر عادل، و لذلك قد يضطر المستثمر إلى دفع علاوة كبيرة حتى يتمكن من شراء الأسهم.
- 3- **مخاطر العملات** :تقلبات شديدة في سعر الصرف او في اسعار الفائدة او في كليهما معا، وعلاوة على ذلك إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات الضرورية لتلاشي تلك الاثار نظرا لانخفاض مستوى الاحتياطات الاجنبية فقد يترتب على ذلك اختلال ميزان المدفوعات كما قد يترتب على الصدمة السلبية التي تتمثل في انخفاض اسعار السلع التصديرية الرئيسية او زيادة اسعار اهم السلع المستوردة او انخفاض تدفقات رأس المال في الدخل ،تحويل المستثمرين الاجانب لأموالهم خارج البلد و ذلك لانهم يرغبون في الاحتفاظ باستثماراتهم في المناطق التي تقدم العائد المرتفع و يتمثل ذلك بقيام المستثمرين الاجانب ببيع ما في حوزتهم من اسهم محلية و شراء العملات الاجنبية .⁽¹¹⁾

4- **مخاطر المعلومات والتكاليف الإدارية** :تعد التكاليف الخاصة بالاستثمار مرتفعة نسبيا في الأسواق الناشئة انعكاسا للتكاليف العالية للحصول على المعلومات، وتداول الأوراق المالية في الدول النامية إلى جانب ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الحفظي الاسواق الناشئة عنها في الدول المتقدمة الى جانب ضريبة التي تفرضها بعض البلدان كنسبة من اجمالي قيمة التعليمات بالإضافة الى ذلك فان عدم تطبيق المعايير المحاسبية و اشتراطات الافصاح و القواعد التنظيمية يمكن ان يحدث ما يسميه بعض المستثمرين المخاطرة الادارية.

المحور الثالث : مساهمة الأسواق الناشئة في تنمية الإقتصاديات النامية و تنشيط الإستثمارات

- حالة البلدان العربية-

أولاً- دور الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد:

لقد ساد الاعتقاد بأن التمويل بنظام الوساطة المالية، أي من خلال الجهاز المصرفي، هو أساس قيام اقتصاد الإقتصاديات ، خاصة مع التطور الكبير الذي شهده عالم الصيرفة في الآليات وفي التقنيات. وقد امتد

(11) د. ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الإقتصاد الوطني "سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية،سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27)، العدد 2005،ص 16 .

هذا الاعتقاد إلى غاية منتصف السبعينيات في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وإلى غاية بداية الثمانينيات بالنسبة للدول الأوروبية، غير أنه وبفعل التكاليف المرتفعة نسبياً للنظام السابق (أي نظام الوساطة) بالنسبة للمؤسسات، والسعي نحو توظيفات أكثر مردودية بالنسبة للمدخرين، تم التحول إلى الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد، حيث أصبحت عمليات التمويل تتم أكثر فأكثر عن طريق إصدار الأوراق المالية، فقل نصيب البنوك في التمويل وانتشرت اللوساطة أو ما يعرف باقتصاد الأسواق المالية⁽¹²⁾.

وتتدرج الأسواق المالية في إطار سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل، والتي تعتبر قاعدة التكوين الرأسمالي في أي مجتمع. ولذلك فإن قيام الأسواق المالية ظلت لازمة من لوازم تنشيط الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي وتنقسم السوق المالية إلى سوق أسهم وسوق سندات، ومن خلالها تتمكن المؤسسات من التمويل بالأموال الدائمة، ونميز بين مستويين من الأسواق المالية: أولية وثانوية.

وعليه، فالسوق المالية تعبر عن شبكة من القنوات التي يتم من خلالها تدفق رؤوس الأموال، وبسبب الانفتاح الواسع النطاق الذي عرفته الأسواق المالية، والتطور الذي عرفته تكنولوجيات الإعلام والاتصال، أعطيا الأسواق المالية بعداً عالمياً، حيث أصبحت التدفقات المالية تتم عبر مختلف نقاط العالم في زمن حقيقي. إن الهدف من السوق المالية هو استقطاب الموارد المالية وتقليص الفجوة بين الادخار والاستثمار. ومن البديهي أن المدخرات إذا لم تجد منفذاً إلى قطاع الاستثمار ستتحول إلى قطاع الاستهلاك، إن لم تبق في صورة سيولة جامدة.

وبعد ضعف الأسواق المالية، أو غيابها أحياناً، من الأسباب الأساسية لتدني حجم الادخار وتدفق رؤوس الأموال نحو الخارج. وبالتالي، فإن هذا العجز يمثل سبباً جوهرياً في تفاقم أزمة المديونية الخارجية، والتي طالما بررت بعجز الادخار المحلي⁽¹³⁾.

وفي هذا الصدد تشير الدراسات إلى أن معدل الادخار في البلدان العربية بلغ نحو 18.6% من الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بنحو 23.3% على مستوى العالم، وبنحو 26.5% على مستوى الدول النامية. وتستحوذ الدول الخليجية على أكبر جزء منه، إذ بلغ معدل الادخار فيها نحو 27.5%، بينما لا يتعدى 15.2% في باقي الدول العربية. أما بالمبالغ فقد بلغ حجم الادخار المحلي للأقطار العربية مجتمعة نحو 115.7 مليار دولار، في الوقت الذي كان فيه الناتج المحلي قد بلغ 622 مليار دولار. وبالمقابل تشير الدراسة أن حجم إجمالي استثمارات الدول العربية (لنفس السنة) قد بلغت نحو 134.4 مليار دولار، وهو ما يمثل حوالي 21.6% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية التسع عشرة المتاح عنها بيانات، وبذلك تكون فجوة ادخار استثمار سلبية بنسبة 3% من الناتج المحلي الإجمالي، وبنحو 18.7 مليار دولار أمريكي باعتبار المبالغ.

⁽¹²⁾ الخطيب فوزي. الأسواق المالية ودورها في التنمية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003،

ص 9.

⁽¹³⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2003، ص 09.

وإلى جانب الدور الذي تلعبه السوق المالية في تجميع المدخرات، تؤدي أيضا دور المنظم (régulateur) في توزيع هذه الأموال ، فمن خلال الأسواق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية) ، بل ومن خلال حركية الأسواق المالية (في الحالة العادية) يتم التعرف على الوضع الاقتصادي وتوجهاته المستقبلية في أي بلد ، ذلك أن قرارات الاستثمار قائمة أساسا على التوقعات (anticipations).

ومن هذا المنطلق يأتي دور الدولة، وذلك من ناحيتين: فمن ناحية، يتعين عليها صنع سياسات إقتصادية قادرة على توجيه هذه التدفقات المالية فيما يخدم التنمية الاقتصادية، وذلك باعتماد أساليب شتى كمنح الامتيازات والتفضيلات والإعفاءات الضريبية..، ومن ناحية أخرى، يتوجب على الدولة توفير مناخ استثماري ملائم، والذي يعد بمثابة العمود الفقري لكل نشاط استثماري. ومما سبق يمكن تجزئة دور الأسواق المالية كما يلي:

1- تعبئة المدخرات المالية: تساهم الأسواق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشاؤون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.

2- توفير السيولة للمستثمرين: أصبحت الأسواق المالية تلعب دورا هاما وحيويا في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصادات المتقدمة وبعض الاقتصادات النامية، إذ ارتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة⁽¹⁴⁾.

3- التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة: تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر ، فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشرا على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشرا على قدوم مرحلة إنتعاش.

4- تحويل الفائض غير الموظف إلى إدارة مختصة (الشركات المساهمة) بدلا من جامعي الأموال: يساهم السوق المالي في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية في سورية وكان لها تجارب ناجحة في الفترة التي تلت مرحلة الاستقلال الوطني. فالشركات المساهمة تتيح للمواطنين توظيف وتجميع رؤوس أموالهم الصغيرة ضمن رأس مال الشركة الكبير الذي يمكنها من القيام بمشروع تنموي هام. ويساعد ذلك على زيادة حصيلة ضريبة الدخل ويقلل أعباء الدوائر المالية في التدقيق ويوفر فرص عمل جديدة تخفض معدلات البطالة.⁽¹⁵⁾

⁽¹⁴⁾ صقر محمد. الأسواق المالية ودورها في التنمية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003،

ص5.

⁽¹⁵⁾ حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، مارس 2004، ص 08.

5- الرقابة على أداء الشركات : تعتبر البورصة جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفوءة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية و تتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط.

ثانيا- دور الأسواق المالية في تنشيط و ترقية الاستثمارات:

1- مناخ الاستثمار في البلدان العربية:

تشير مختلف الدراسات إلى أن مناخ الاستثمار هو الذي يحكم تدفق الاستثمارات عبر العالم. فالبلد الذي يتمتع بأكبر درجة من الاستقرار (السياسي والاقتصادي)، ويتوفر على بنية صناعية صلبة، فضلا عما يقدمه من الإغراء والضمانات، هو الذي سيستحوذ على أكبر قدر من تدفقات رؤوس الأموال.

غير أن مناخ الاستثمار ليس ظاهرة معزولة، لاسيما في ظل اقتصاد معلوم واقتصاديات انتقالية تطمح إلى الاندماج في الاقتصاد العالمي، وهو الأمر الذي يفرض عليها تطبيق و إحترام قاعدة الإنفتاح، كما أن آثار أحداث 11 سبتمبر 2001 لم تبق منحصرة في الولايات المتحدة، خاصة بعد ردة الفعل القوية التي انتهجت تحت شعار مكافحة الإرهاب، والتي مست عدة مناطق من العالم.

ولعل من أبرز هذه الآثار تدني مستوى الثقة لدى المستثمرين في بعض المناطق من العالم، وهو ما أدى إلى إعادة توزيع الاستثمارات العالمية جغرافيا، كما كان ذلك من الأسباب الرئيسية في الانخفاض المتواصل في سعر الدولار الأمريكي، خاصة بالمقارنة مع اليورو. وكنتيجة لتراجع معدلات الاستثمار اضمحلت فرص العمل وتزايدت نسب البطالة.

ومن ناحية أخرى أدت أزمات الأسواق المالية التي حدثت في السنوات الأخيرة، إلى إدراك مدى تأثير هذه الأسواق على الاقتصاديات المحلية والإقليمية، بل وحتى الدولية.

ومن أجل مواجهة تلك المخاطر تم اعتماد نظم معلومات مالية ونظم للإنذار المبكر في عدد من البلدان، تهدف إلى التنبؤ بالأزمة (كثقلبات أسعار الصرف) واكتشاف بوادرها قبل حدوثها، ولا طالما كثر الحديث عن هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بسبب عدم ملاءمة مناخ الاستثمار ، وعلى الرغم من عدم وجود إجماع حول مبلغ رؤوس الأموال العربية في الخارج، حيث يقدرها بعضهم بـ 800 مليار دولار، في حين قدرت إحدى الدراسات أن هذه الأموال تتراوح بين 1000 و 3000 مليار دولار، غير أن المؤكد هو أن هذه الأحداث قد زادت للطين بلة، حيث أشارت التقارير الأخيرة بشأن الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تدني فضيع في مستوى الاستثمارات المتدفقة إلى الأقطار العربي.⁽¹⁶⁾

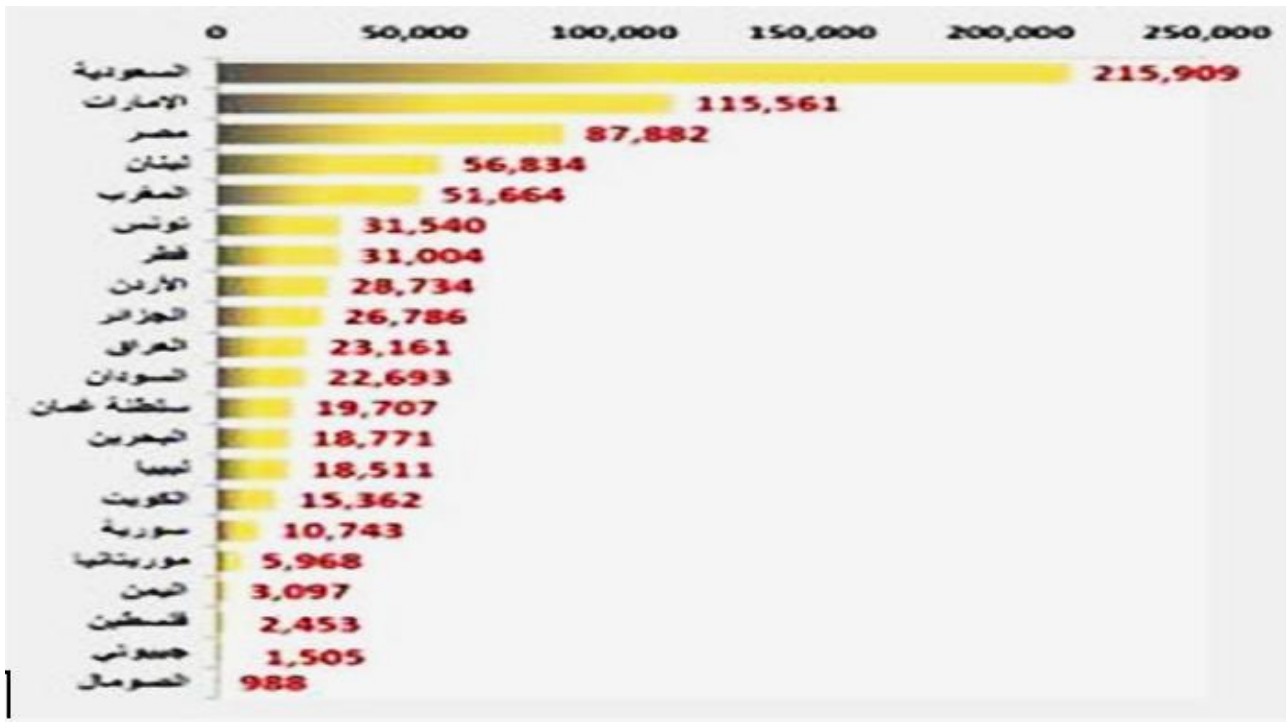
أعلنت المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات (ضمان) عن تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الدول العربية تراجعا بنسبة 8% إلى 44 مليار دولار عام 2014، مقارنة بالعام 2013

⁽¹⁶⁾إسماعيل حسن، "مناخ الاستثمار في الدول العربية .. هل يمكن تحسينه؟"، جريدة الأهرام الاقتصادي، العدد 1764، 2002 .

ولتمثل ما نسبته 3.6% من الإجمالي العالمي البالغ 1.23 تريليون دولار، و 6.4% من إجمالي الدول النامية البالغ 681 مليار دولار.

وأوضحت المؤسسة في التقرير السنوي الـ 30 لمناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2016، والذي أطلقتته من مقرها في دولة الكويت، أن التركيز الجغرافي للتدفقات الواردة تواصل خلال العام حيث إستحوذت كل من الإمارات والسعودية للعام الثاني على التوالي على أكثر من 41% من الإجمالي، حيث تصدرت الإمارات بقيمة 10 مليارات دولار وبحصة 23%، ثم تلتها السعودية في المركز الثاني بقيمة 8 مليارات دولار وبحصة 18.3%، كما جاءت مصر في المرتبة الثالثة بقيمة 4.783 مليارات دولار وبنسبة 10.9%، ثم حل العراق رابعا بقيمة 4.782 مليارات دولار وبحصة 10.9%، ثم المغرب في المركز الخامس بقيمة 3.58 مليار دولار وبنسبة 8.2%.

الشكل رقم (01): حجم الإستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية 2016 (مليون دولار)



المصدر: تقرير الإستثمار العالمي 2016 ، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية (UNCTAD)

و يشير تقرير مناخ الاستثمار لعام 2016 كشف عن استحواذ الإمارات والسعودية على 41% منها 789 مليار دولار أرصدة لاستثمارات أجنبية مباشرة في المنطقة تمثل 4% من الإجمالي العالمي البالغ 26 تريليونا.⁽¹⁷⁾

كما أشار تقرير لمؤسسة ضمان الاستثمار العربية لمناخ الأعمال لـ 2016 أن الجزائر إستحوذت خلال 12 سنة الماضية، على نسبة 6.6% من مجموع الاستثمارات العربية البينية بالسوق الوطنية، والتي قدّرت قيمتها

⁽¹⁷⁾ المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وإئتمان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في البلدان العربية 2015، ص 70.

بـ24.3 مليار دولار، أين غاب تصنيفها ضمن الدول التي تستثمر في الخارج، حسب تقرير مناخ الأعمال لسنة 2016 لمؤسسة ضمان الاستثمار العربية.

لكن، ومع الأسف، فعلى الرغم من تشريعات الاستثمار المتراكمة لدى الدول العربية، بما تنطوي عليه من تحفيزات و ضمانات، وعلى الرغم من الزيارات المتتالية لمسؤولي هذه الدول إلى أوروبا وأمريكا من أجل شرح هذه التشريعات وطمأنة المستثمرين في الخارج والترويج للفرص الاستثمارية المتاحة في دولهم، لم تفلح في جذب الاستثمارات بمستوى يستحق الذكر.

فإلى جانب عنصري الأمن والرواج الاقتصادي، يتطلب مناخ الاستثمار الإيجابي إرساء قواعد منافسة كاملة، تطفو فيها العدالة والشفافية في المعاملات بوضوح.

2 - مساهمة الأسواق المالية الناشئة في ترقية الاستثمارات:

إن الأساس الذي تقوم عليه ترقية الاستثمار، قبل أي حديث عن دور الأسواق المالية أو غيرها، هو تشجيع القطاع الخاص وتحرير مبادرات إنشاء المؤسسات وترقية روح المقاول والمخاطرة. فعمليات الخصخصة، التي لعبت الأسواق المالية دورا في تنفيذها، تظل مرحلة سوف تنتهي مهما طال أمدها. أما إنشاء المؤسسات فلا ينتهي، بل وهو الدلالة على نمو الاقتصاد، وهو المعبر الحقيقي عن القدرة على جذب الاستثمارات. ومن الملاحظ أن مؤسسات القطاع الخاص غالبا ما تعامل من طرف الهيئات والمؤسسات الحكومية معاملة الريب، بينما تعامل مؤسسات القطاع العام وفق مبدأ الأولوية. كما أن نشاط مؤسسات القطاع الخاص غالبا ما ينحصر في قطاع الخدمات والمناولات (sous-trairance) وبعض الصناعات الخفيفة، في حين نجد ما يسمى بالقطاعات الاستراتيجية محتكرا من قبل مؤسسات عمومية.

فجذب الاستثمارات يبدأ في نظرنا بإعادة الاعتبار للقطاع الخاص وتهيئة المناخ المناسب له حتى يصبح الفاعل الرئيسي في الاقتصاد. فالحرية والأمان والرواج هي المتغيرات التي تتحكم في أي قرار استثماري، ومن بين أدوات تحقيق الرواج الاقتصادي السوق المالية.⁽¹⁸⁾

ولا نرى أننا في حاجة إلى تبرير أهمية وجود الأسواق المالية في توفير التمويل والسيولة العامة للاقتصاد، ولذلك نكتفي بتأكيد ضرورة الإسراع بتطوير مثل هذه الأسواق، أو بالأحرى ضرورة التحول التدريجي من إقتصاد القروض إلى إقتصاد الأسواق المالية، مع تنويع الأدوات المالية المرافقة لها. كما نؤكد أيضا بأن الأسواق المالية ما هي إلا وسيلة، أو عاملا من ضمن عوامل أخرى، لإنعاش النشاط الاستثماري. إن إرساء ثقافة اللاموساطة المالية يستوجب تفعيل دور الأسواق المالية وتقريبها من الجمهور، ويتم ذلك عمليا من خلال الترويج للأدوات المالية المتداولة ونشر بيانات السوق بصورة دورية، وكذا عقد ندوات إعلامية مع المتخصصين. فلا نتصور أن تكون هناك فائدة كبيرة من الإعفاءات الضريبية على عوائد المنتجات المالية في مجتمع يفتقر أصلا إلى ثقافة التعامل مع هذه الأدوات ومع البورصة.⁽¹⁹⁾

⁽¹⁸⁾ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص 102.

⁽¹⁹⁾ د. عبد المقصود عيسى، محفزات الاستثمار في الدول العربية ومعوقاته، دراسة قدمت الى المؤتمر العلمي الاول لقسم المالية والمصرفية كلية

الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك 23-25/11/1998، اربد، الاردن، ص 11-13.

تحتل وظيفة توفير السيولة للمشاريع الاستثمارية أهمية بالغة في مساهمة السوق المالية في عملية النمو الاقتصادي. فالمشاريع الكبيرة تتطلب إلتزاما طويل الأمد من قبل المستثمرين، ما يجعل معظم المستثمرين يترددون في التنازل عن مدخراتهم لفترات طويلة. غير أن وجود أسواق مالية تتمتع بسيولة عالية، يجعل من السهل على المستثمرين ربط مدخراتهم في مثل تلك المشاريع طويلة الأمد، إذ سيكون باستطاعتهم بيع حصتهم في أي مشروع بسهولة ويسر من خلال السوق المالية، ما يعني أن السوق المالية تتمتع بسيولة عالية من مخاطر الاستثمار المتعلقة بالمشاريع طويلة الأمد، وتشجع بالتالي على الاستثمار في تلك المشاريع، ويحسن من فرص النمو الاقتصادي. كما تساهم السوق المالية أيضا في دعم النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الرقابة الإدارية. فأسواق رأس المال التي يمكن وصفها بأنها أسواق كفوة تسهل من عملية ربط كفاءة مدراء الشركات بأداء أسهم الشركة في السوق، ما يحفز إدارات هذه الشركات على بذل جهود كبيرة من أجل تحقيق أفضل النتائج واستخدام أساليب الحكم الرشيد في إدارتهم لهذه الشركات.

الخاتمة :

خلاصة القول في هذه الدراسة أن الأسواق المالية الناشئة رغم حداثتها إلا أنها تطورت بشكل كبير وأصبحت تعطي عوائد ممتازة للمستثمرين رغم ضعف التسيير فيها، وأكبر نجاح لهته الأسواق هو إمتصاصها للأزمة الأسيوية بشكل سريع، كما أنها مرة بعدة مراحل لكي تنمو بهذا الشكل الكبير وأصبحت لها مكانة في ظل الأسواق المتقدمة مع جذبها الكبير للمستثمر الأجنبي ، ولعل نجاح هته الأسواق جعلها قدوة لدول أخرى تحذو حذوها ومنها بعض الدول العربية.

لكن هناك مفارقة في الواقع العربي: فمن جهة، يلاحظ ضعف في أداء الأسواق المالية العربية ومحدودية في أحجامها، ومن جهة ثانية، هناك قناعة راسخة لدى الح لثومات بأهمية هذه الأسواق ودورها الحاسم في جذب الاستثمارات، وأنشئت أجهزة متعددة محليا وإقليميا لبلورة هذه القناعة عمليا ، ومع ذلك فشتان بين الحقيقة والطموح.

فلقد علمتنا التجربة أن جذب الاستثمارات لن يتم من خلال تراكم النصوص التشريعية وعقد المؤتمرات الترويجية مع المستثمرين في الداخل والخارج، وإنما يتم بالعمل الميداني في مجال الإصلاح الاقتصادي والمالي وتوفير قاعدة صناعية متكاملة وإرساء قواعد منافسة كاملة وتطهير السلوك الإداري من البيروقراطية السلبية، وكذا ترقية الأدوات المالية، وتشجيع ودعم إنشاء المؤسسات، وتنمية الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد.

وأعتقد أنه لو استطاعت الحكومات العربية توفير المناخ المناسب للاستثمار لأغناها ذلك عناء التجول عبر العالم بحثا عن مستثمر، فرأس المال هو الذي يبحث عن الفرص في المناطق الآمنة والمربحة. وتجربة بلدان جنوبي شرق آسيا أبلغ دلالة على ذلك.

المراجع:

- 1-DUFOUR.J.F, **Les marchés émergents**, Paris, Armand Colin,1999, p 25.
- 2-د. السعيد ، هالة حلمي. الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة ، منشورات بنك الكويت الصناعي ، الكويت ، العدد 58 ، 1999 ، ص48.
- 3- أسماء بلميهوب. العولمة المالية وأثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة (حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية) ، رسالة ماجستير ، إقتصاد دولي جامعة سطيف، 2003-2004 ، ص 12 .
- 4- منير إبراهيم هندي. الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر ، 1997، ص97.
- 5- Bourquinat.H, **Finance internationale**, Presses Universitaires De France, 1997, P575.
- 6- جودة صلاح السيد. بورصة الأوراق المالية علميا عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، مصر، 2000، ص153.
- 7- عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، ص 12.

- 8- كبيه محمد، مؤشرات الأسواق المالية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، جامعة تشرين، سوريا، 2003، ص 11.
- 9- المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، بعض مؤشرات البورصات العالمية، 2000، ص 02 .
- 10- نادي خبراء سوق المال السعودي، مؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال الدول العربية (msci arabian index) ، تاريخ الإطلاع 10-11-2018 .
- 11- د. ياسر بو حسون. شادي أحمد زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني "سورية، دراسة تحليلية استشرافية"، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27)، العدد 2005، ص 16 .
- 12- الخطيب فوزي. الأسواق المالية ودورها في التنمية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003، ص 9.
- 13- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص. "أسواق المال"، الدار الجامعية ، الإسكندرية 2003 ، ص 09 .
- 14- صقر محمد. الأسواق المالية ودورها في التنمية، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، 2003، ص 5.
- 15- حسان خضر ،"تحليل الأسواق المالية" ، مجلة جسر التنمية ، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط ، مارس 2004 ، ص 08 .
- 16- إسماعيل حسن، "مناخ الاستثمار في الدول العربية .. هل يمكن تحسينه؟"، جريدة الأهرام الاقتصادي، العدد 2002، 1764 .
- 17- المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وإئتمان الصادرات، تقرير مناخ الاستثمار في البلدان العربية 2015 ، ص 70 .
- 18- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر، عمان، 2003. ص 102.
- 19- د. عبد المقصود عيسى، محفزات الاستثمار في الدول العربية ومعوقاته، المؤتمر العلمي لقسم المالية والمصرفية كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اليرموك خلال الفترة 23-25/11/1998، إربد، الاردن، ص 11-13.