الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université de M'SILA
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département : des Sciences Économiques

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية

العنوان

دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية

– دراسة تحليلية للأسواق المالية العربية من(2000-2015)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر(أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية ونقود

إعداد الطالبة: **إشراف الأستاذة:**

زعبار سلوى **لعميد نور الهدى**

لجنة المناقشة

أعضاء اللجنة	الرتبة	الصفة
حدباوي أسماء	أستاذ مساعد ب	رئيسا
لعميد نور الهدى	أستاذ مساعد أ	مشرفا
بنابي فتيحة	أستاذ مساعد ب	مناقشا

السنة الجامعية: 2016/2015

بسم الله الرحمن الرحيم

كلمة شكر

قال الله تعالى في محكم تنزيله"{وأما بنعمة ربك فحدث} صدق الله العظيم لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بنعمة العلم ويسرت لنا سبله ويسرت لنا من يعيننا على تحصيله وعلمتنا ما لم نكن نعلم فلك الحمد ربنا كما ينبغي لجلال وجهك وعظيم سلطانك

ثم الصلاة والسلام على خير المعلمين سيد الخلق أجمعين

يتنازع في نفسي شكر وتقدير لكل من جعلهم الله عونا لي فغمروني بكل معاني العون وعلى رأسهم الأستاذة المشرفة لعميد نور الهدى

كما يشرفني أن أتقدم بفائق شكري وتقديري إلى السادة أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة هذه المذكرة وصرفهم جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها وإبداء ملاحظاتهم السديدة داعية من الله أن يحفظهم ويرعاهم

إلى الذين حضينا بشرف الجلوس متعلمين بين أيديهم

قال العماد الأصفهاني

إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتابا في يومه إلا قال في غده

لو غير هذا لكان أحسن

ولو زيد هذا لكان يستحسن

ولو قدم هذا لكان أفضل

ولو تركت هذا لكان أجمل

وهذا أعظم العبر وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر

إهداء

إلى الذي لا إله إلا هو سبحانه لا شريك له إلى روحي قدوتي حبيبي محمد صلى الله عليه وسلم إلى كل من أحبهم في الله

يتوق القلب ليخاطب من شذى بذكرهما اللسان وقال فيهما الرحمان: "وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"الإسراء الآية123

إلى الشمعة التي تحرق نفسها لكي تضيء علينا إلى التي سهرت الليالي من أجلي إلى التي أحست بأحزاني وأوجاعي إلى التي خصها الله بالتقدير فوضعها موضع التقديس والإجلال أمي الحبيبة أطال الله في عمرها

إلى من كله الله بالهيبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار أرجو من الله أن يمد في عمرك لترى ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة سعادة إلى القلب الكبير.....أبي الغالي أطال الله في عمره

إلى شموع البيت وأنوار القلب سندي في الحياة إخوتي وزوجاتهم، أخواتي وأزواجهم

إلى براعم الأمل ومهجة الحياة وفرحة عمري أبناء إخوتي وأخواتي إلى جدتي حفظها الله

إلى من ودعتني وأنا على أبواب التخرج جدتي" رحمها الله"

إلى كل الأهل والأقارب خاصة خالي النوي وعائلته الذي كان أبا ثان لي وأعانني كثيرا

إلى صديقاتي التي تسكن صورهم وأصواتهم أجمل اللحظات والأيام التي عشتها

إلى كل أساتذتي من الطور الابتدائي إلى الطور الجامعي وكل من علمني الخير

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل ولم يكتبه قلمي فهو مكتوب في قلبي

إلى كل هؤلاء شكري الجزيل وامتناني.

فهرس المحتويات

الفهرس

كلمة شكر	
الإهداء	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
المقدمة العامة	
الفصل الأول:مفاهيم عامة حول الأسواق المالية	
تمهيد	8
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	9
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية	9
أولا: نشأة الأسواق المالية	9
ثانيا: تعريف الأسواق المالية	11
المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية	12
أولا: السوق النقدية	12
ثانيا: أسواق رأس المال	14
المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية وأهميتها	18
أولا:وظائف الأسواق المالية	18
ثانيا: أهمية الأسواق المالية	19
المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية	20
أولا : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	20
ثانيا : أنواع الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية	25
المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية	30
المطلب الأول:تعريف كفاءة الأسواق المالية وأنواعها	30
أولا: تعريف السوق الكفء	30
ثانيا: أنواع كفاءة الأسواق المالية	31
المطلب الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية وشروطها	35

أولا :متطلبات كفاءة الأسواق المالية	35
ثانيا: شروط كفاءة الأسواق المالية	37
المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بالأسواق المالية	38
المطلب الرابع: عوامل نجاح السوق المالي	43
خلاصة	44
الفصل الثاني:مفاهيم أساسية حول التنمية الاقتصادية	
تمهيد	46
المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية	47
المطلب الأول: تعريف التنمية الاقتصادية وأهدافها	47
أولا : تعريف التنمية الاقتصادية	47
ثانيا: أهداف التنمية الاقتصادية	48
المطلب الثاني: مؤشرات التنمية الاقتصادية	53
أولا: المؤشرات الاقتصادية للتنمية	53
ثانيا: المؤشرات غير الاقتصادية	54
المطلب الثالث:الفرق بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي	56
أولا : تعريف النمو الاقتصادي	56
ثانيا: الفرق بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي	57
المطلب الرابع:مراحل تطور نماذج التنمية الاقتصادية في الدول العربية	59
أولا: مرحلة التنمية المخططة	59
ثانيا: مرحلة الإصلاحات الاقتصادية	60
المبحث الثاني: واقع وآفاق الأسواق المالية العربية	61
المطلب الأول : عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية	61
المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية وسبل تطويرها	62
أولا: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية	62
ثانيا: سبل تطوير الأسواق المالية العربية	64
المطلب الثالث: تحديات وآفاق إنشاء سوق مالية عربية واحدة	66

أولا : تحديات إنشاء سوق مالية عربية موحدة	66
ثانيا: آفاق إنشاء سوق مالية عربية موحدة	68
المطلب الرابع:دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد	69
خلاصة	72
الفصل الثالث: دراسة تحليلية للأسواق المالية العربية ودورها في التنمية الاقتصادية للفترة من{2000-2015 }	
تمهيد	74
المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية والمغربية	75
المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية العربية	75
أولا : سوق عمان المالي	75
ثانيا: سوق الأسهم السعودي	80
ثالثا: سوق مصر المالي	81
المطلب الثاني: نظرة عامة حول أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي	83
أولا : سوق تونس	83
ثانيا : بورصة الدار البيضاء	84
ثالثا: بورصة الجزائر	86
المطلب الثالث: مفهوم مؤشرات أداء البورصات	90
أولا : تعريف مؤشر حجم التداول	91
ثانيا: تعريف مؤشر القيمة السوقية	91
ثالثا:مؤشر معدل دوران الأسهم	91
رابعا: مؤشر عدد الشركات المدرجة	91
المبحث الثاني: تطور مؤشرات أداء البورصات محل الدراسة خلال الفترة من2000 إلى2015.	92
المطلب الأول: قياس مؤشرات أداء البورصة في الدول العربية محل الدراسة	92
المطلب الثاني : قياس مؤشرات أداء البورصة في الدول المغاربية محل الدراسة	97
المبحث الثالث:مؤشرات التنمية الاقتصادية وعلاقتها بالأسواق المالية	102
المطلب الأول:مؤشرات التنمية الاقتصادية	102

المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في تجنب الآثار التضخمية	107
المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في زيادة الادخار،السيولة وتخصيص الموارد	108
المطلب الرابع: التأثير الايجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية	110
خلاصة	113
الخاتمة العامة	120
قائمة المراجع	124

فهرس الجداول

الرقم	العنـوان	الصفحة
(1-1)	الأدوات المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال	31
(2-1)	المفاهيم الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية	42
(1-2)	أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية	60
(1-3)	مؤشرات أداء سوق مصر المالي	96
(2-3)	مؤشرات أداء سوق عمان المالي	97
(3-3)	مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي	99
(4-3)	مؤشرات أداء سوق الدار البيضاء	101
(5-3)	مؤشرات أداء سوق الجزائر	102
(6-3)	مؤشرات أداء سوق تونس المالي	104
(7-3)	معدلات التضخم للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2015)	107
(8-3)	معدلات البطالة للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2014)	109
(9-3)	الناتج المحلي للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2014)	111

فهرس الأشكال

الرقم	العنـوان	الصفحة
(1-1)	التقسيم الأكثر شيوعا للأسواق المالية	19
(2-1)	أهم أنواع الأوراق المالية في مختلف الأسواق المالية	30
(3-1)	رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة	36
(4-1)	رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة	36
(5-1)	المستويات الثلاثة للكفاءة	43
(6-1)	فرضيات الصيغ الثلاثة للكفاءة	44

المقدمـــــــــــــــة العامـــــــــــــــــة

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا إنها لم تأخذ شكلها الحديث الذي تعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل المركز الحيوي في النظم المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، حيث تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز.مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض المالي ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية وتوفير السيولة اللازمة لها، وتنشيطها من شأنه أن يساهم في توفير السيولة النقدية الضرورية للاستثمار وبالتالي التنمية.

وتبقى الأسواق المالية في المنطقة العربية محدودة الأداء مقارنة بالدول الناشئة والمتطورة، ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة عوامل من أهمها:محدودية نشاط القطاع الخاص وطبيعة الشركات المدرجة بالبورصات العربية،بالإضافة إلى هشاشة النظام المصرفي والأنظمة المحاسبية،التي تعتبر حجر الأساس كونها بنك المعلومات التي تمثل أساس اتخاذ قرارات المستثمر المالية ناهيك عن مشكل الشفافية ونمو الاقتصاد غير الرسمي؛ ومن المهم التأكيد بأن الأسواق المالية العربية قد خطت خطوات واسعة بشأن تطويرها من الناحيتين التشريعية والمؤسسية وحتى في مجالات الإفصاح والشفافية إلا أن ذلك التطور لازال بحاجة إلى مزيد من الدعم من مختلف الجهات لتمكين الأسواق المالية من القيام بدورها الهام والحيوي في زيادة الادخار والاستثمار وتعزيز التنمية الاقتصادية حيث لا يمكن لهذه الأسواق القيام بدورها المطلوب بدون استكمال بنيتها التحتية سواء من الناحية التشريعية أو الهيكلية أو من حيث تنوع الأدوات المالية فيها. و قد حظيت الأسواق المالية العربية باهتمام العديد من الباحثين الأكاديميين في المنطقة العربية في الآونة الأخيرة حيث أضحت الأسواق

المالية تمثل عناوين مؤتمرات علمية وأطروحات دكتوراه، إلا أن ذلك يبقى محدودا نوعا ما خاصة من الناحية الكمية على المستوى الوطني مقارنة بذلك في باقي الدول المتقدمة والناشئة، ومن ثم بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية.

وتبعا لما سبق تتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث والتي يمكن صياغتها على النحو التالي: "ما دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية للفترة من(2000-5015)؟"

وللوقوف على هذه الإشكالية، نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية :

- ✓ ما المقصود بالأسواق المالية ؟
- ✓ ما ماهية التنمية الاقتصادية؟
- ✓ ما دور الأسواق المالية في تحريك التنمية الاقتصادية؟ وما مكانتها في تفعيل التنمية الاقتصادية؟

فرضيات البحث:

- قصد الإجابة على هذه الأسئلة نقدم في هذا الإطار الفرضيات الآتية:
- الأسواق المالية هي سوق للتمويل تربط بين أصحاب العجز والفائض المالي أو هي ملتقى يجمع ما بين المدخر والمستثمر.
- التنمية الاقتصادية هي العملية التي تحدث تطورا للمجتمع بأبعاده الاقتصادية والاجتماعية أي الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم لتوفير الرفاهية.
- الأسواق المالية هي جوهر النظام المالي الذي تتخذ في كنفه منشآت الأعمال المختلفة قراراتها التنموية والاستثمارية، وتكمن فعاليتها في زيادة حجم الاستثمار والذي بدوره يؤدي إلى فعالية ونجاعة التنمية الاقتصادية أي أنها تعتبر المحرك الرئيسي و الأساسي للتنمية.

أهداف البحث:

وتتمثل أهداف البحث في النقاط التالية:

- محاولة التعرف على السوق المالية.
- الاستفادة من خبرات الدول الرائدة في هذا المجال.
- تبيين الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، مع تحديد وإبراز الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية.
- توضيح مكانة الأسواق المالية العربية والوقوف على النقائص التي جعلت منها لم تتبوأ المكانة اللائقة بها.

أهمية البحث:

في ظل تزايد أهمية الأسواق المالية كأهم مصادر لتمويل الدول النامية، وأهم أماكن للاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأجانب، واستفادة الدولة المتلقية من التمويل الأجنبي لسد الفجوة بين الادخار والاستثمار المحليين وجب علينا التعرف عليها .

الدراسات السابقة:

1- دراسة بوعبد الله علي،أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر،بسكرة،2013/ 2014تهدف هذه الدراسة إلى محاولة توضيح اثر نشاط الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية من خلال ستة فصول؛ وتوصل الباحث من خلال دراسته إلى أن وجود سعر صرف مرن يحمي من تعرض البلاد لازمات العملة،فمرونة سعر الصرف تسمح بتغير العملة هبوطا وصعودا وفقا لقوى السوق وهذه القوى قادرة على تصحيح الأوضاع على عكس نظام سعر الصرف الثابت الذي زاد من حدة الأزمة خاصة في ظل تحرير حساب

رأس المال، ولكن لا يمكن الجزم بأفضلية نظام للصرف دون الآخر، فالمسألة ليست التثبيت الدائم أو المرونة الكاملة، ولكن درجة المرونة المطلوبة في ظروف معينة يعتمد على تقدير العوامل المساعدة لزيادة التدفقات الرأسمالية للدولة وظروف وخصائص كل دولة، كما أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في المحفظة المالية لا تشكل السبب الرئيسي في حدوث الأزمات المالية وإنما هي العامل المنشط للإسراع بوقوع الأزمة فوجود خلل ما بالاقتصاد يعد السبب الرئيسي لوقوع الأزمة ويتوقف دور التدفقات هنا على رد الفعل والذي غالبا ما يزيد ويعمق الأزمة.

- سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم–دراسة مجموعة من أسواق المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة منتوري–قسنطينة– الجزائر 2010/2009 تهدف الدراسة إلى محاولة توضيح أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم،من خلال أربع فصول تقدم على الترتيب : كفاءة سوق رأس المال، الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال،قيمة الورقة المالية، واختبار كفاءة سوق رأس المال مع دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية.

توصلت الباحثة من خلال الدراسة التطبيقية باستخدام طريقة الأنماط الطارئة من أجل قياس كفاءة السوق في صيغته الضعيفة من خلال دراسة ما إذا كان سلوك مؤشر السوق عشوائي أم لا إلا أن كل من بورصة عمان وسوق الأسهم السعودي ،سوق الكويت،هي أسواق كفئة في المستوى الضعيف،بينما اتضح أن بورصة مصر،بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء،وبورصة الجزائر غير كفؤة كون أن التغيرات المتتالية في مؤشر السوق غير مستقلة. وبعد اختبار كفاءة هذه الأسواق عند المستوى المتوسط عن طريق معاملات الارتباط اتضح أن كل الأسواق محل الدراسة غير كفئة.

- عبد الحفيظ خزان: تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي – دراسة سوق عمان للأوراق المالي من 2000 إلى 2013– إشراف الدكتور عبد الله

غالم، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر،2014/2013.

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة توضيح أثر سوق الأوراق المالية على تحقيق معدلات النمو الاقتصادي من خلال ثلاثة فصول تقدم على الترتيب: مدخل لسوق رأس المال، سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ومعدلات النمو الاقتصادي – دراسة حالة سوق عمان المالي– توصل الباحث من خلال دراسته

إلى وجود علاقة سببية تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالي إلى النمو الاقتصادي في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية.

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي حيث تم استخدام المنهج الوصفي في الفصل الأول والثاني عندما تم التطرق إلى المفاهيم الأساسية للسوق المالية والتنمية الاقتصادية،أما في الفصل الثالث فقد تم الاعتماد على المنهج التحليلي لتحليل مؤشرات أداء الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية للدول العربية المدروسة.

حدود الدراسة:

تركزت هذه الدراسة في الجانب النظري على تقديم أساسيات حول الأسواق المالية، التنمية الاقتصادية، الأسواق المالية العربية.

وتم التركيز على ثلاثة أسواق من دول المغرب العربي وثلاثة أسواق من الدول العربية خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2015.

أسباب اختيار الموضوع:

- موضوع مناسب للتخصص.

- الميول الشخصي للموضوع.
- موضوع ازدادت أهميته مع ظهور مصطلح العولمة المالية.
- نقص ثقافة ووعي الأفراد حول الأسواق المالية العربية يستدعي تقديم دراسة تساعد المستثمر على أخذ فكرة عنها وإمكانية الاستثمار فيها.

صعوبات البحث:

إن طبيعة الموضوع فرضت علينا مواجهة بعض الصعوبات والتي تمثلت في شساعة الموضوع مما يصعب علينا الإلمام بكل جوانبه وكذلك بسبب بعد حالة الدراسة حيث كانت خاصة بمجموعة من الدول العربية والمغاربية.

هيكل البحث:

لإنجاز هذا البحث جاءت دراسته في ثلاثة فصول رئيسية تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكالية، وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج وبعض التوصيات وتتمثل هذه الفصول في ما يلي: الفصل الأول، خصصناه كمدخل للأسواق المالية، حيث قسمناه إلى مبحثين تضمنا أساسيات حول الأسواق المالية، ففي المبحث الأول تطرقنا إلى ماهية الأسواق المالية أما المبحث الثاني فركزنا فيه على توضيح كفاءة الأسواق المالية مع إبراز عوامل نجاح السوق المالي، وجاء الفصل الثاني: ليتناول في المبحث الأول ماهية التنمية الاقتصادية، كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية وسماتها، أما الفصل الثالث: فخصصناه لدراسة حالة ستة أسواق مالية ثلاثة منها مغاربية والأخرى عربية.

الفصل الأول:

مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تمهيد:

للأسواق المالية دور كبير في الاقتصاد سواء بالنسبة للدول المتقدمة أو الدول النامية كما أنها تعتبر من أهم المصادر التمويلية عن طريق تعبئة المدخرات وتوجيهها للمشاريع الاستثمارية التي من شأنها أن تساهم في التنمية الاقتصادية، لهذا تسعى معظم الدول إلى تطوير أسواقها المالية من أجل النهوض باقتصادها الوطني وتمويل مشاريعها الاستثمارية بدلا من الاحتفاظ بالأموال في شكل سيولة.

لهذا سيتم التطرق إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية بما فيها من تعاريف، الأهمية، تقسيمات، الوظائف وأدوات السوق المالية من خلال المبحث الأول، كما سيتم التطرق إلى كفاءة السوق المالية وعوامل نجاحها في المبحث الثاني.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

أصبحت الأسواق المالية محركا مهما في تنمية الاقتصاديات المختلفة وقطبا رئيسيا في ما يخص عملية التمويل المباشر للمؤسسات، وقد بدأ نشاط هذه الأسواق يتخذ الصبغة الدولية في أواخر القرن ال20 مع التطور الكبير في التقنيات المالية المبتكرة. وسنحاول في هذا المبحث إعطاء أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الأسواق المالية وتطورها التاريخي.

أولا: نشأة الأسواق المالية

كانت فكرة إنشاء الأسواق المالية والنقدية وليدة الحاجة إلى وجود نظام متخصص تتم من خلاله عملية بيع وشراء الأوراق المالية التي كانت قد نشأت نتيجة التطورات الاقتصادية والمالية، فالأسواق وجدت منذ زمن المقايضة التي كانت مقتصرة على بيع وشراء السلع بطرقها البديلة والبسيطة، إلا أنه بعد أن تم إحلال النقود بدلا من سلع المقايضة أصبح السوق لا يقتصر على مكان معين أو سلعة ذات ندرة تستخدم كوسيط للتبادل كما كان سابقا بل أصبح المكان لا يشكل شرطا رئيسيا لتتم عمليات البيع والشراء. وفي أعقاب الثورة الصناعية وتطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص وتقسيم العمل بدأ تغيير هيكلي في أنماط النشاط الإنتاجي وأدواته وأصبح إنتاج السلع المختلفة يحتاج إلى أدوات إنتاجية جديدة وإلى موارد مالية ضخمة تفوق القدرة الفردية للمستثمر الفرد، كل تلك الأمور كانت بداية لمفهوم شركات المساهمة. [1]

[1]– مزيود إبراهيم: سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية في البلدان العربية – دراسة حالة الجزائر –رسالة ماجستير، إشراف طيب ياسين ،كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر،2007، ص:3 ، بحث لم ينشر .

فالأسواق المالية نشأت بحكم الضرورة التي تطلبها التوسع الكبير في إنشاء شركات المساهمة والمشاريع التجارية والاستثمارية التي بدأت تنتج عن الأفراد وتعبئتها. وحتى تستطيع تلك الشركات اجتذاب مدخرات الأفراد وتشجيعهم على الاكتتاب بالسندات والأسهم الجديدة، كان لابد من إيجاد الوسيلة المناسبة لتمكينهم من التصرف بتلك الأوراق–الأسهم والسندات– التي تثبت ملكيتهم في مشاريع قائمة أو تثبت ديونهم أو الديون التي في ذمة المقترضين، وبالتالي توفير السيولة النقدية لأوراقهم المالية في أي وقت يشاءون وقد تمثلت تلك الوسيلة في الأسواق المالية المنظمة أو ما يعرف بالبورصات. وما تجدر الإشارة إليه هو أن أول إنشاء للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة انفرس في بلجيكا عام 1460، وفي انجلترا كانت بداية ظهور البورصة في القرن السابع عشر عندما بدأت الحكومة البريطانية وشركات تجارية كبرى تجمع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات فقد استقرت عام 1806.أما في فرنسا فقد ظهرت أول سوق منتظم للأوراق المالية عام 1595، في ليون حيث كان مركز أعمال كبير يتم فيها مداولة أوراق التبادل؛ بينما بورصة باريس فتأسست عام 1826، في بناية خاصة بها وهي التي تشغلها حاليا. أما بورصة نيويورك فقد بدأ التعامل بها سنة 1792، وفي ألمانيا فان أول بورصة أنشأت في فرانكفورت في عام 1402. أما في الوطن العربي فان أول ظهور للبورصة كان بالإسكندرية عام 1883، ثم القاهرة عام 1890، وكان هذا الظهور للبورصة المبكر نتيجة للتوسع في إنتاج القطن أما في المغرب العربي فقد ظهرت بورصة المغرب عام 1932.[1]

أما بالنسبة للبورصات في بعض المناطق العربية الأخرى إلى غاية 1989 لم يكن في العالم العربي سوى 5 بورصات إضافة إلى البورصة المصرية وهي بورصة لبنان 1920، المغرب 1967، تونس 1968، الكويت 1977، الأردن 1978، إلا أن أغلبية هذه البورصات بقيت معطلة النشاط إلى غاية 1955، بسبب ظروف الحروب خاصة بورصة لبنان وفي عام 1989 تم إنشاء بورصات في البحرين والعراق، وبدأت السوق المالية تنشط كذلك في السعودية

[1]– مرجع نفسه ، ص: 4.

في نفس السنة، وفي عام 1999 ظهرت بورصات أخرى في كل من السودان، قطر، الجزائر وفلسطين كما تم إنشاء بورصة دبي عام 2002.[1]

ثانيا : تعريف الأسواق المالية

تعددت تعاريف الأسواق المالية لكنها ذات معنى واحد، لكن قبل التطرق إلى السوق المالية لابد من التعرف على مفهوم السوق أولا.

السوق هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون مع المشترون،[2] والسوق لغة من كلمة ساق يسوق سوقا، وهو حدو الشيء، سميت السوق بذلك لما يساق إليها من البضائع والأشياء والجمع أسواق، أما في الاصطلاح الشرعي فقد عرفها ابن حجر العسقلاني بأنها" اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع ". [3]

ويعرفها خبابة عبد الله "أنها نقطة التقاء العارضين والطالبين ذوي الفوائض المالية التي تزيد عن إيراداتهم والطالبين الذين يعانون من عجز مالي أو هي ذلك النظام المتكامل للتحويل الذي تشرف على إدارته هيئات متخصصة محكمة تحت إشراف السلطات العامة في الدولة بغية تجميع المدخرات وتحويلها نحو القنوات المحتاجة إلى تمويل "[4].

كما يعرفها السيد متولي عبد القادر بأنها "الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفء".[5]

---

[1]– محمد أشرف دوابة: نحو سوق مالية سلامية، الطبعة الأولى ، دار السلام ، القاهرة ، مصر، 2006، ص: 57 .

[2]– أحمد حسن صالح قادر: ظاهرة العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على أسواق المال العالمية ، الطبعة الأولى ، عالم الكتب الحديثة ، عمان ، الأردن 2013 ، ص : 167.

[3]– محمد صبري هارون: أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ، الطبعة الثانية ، دار النفائس، عمان ، الأردن، 2009 ، ص–ص: 13–14.

[4]– خبابة عبد الله : الاقتصاد المصرفي ، الطبعة الثانية ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية، مصر ، 2013 ، ص: 138.

[5] – السيد متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، طبعة الأولى ، دار الفكر، عمان ،الأردن، 2010، ص: 67 .

وتعرفها هبة عبد الحليم " بأنها عبارة عن تنظيم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أن وجودها يكون افتراضي ".[1]

كما يعرفها عبد الغفار حنفي بأنها"الوحدات التي تتدفق الأموال من خلالها في النظام المالي".[2]

ومن خلال التعاريف السابقة يتضح أن السوق المالي عبارة عن نقطة تواصل أو التقاء بين أصحاب الفائض التمويلي وأصحاب العجز التمويلي لتبادل الموارد المالية المتاحة.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية

يعد السوق المالي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة حيث يشمل السوق المالي نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسا في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين:

أولا : السوق النقدية

1- **تعريف السوق النقدية:** يعرفها عبد النافع الزرري وغازي فرح بأنها:"السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها ما يؤيد لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أقرضه لطرف آخر وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وتاريخ استحقاقها لا يزيد عن السنة". [3]

[1] – هبة عبد الحليم عبد ربه ،أحمد علي بكري : علم نفس البورصة وتطوير الأدوات المالية العربية ، الطبعة الأولى ، دار الوفاء لدنيا الطباعة ،الإسكندرية ، مصر ،2015، ص–ص :18–19.

[2]– عبد الغفار حنفي، السيدة عبد الفتاح إسماعيل: الأسواق المالية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 9.

[3]– عبد النافع الزرري وغازي فرح: الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2001، ص: 36 .

كما تتمثل أسواق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة ويكون إقراض الأموال لأجل قصير بهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أيضا وبعبارة أخرى فإن سوق النقد يمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل.[1]

2- تقسيمات السوق النقدية: وتنقسم هذه السوق إلى سوقين هما:

2-1- أسواق الخصم: هي تلك السوق التي يجري فيها التعامل في الأوراق التجارية وأذون الخزانة، بالشراء والبيع، ويمثل شراء هذه الأوراق جانب الطلب عليها سواء طلب البنوك التجارية وحدها، كما هو الحال في المملكة المتحدة مثلا، أما جانب عرض الأوراق التجارية فيتمثل في عرض هذه الأوراق من جانب حملتها في سوق الخصم.

يلاحظ هنا أنه حتى في البلاد التي توجد فيها بيوت الخصم المتخصصة، كالمملكة المتحدة، فإن البنوك التجارية هناك كثيرا ما تعيد خصم الأوراق التجارية التي تكون بيوت الخصم قد خصمتها من قبل إذ أن الخصم يعتبر خط الدفاع الثاني، فالأوراق التجارية أكثر الأصول سيولة بعد النقود وودائع البنوك لدى البنك المركزي، ويمكن للبنوك التجارية أن تغير خصم تلك الأوراق التجارية التي تحمل مواعيد مختلفة للاستحقاق تتلائم مع محفظة الأوراق التجارية لدى تلك البنوك وبذلك تضمن البنوك استمرار سيولتها يوما بعد يوم.

2-2- أسواق القروض قصيرة الأجل: يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتروح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون أطراف هذه السوق: المشروعات، الأفراد من ناحية والبنوك التجارية، بعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان القصير

[1]- محروس حسن: الأسواق المالية والاستثمارات المالية، حقوق الطبع محفوظة للمؤلف، 1993، ص :40.

الأجل من ناحية أخرى، ففي بعض الدول الأوربية كانجلترا وألمانيا يصل الحد الأدنى إلى ليلة واحدة بحيث يتم تجديد آجال القروض يوميا. [1]

ثانيا: أسواق رأس المال

يعتبر سوق رأس المال سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل.

1- **مفهوم أسواق رأس المال:** لسوق رأس المال عدة تعاريف منها:

- ✓ يعرفها عبد الغفار حنفي بأنها عبارة عن" نظام بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين".[2]
- ✓ يعرفها محروس حسن:" بأنها تتمثل في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال أو استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية.[3]
- ✓ ويعرفها ياسر بوحسون وشادي أحمد على أنها" تلك الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة، نذكر منها الأسهم والسندات.[4]

---

[1] – عبد الحفيظ خزان : تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي ، دراسة سوق عمان للأوراق المالية ، رسالة ماجستير ،إشراف عبد الله غالم، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ،الجزائر ،2014 ، ص: 8 بحث لم ينشر .

[2] – عبد الغفار حنفي: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم وسندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر ، 2001، ص:37.

[3]– محروس حسن: مرجع سبق ذكره، ص :41.

[4]– ياسر بوحسون ،شادي أحمد زهرة : الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، المجلد 27 ، العدد 1، 2005، ص 109 .

2- **تقسيات سوق رأس المال:** يتكون سوق رأس المال من سوقين يرتبطان معا ارتباطا وثيقا هما:

2-1- السوق الأولية: تعرف على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.[1]

2-2- الأسواق الثانوية: وهي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتوزيعها بواسطة البنوك والاستثمار أو الاكتتاب فيها من طرف المستثمر في السوق الأولى، وفي هذا السوق يحصلون على نفس الحقوق التي كان يتمتع بها بائع الورقة الأصلي.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى:

2-2-1- السوق المنظمة- الرسمية-: وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا من هذا النوع من النشاط، وهذه المعاملات تجري في مكان محدد وهي البورصة وفي أوقات محددة، وتحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات.

2-2-2- السوق غير المنظمة- غير الرسمية-: يطلق هذا السوق على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة، ويتم التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق 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.[2]

[1]- ضياء مجيد : البورصات- أسواق المال أدواتها الأسهم والسندات- الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008،ص:5.

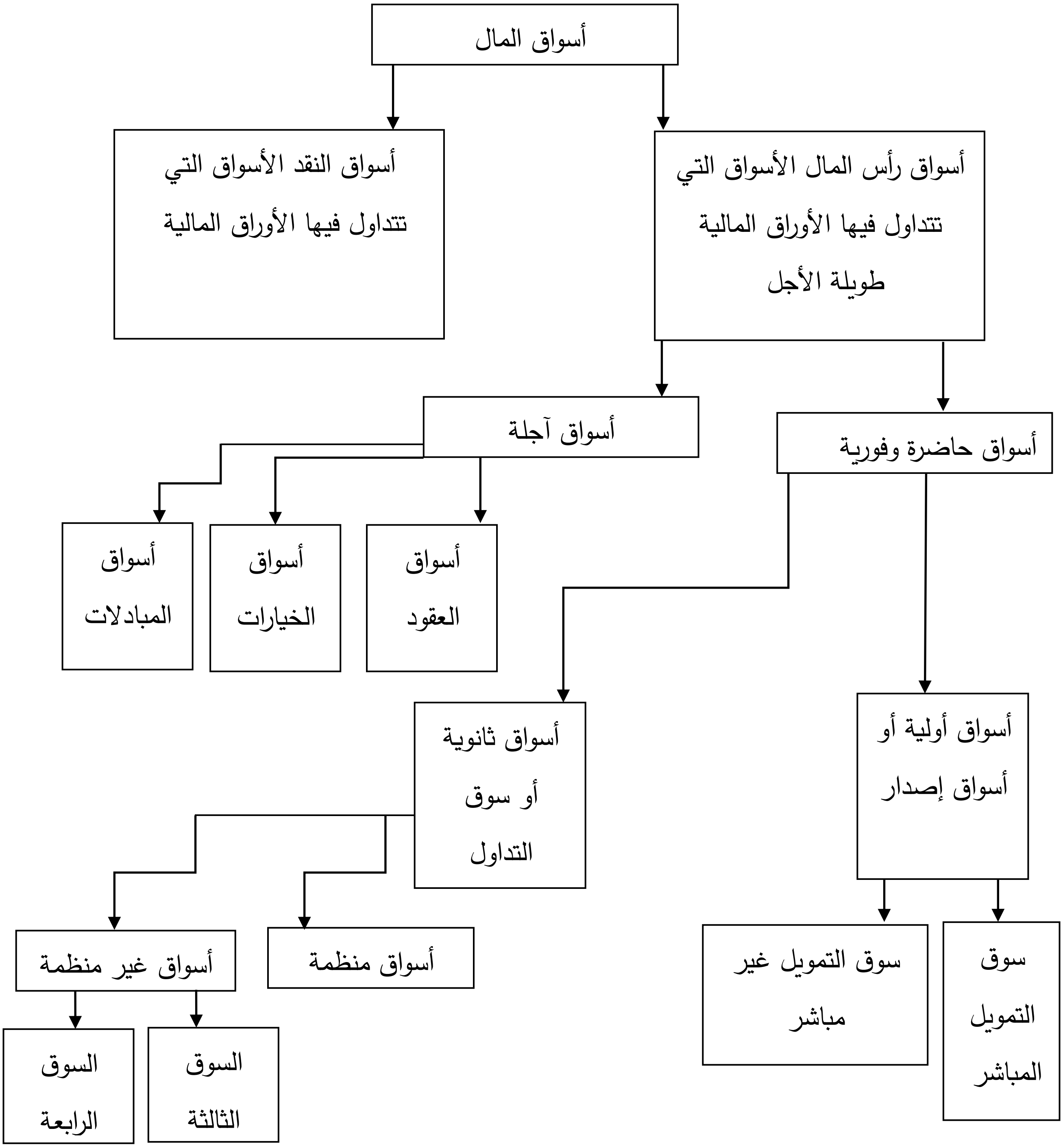
[2]- بو عبد الله علي: أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، إشراف صالح مفتاح، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص: 6.

ويتواجد في هذا السوق نوعان من الأسواق هما:

- ✓ السوق الثالث: وهي جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين 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.
- ✓ السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة، أي خارج السوق المنظمة.[1]

[1]– مرجع نفسه، ص: 6.

الشكل رقم(1-1): التقسيم الأكثر شيوعا للأسواق المالية



المصدر:امحمد بزيرية: دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة وتحفيز النمو الصناعي- دراسة تقييمية مقارنة - أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية، إشراف منور اوسرير،الجزائر، 2014، ص: 09 .

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية وأهميتها

هناك عدد من الوظائف التي تتميز بها الأسواق المالية فقد كان لها دورا هاما في الحياة الاقتصادية، حيث وجدت من أجل الربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت لتشمل وظائف أخرى، كما تعدت وظائفها أهميتها الاقتصادية والاجتماعية.

أولا: وظائف الأسواق المالية تؤدي أسواق المال الوظائف الهامة التالية:

1- تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية.[1]

2- يلاحظ أن الأسواق المالية توفر على المقرضين والمقترضين عناء وتكلفة البحث عن بعضهم البعض، فالشركات القادرة والراغبة تستطيع أن تقترض مثلا، بأن تضع أوراقها المالية على قائمة الأوراق المالية المعروضة للبيع في سوق الأسهم والسندات فتتفادى بذلك التكاليف الباهظة للبحث المباشر، وينطبق الشيء ذاته على المقرضين حيث يتمكنون بسهولة من الحصول على قائمة موسعة من الأوراق المالية المعروضة في سوق الأسهم والسندات.

3- توفر الأسواق المالية معلومات منتظمة لأصحاب الفوائض عن المراكز المالية والائتمانية للمقترضين والتي لم تكن لتتيسر لهم إلا بتكاليف باهظة.[2]

4- توفير السيولة وتنويع المخاطر تتطلب بعض المشاريع الاقتصادية ذات العوائد المرتفعة استخداما كبيرا لرؤوس الأموال، وغالبا ما يطالب المستثمر فيها بالرقابة على مدخراته في المدى الطويل، وفي غياب سيولة البورصة أو أي قناة مالية أخرى لتدعيم السيولة، فان إقدام المستثمر على المشاريع الضخمة ذات العوائد المرتفعة يكون قليلا، غير أن بورصة الأوراق المالية قد تدفع السيولة إلى الارتفاع من خلال توفيرها أصولا مالية كالأسهم التي تصدرها

---

[1] – شذا جمال خطيب: العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2008، ص: 7.

[2]– محمود حامد محمود عبد الرزاق: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013 ص– ص: 242–243 .

الشركات في سبيل زيادة رأس مالها، كما توفر سيولة البورصة تخفيضا للمخاطر ولتكاليف المشاريع الاستثمارية في الأمد الطويل.[1]

ثانيا: أهمية الأسواق المالية

تتمثل أهمية الأسواق المالية في ما يلي:

- ✓ نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تقرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى.[2]
- ✓ تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.
- ✓ من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- ✓ تمكين أصحاب المشاريع من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- ✓ مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- ✓ حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.
- ✓ توزيع المخاطر بين الأعوان الاقتصاديين.[3]

[1]– سامي مباركي: فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات ، دراسة مقارنة : الجزائر ، المغرب وتونس ، رسالة ماجستير ، إشراف صالح عمر فلاحي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة ، الجزائر، 2004، ص : 23 .

[2] – هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية ، في تنشيط الاستثمارات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2009، ص: 84.

[3]– ضياء مجيد: مرجع سبق ذكره، ص: 07.

المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى مجموعتين أساسيتين هما أدوات مالية طويلة الأجل يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وأدوات مالية قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد.

أولا : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعد الأوراق المالية أو الأسهم والسندات محرك أسواق رأس المال باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذه الأسواق.

1- **الأسهم** :

1-1- تعريف الأسهم:توجد عدة تعاريف للأسهم منها

- ✓ التعريف الأول: الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمثل مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وكذلك تصفوية.[1]
- ✓ التعريف الثاني: يعرف السهم بأنه صك مشاركة في رأس مال الشركة الذي يعطي لصاحبه صفة الشريك مع وجود استثناءات، ويعطي الحق النسبي في تسير المؤسسة، الربح المحقق وممتلكاتها.[2]

2-1- أنواع الأسهم:

1-2-1-الأسهم العادية: تعرف على أنها صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة، والحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا.[3]

---

[1] – أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص: 48.

[2] – Bertrrand jak quillat et bruno solnik ,marchès financiers « gestion de portefeuille et des risques ,2 édition,paris 1990 ,p13 .

[3] – بلعزوز بن على ومحمد الطيب امحمد: دليلك في الاقتصاد النقدي البنكي الدولي الأسواق المالية، المالية العامة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القبة القديمة، الجزائر، 2008، ص: 145.

1-2-2- الأسهم الممتازة: تعرف على أنها مستند ملكية له أولوية على حملة الأسهم العادية سواء في الربح الموزع سنويا أو اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها.[1]

2- السندات:

1-2- مفهوم السندات: لها عدة تعاريف نذكر منها

- ✓ التعريف الأول: السند عبارة عن حقوق دائنيه تدفع قيمتها مع الفوائد في موعد لاحق محدد مسبقا، وهو قابل للتداول ويحتفظ بدرجة عالية من السيولة.[2]
- ✓ التعريف الثاني: السند هو عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها، وعلى هذا الأساس فالسند هو عبارة عن إثبات لعملية قرض، ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة.[3]
- ✓ التعريف الثالث: هو تعهد مكتوب بدفع مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل بالإضافة إلى فائدة على القيمة الاسمية تدفع دوريا على أساس معدل فائدة معين.[4]

2-2-أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع كثيرة واستنادا لاعتبارات عديدة نذكر منها:

2-2-1 حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين: حسب هذا الاعتبار هناك أنواع عديدة هي:

- ✓ السندات القابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وذلك بملاحظة مالك السند بأن الأرباح التي يحصل عليها المساهمون أعلى بكثير من الفائدة السنوية الاسمية فانه يطلب من الشركة المصدرة تحويل سنده إلى سهم.

---

[1] – نوزاد الهيتي: مقدمة في الأسواق المالية، الطبعة الأولى، مطابع أديتار، طرابلس، لبنان،1998، ص : 56.

[2] – فريد النجار: البورصات والهندسة، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص : 151.

[3] – الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، الطبعة السابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزائر، 2010، ص: 87.

[4] – عبد الفتاح الصحن: في محاسبة الشركات، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، لبنان،1986، ص: 470.

- ✓ سندات المشاركة في الأرباح: لأصحابها الحق في الحصول على جزء من الزيادة في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة وفق بعض المعايير المحددة مسبقا.
- ✓ السندات ذات المعيار الاقتصادي: في هذا النوع يجري باستمرار تعديل الفوائد السنوية التي يحصل عليها المكتتبون بالسندات أو القيمة التي يحصلون عليها عند سداد سنداتهم.
- ✓ السندات ذات المعيار النقدي: تمتاز عن غيرها من حيث أن الفوائد التي يتحصل عليها حملتها سنويا وكذلك القيمة التي تسدد لهم عند استهلاك السندات لا تبقى ثابتة بل تتغير تبعا لمجموعة من الأرقام القياسية يتركز معظمها على حساب التغير في القوة الشرائية للنقود.[1]

2-2-2 – من حيث جهة الإصدار: وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار

- ✓ سندات الهيئات الدولية والإقليمية: ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسات الإقليمية، بنك التنمية الأوربي وبنك التنمية الآسيوي، وتستخدم هذه الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.
- ✓ السندات الحكومية: وهي سندات تصدر عن الحكومة وغالبا ما يكون المصرف المركزي أو الخزينة هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، وتهدف الحكومة من وراء ذلك الإصدار إلى تمويل احتياجاتها الجارية أو من أجل التأثير على السوق النقدية لامتصاص السيولة.
- ✓ سندات الشركات: وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، وأن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم.

[1] – مروان عطون: الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد، الجزء الأولى، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2005، ص –ص: 72-73.

2-2-3- من حيث شكلها: ونجد

- ✓ سندات اسمية: وتكون كذلك متى حمل السند اسم مالكه وسجل أيضا في سجل المصدر.
- ✓ سندات لحاملها: وتكون كذلك متى خلى السند من اسم المستثمر -حامله- .

2-2-4- من حيث أجلها: وهنا يعتمد على مدة أجلها كمقياس وهي على ثلاثة أنواع

- ✓ سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا وهي محبذة من طرف المستثمرين.
- ✓ سندات متوسطة الأجل: وهي السندات التي تتجاوز السنة ولا تتعدى سبع سنوات على حسب من أصدرها وتكون فائدتها أعلى من الفائدة التي تعطى على السندات قصيرة الأجل.
- ✓ سندات طويلة الأجل: هي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويلية طويلة الأجل وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة بالأجلين القصير والمتوسط.

2-2-5- من عملة الإصدار: من حيث هذا المعيار نجد

- ✓ سندات محلية: وهي السندات التي يصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجرى تداولها في السوق المالية المحلية.
- ✓ سندات دولية: وهي السندات التي تصدرها في بلد ما لصالح مقترض أجنبي وهي على نوعين:

- سندات الأورو دولار: وهي السندات التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات.
- سندات أجنبية: وهي التي يصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس مال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحت فيها السندات. [1]

[1] – بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود: الاقتصاد الإسلامي،الواقع ورهانات المستقبل، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة غير موجودة، ص: 4.

3- المشتقات المالية:

- ✓ التعريف الأول:" هي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال لهذه الأصول، وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري". [1]
- ✓ التعريف الثاني: " المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العمولات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، والعقد أيضا يربط الطرفين بطريقة ملزمة، أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات المالية على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد".
- ✓ التعريف الثالث: " هي عقود جرى تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد الذي يكون له مدة زمنية محددة وسعر وشروط معينة وهي عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداة الأصل موضوع العقد ".[2]

[1]– سمير عبد الحميد رضوان، رضوان حسن: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص:59.

[2]– قايدي خميسي، بن خزناجي أمينة: دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق، دراسة تحليلية للفترة 2009–2013، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 2014، ص: 6.

ثانيا : أنواع الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في السوق النقد فيما يلي:

1- أذونات الخزانة: عبارة عن التزامات قصيرة الأجل تصدرها الحكومات للحصول على التمويل اللازم لتغطية العجز في الميزانية أو سدادا الديون التي استحق سدادها.

الإصدارات في السوق الأولى لأذونات الخزانة تتم من خلال المزاد، حيث تكون هذه الإصدارات بأحجام كبيرة تباع لكبار المستثمرين وتجار الحكومة أما السوق الثانوي لهذه الأذونات تتم من خلال تجار الحكومة أيضا بالإضافة إلى العديد من التجار الصغار الذين يتعاملون مباشرة في السوق حيث يقوم تجار الحكومة بشراء الأذونات من الحكومة وإعادة بيعها للمستثمرين مقابل تعريفة وكذلك البيع والشراء لبعضهم البعض أو لعملائهم من المؤسسات المالية. وتباع أذونات الخزانة لسعر الخصم، أي أوراق مخزونة تصدر بقيمة أقل من قيمتها الاسمية على أن يحصل المستثمر على القيمة الاسمية عند أجل الاستحقاق، الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة التي تم الشراء بها هو عائد هذه الورقة ويحسب معدل الخصم على أذونات الخزانة كالآتي:

العائد السنوي على أذون الخزانة (معدل الخصم) =[القيمة الاسمية – سعر الشراء / القيمة الاسمية] * [360/ الأجل حتى الاستحقاق]. [1]

2- الأوراق التجارية:

هي صكوك قابلة للتداول بالتظهير، وتمثل حقا نقديا وتستحق الدفع لدى الاطلاع أو بعد اجل قصير، ويجري العرف على قبولها كأداة للوفاء بدلا من النقود، كما أن بعض هذه الأوراق التجارية يستخدم كأداة ائتمان حيث تتضمن أجلا للوفاء بقيمتها مثل الكمبيالة والسند الاذني خلافا للشيك الذي لا يؤدي وظيفة ائتمانية لأنه مستحق الوفاء عند الاطلاع.[2]

[1]– السيدة عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار حنفي: مرجع سبق ذكره، ص –ص: 58 –60 .

[2] – جمال عبد الناصر: المعجم الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، 2010، ص: 67.

3- القبولات المصرفية:

هي عبارة عن ورقة تجارية فيها وعد بدفع مبلغ من المال في تاريخ لاحق في المستقبل، وهذه الورقة تكون مضمونة الدفع من قبل البنك الذي ختم عليها بكلمة قبلت، ويحصل البنك مقابل ذلك على عمولة معينة، وقد استخدمت هذه الأداة منذ زمن طويل لأغراض التجارة الخارجية، كما أنها تستعمل لأغراض التجارة الداخلية.

4- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

عبارة عن أدوات مديونية تباع من قبل البنك للمودعين ويستحق المودع عليها فائدة سنوية، ولها موعد استحقاق معين حيث يستلم فيه المودع مبلغ الوديعة مضافا إليه الفائدة المحددة.[1]

وتحسب الفائدة على هذه الشهادات على أساس 360 يوما سنويا، وبالتالي لكي تقارن عائد الأوراق الأخرى ويحسب لها معدل العائد الحقيقي لابد أن تعدل الى المعدل المعادل كالآتي:

معدل الفائدة المعادل لشهادات الإيداع = معدل الفائدة * [360/350]

معدل الفائدة الحقيقي = [1+ (معدل الفائدة المعادل/ (365/أجل الاستحقاق)]* 365/ أجل الاستحقاق]. [2]

5- قروض سوق الأرصدة المركزية:

ويطلق عليها كذلك قروض فائض الاحتياطي القانوني وهي قروض يتم عقدها بين المصارف التجارية لمدة يوم واحد ولذلك تسمى أيضا القروض لليلة واحدة أو يوم واحد، ويمكن تجديد مدتها يوما بعد يوم، وذلك باستخدام ودائع هذه المصارف لدى البنك المركزي، والتي تزيد احتياطاتها القانونية التي تكون ملزمة بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي مقابل الودائع لديها.

---

[1]- عبد الله الطاهر، موفق خليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، مركز يزيد للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص-ص: 364-365.

[2]- السيدة عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ، ص:70.

6- اتفاقيات إعادة الشراء:

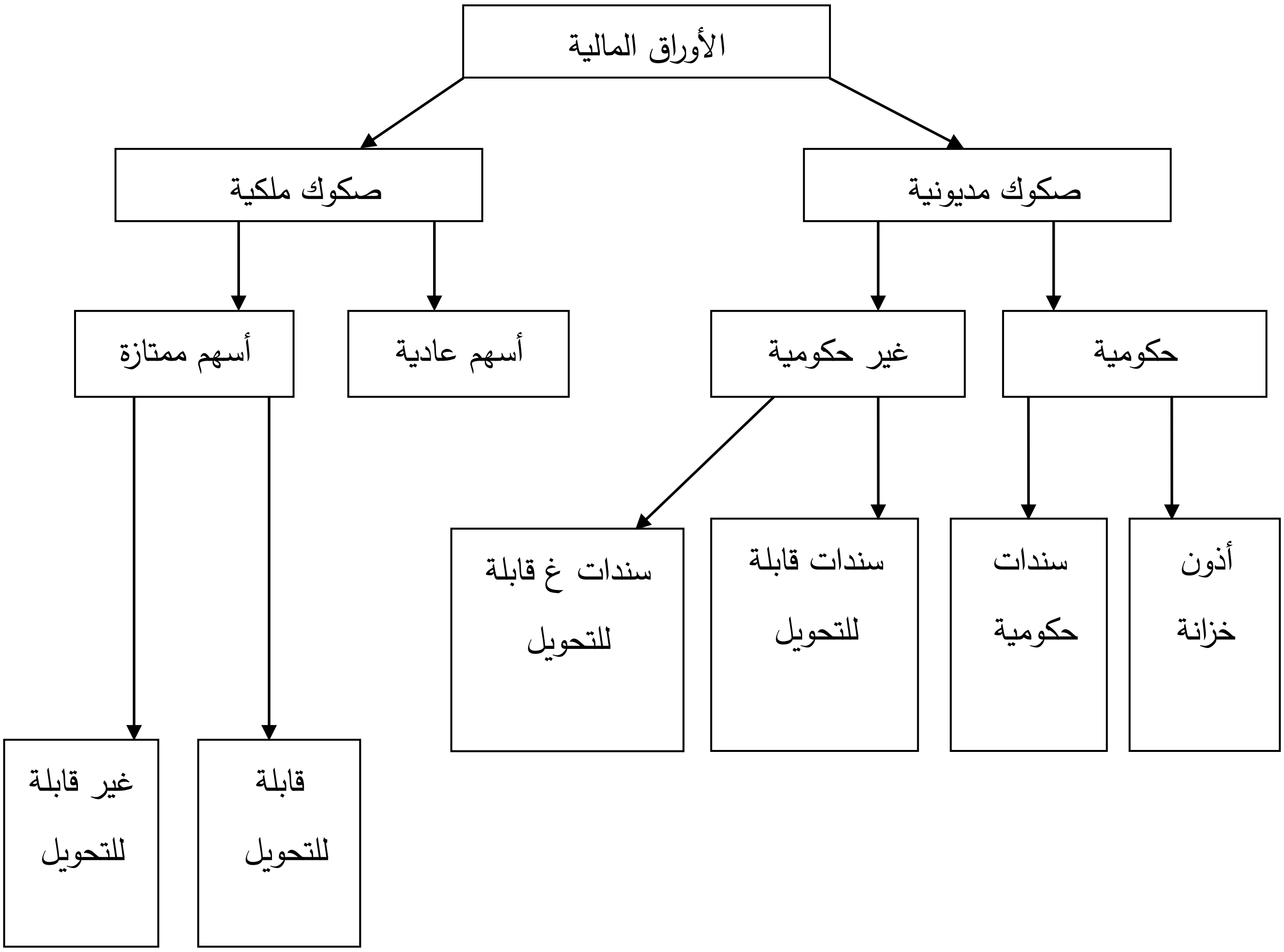
وهذه الاتفاقيات تمثل وسيلة إقراض أو اقتراض قصيرة الأجل جدا، وقد تتم بالحالات ليست بالقليلة ليوم واحد أو عدة أيام وبعضها قد يمتد لشهر فأكثر ويتم استخدامها من قبل الجهات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، التي هي البنوك التجارية، التجار، السماسرة، المستثمرون والشركات، ويتم بموجبها القيام بعملية اقتراض من خلال اللجوء إلى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في إقراضها، ويقدم له ما لديه من أوراق مالية ويحتاج لهذه الأموال، أي بيعها بصورة مؤقتة، وبما يعادل المبلغ الذي يحتاجه، ويتم عقد صفقة إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر ذاته وبسعر يفوق قليلا السعر الذي يتم بيع الأوراق المالية به. [1]

العائد السنوي لاتفاقية إعادة الشراء = [(سعر إعادة الشراء- سعر البيع / سعر البيع) * (360/ أجل الاستحقاق)].[2]

[1]- فليح حسن خلف: الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006، ص-ص: 290- 291 .

[2]- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص:64.

الشكل رقم(1-2) : أهم أنواع الأوراق المالية في مختلف الأسواق المالية



المصدر: محروس حسن: الأسواق المالية والاستثمارات المالية، 1993، ص: 28.

الجدول رقم(1-1): الأدوات المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال

الأدوات المتداولة في سوق النقد	الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
1- أذون الخزانة **2-** شهادات الإيداع القابلة للتداول **3-** الأوراق التجارية **4-** القبولات المصرفية	**1-** الأسهم أ- أسهم عادية ب-أسهم ممتازة **2-** السندات أ- سندات حكومية ب- سندات غير حكومية **3-** حقوق الشراء والبيع أ- حقوق الشراء والبيع التي يصدرها الأفراد ب- حقوق الشراء والبيع التي تصدرها الشركات

المصدر: محروس حسن، الأسواق والاستثمارات المالية، 1993، ص:42.

المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية

ظهر مفهوم كفاءة أسواق رأس المال نتيجة للتطورات التي عرفتها أسواق رأس المال وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل والتساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته.

المطلب الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وأنواعها

أولا: تعريف السوق الكفء

على الرغم من تعدد التعاريف التي حددها الخبراء الاقتصاديين إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد وهو:

التعريف الأول: السوق الكفء هو الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن التقدير التام بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة متطابقة تماما فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية، غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها.[1]

التعريف الثاني: كما تعرف سوق الكفاءة بأنها سوق يعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني للحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الأصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:

- ✓ التخصيص الأمثل للموارد
- ✓ التقييم الدقيق للمبادلات
- ✓ تقديم خدمات بأقل تكلفة.[2]

---

[1]– مفتاح صالح، معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009، 2010، ص:182.

[2]– بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، إشراف قدي عبد المجيد وبراق محمد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص: 105 ، بحث لم ينشر .

ويعرف– مالكيال 2003–: " الأسواق المالية الكفأة على أنها التي لا تسمح للمستثمرين بتحقيق أرباح أعلى من المتوسط دون تحمل مخاطر أعلى من المتوسط ".[1]

ثانيا: أنواع كفاءة الأسواق المالية

تقسم إلى نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية نبرزهما كما يلي:

1–**الكفاءة الكاملة –التامة–:** السوق الكفء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

كما يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر،فتوقعات المستثمرين متماثلة و المعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر الشروط التالية:

- ✓ شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- ✓ حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، وقابلية الأوراق المالية للتجزئة.
- ✓ تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- ✓ حكمة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.[2]

[1]–Borton GM , the efficient market hyboothesis and its ethics ,iorimal of economic perspectives number 1,2003,p 60.

[2]– عبد الحفيظ خزان: تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي –دراسة سوق عمان للأوراق المالية من2002إلى 2013، رسالة ماجستير، إشراف عبد الله غالم، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص:72.

1- 2 معوقات الكفاءة الكاملة:

يتفق المختصون على أن اجتماع الشروط السالفة الذكر كاملة في سوق واحد يكاد يكون مستحيل وذلك للأسباب التالية:

- ✓ إن حصول المستثمرين على المعلومات وتحليلها من طرف المكاتب المختصة لا يكون دون تكلفة، فتجميع المعلومات وتحليلها ثم نشرها يعتبر خدمة يقدمها المكتب الاستثماري وهي ليست دون مقابل.
- ✓ يحضى بعض المستثمرين بميزة تمكنهم من تحقيق سابق في الحصول على المعلومة وذلك بسبب قربهم من المديرين وكبار العاملين بالشركات المسعرة في البورصة.
- ✓ في الواقع إن التعاملات في أكبر البورصات العالمية محصورة في يد مجموعة صغيرة من المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار وأن صفقاتها ضخمة إلى الحد الذي تتأثر به أسعار الأسهم في البورصة وبذلك فشرط تعدد المستثمرين وعدم قدرتهم على التأثير في الأسعار ليس واقعيا.
- ✓ توجد تكاليف وعمولات وضرائب على التعاملات داخل البورصة وعليه فالكفاءة التامة للسوق الرأسمالي لا يمكن أن تتحق.[1]

[1]– هندي منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:497.

2-الكفاءة الاقتصادية :

يقضي هذا المفهوم على أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة، وأنه دائما في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تحقق هدفه.[1] كما يعني وجود فترة زمنية بين الحصول على المعلومات وتحليلها حتى تظهر آثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لا يكون الفارق بين القيمتين كبير للدرجة التي يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.[2]وأسواق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الاقتصادية هي التي تتأخر فيها المعلومات قليلا من الوصول إلى السوق، و يكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، بمعنى وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة، وهنا يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، هذا يعني أن القيمة السوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لا يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية على المدى الطويل.[3]

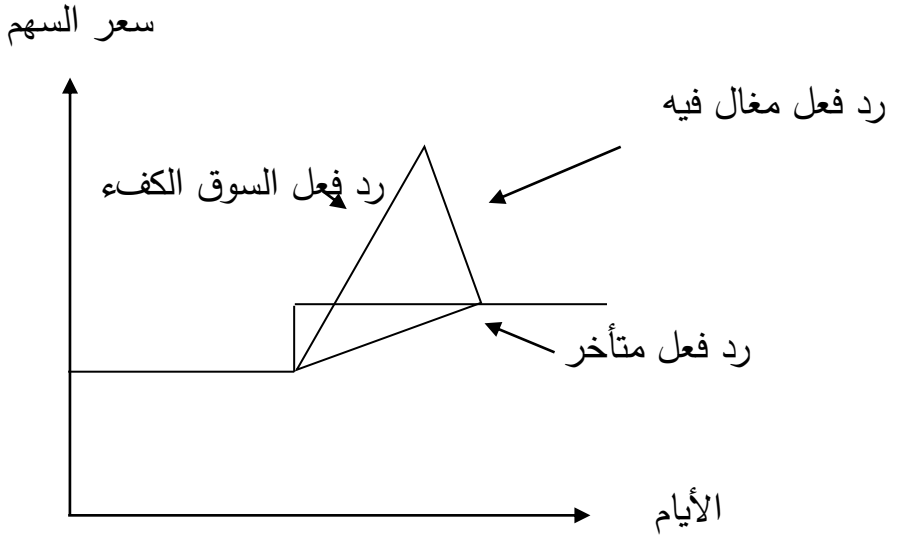
[1]– بلعزوز بن علي ومحمد الطيب امحمد:مرجع سبق ذكره، ص:155.

[2] – حسان خضر: تحليل الأسواق المالية ،سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27،2004،ص:9.

[3]– عبد الحفيظ خزان: مرجع سبق ذكره، ص:72.

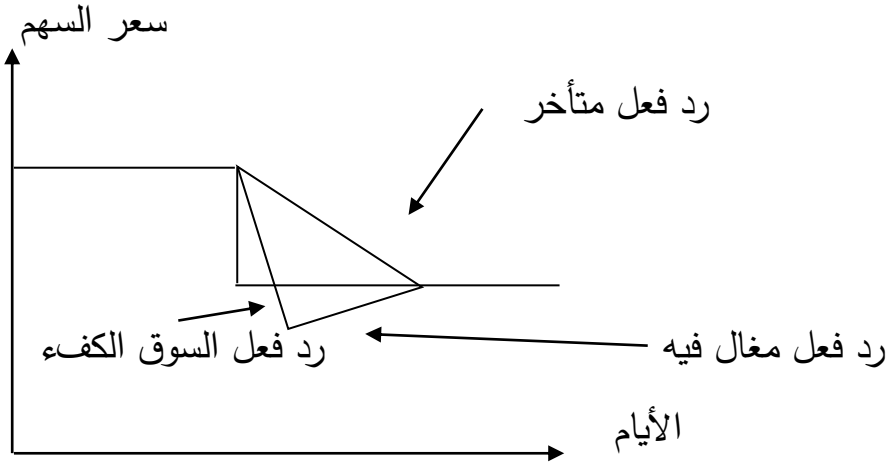
والشكل التالي يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

الشكل رقم(1-3): رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة –ارتفاع الأسعار-



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة، الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص:13.

الشكل رقم(1-4):رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة-انخفاض الأسعار-



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة، الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص:13.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة الأسواق المالية وشروطها

حتى يكون السوق كفء لابد من تحقيق تخصيص كفء للموارد المتاحة، ولكي يتحقق ذلك يجب توفر سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية وكفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية، إضافة إلى بعض الشروط التي تساعد عليها.

أولا :متطلبات كفاءة الأسواق المالية

1-كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية:

يطلق عليها بعض المفكرين الكفاءة المعلوماتية ويكون السوق المالي كفء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار وفي اللحظة ذاتها التي تصل فيها، وسواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو الحاضر، أو تعلقت بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية التي من خلالها يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية.[1]

كما يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة؛ بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين. وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير عادية أمرا صعبا في السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل للأسباب التالية:

[1]- شوقي بو رقبة: دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد10، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر،2010،ص:183 .

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا للدخول إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل و كسل المستثمر.
- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير أن هذا يحدث لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.[1]

2. كفاءة التشغيل:

تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركين في السوق تكاليف مرتفعة، و بحيث لا يتمكن أي فرد أو جهة من تحقيق هامش ربح أعلى.[1]

يطلق على كفاءة التشغيل الداخلية وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يؤدي إلى بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.[2]

[1]– بوكساني رشيد: مرجع سبق ذكره، ص:107.

[2] – يوسف مسعداوي: كفاءة الأسواق المالية العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد42، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة ، الجزائر، 2014،ص :126.

[3]– بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

ثانيا: شروط كفاءة الأسواق المالية

تسمى الشروط التي تساعد على إجراء التعديل السعري الكفؤ للمعلومات الواردة بالشروط الكافية، وتعد هذه الشروط أحد مقومات تحقيق كفاءة التسعير في السوق المالية وبتوفر هذه الشروط فإن التعديل السعري يحدث حدوثا مباشرا ومن دون تأخر، من بين هذه الشروط نذكر:

1. توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية وفي وقتها و بدقة كاملة، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
2. يتمتع كل مستثمر في السوق بالعقلانية والرشادة وهدف كل واحد هو السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة به.
3. وجود عدد كاف من المستثمرين تتوافر لديهم الوسائل للحصول على المعلومات المتاحة وبشكل متساوي ومجانا.
4. عدم وجود قيود على المتعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث نفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها.
5. سهولة تسويق الورقة المالية بسعر محدد معروف أي عدم حصول تغير مفاجئ في سعر السهم بين معاملة و أخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة وجوهرية.
6. ليس هناك قيود تشريعية للدخول أو الخروج من وإلى السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين والشركات الراغبة في الحصول على أموال. وتعتبر الشروط السابقة الذكر كافية لتحقيق الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية لكن ليست بضرورة، وبالتالي الشروط الضرورية أقل تقيدا من الشروط الكافية، وعليه عدم توفر الشروط الضرورية فمن الصعب قول أن السوق تتصف بالكفاءة ومن بين هذه الشروط نذكر:

- ✓ . توفر المعلومات لعدد كافي من المستثمرين في السوق.
- ✓ . محدودية تكاليف المعاملات غير مرتفعة.
- ✓ .عدم القدرة على احتكار الأسعار أو أنه لا يوجد مشترك يستطيع بمفرده التحكم بأسعار السوق.[1]

---

[1]– امحمد بزيرية: مرجع سبق ذكره، ص – ص :38– 39.

المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

يمكن تصنيف السوق إلى ثلاثة صيغ مختلفة من الكفاءة هي الصيغة لكفاءة الأسواق المالية، الصيغة المتوسطة والصيغة العالية للكفاءة.

1. الشكل الضعيف لكفاءة السوق: يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الضعيفة هي تلك السوق التي تعكس أسعار الأسهم فيها المعلومات الماضية فقط، حيث أن المستثمرين يعتمدون على الأسعار الماضية للأسهم في اتخاذ قراراته[2]، ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعرها

اعتمادا على المعلومات المتاحة عنها في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، وفي ظل هذه المعلومات لا يستطيع المستثمر المالي تحقيق أرباح غير عادية، تفوق متوسط معدل عائد السوق أو تفوق معدل العائد على السهم والذي يغطي كافة المخاطر المصاحبة له، لأن كل المعلومات المتاحة قد انعكست في أسعار الأوراق المالية و أصبحت معروفة لدى كل المتعاملين في السوق.[3]

2. فرضية الصيغة المتوسطة:

تقتضي هذه الصيغة بأن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة كأعضاء إدارة المؤسسة المصدرة للأوراق المالية وكبار العاملين فيها بحيث تستجيب سوق الأوراق المالية للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباح غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة، و قصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين السعر في ظل

---

[2] – عبد الحميد عطية: الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسواق المال، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص:26.

[3] – عائشة خالد و آخرون: اختبار القدرة على التنبؤ بعوائد مؤشر سوق الدار البيضاء المالي، من 2007 إلى 2011، مجلة الباحث، العدد 14، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ،الجزائر، 2014 ص: 273.

هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدود إلى حد كبير، وقد تم اختبار فرضية الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشور كالأرباح والتوزيعات، التغيرات في عرض النقود، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية.[1]

3ـ فرضية الصيغة القوية:

و أساس هذا الافتراض فإن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة المتاحة للمستثمرين و إنما كل ما يمكن أن يكون معلوما عن الشركة وتعتبر السوق عالية الكفاءة إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالي من المخاطر مضاف إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة، و التي تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للمنشأة، ومدى توسعها في استخدام الرافعة المالية و الذي يترتب عليه إعسار الشركة فنيا أو ماليا ونسبة أخرى تمثل المخاطر الاقتصادية والتي تختلف باختلاف نوعية النشاط الذي تمارسه المنشآت وكذا الظروف الاقتصادية العامة للبلاد وبمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأي ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية.[1]

و خلاصة لما تطرقنا إليه من شرح لكفاءة سوق الأوراق المالية سوف نظهرها في الجدول الآتي:

---

[1]– محمد بن بو زيان وآخرون: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، الجزائر، الجزائر، 2013، ص: 254.

[2]– سمير عبد الحميد رضوان: أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر،2009، ص :79.

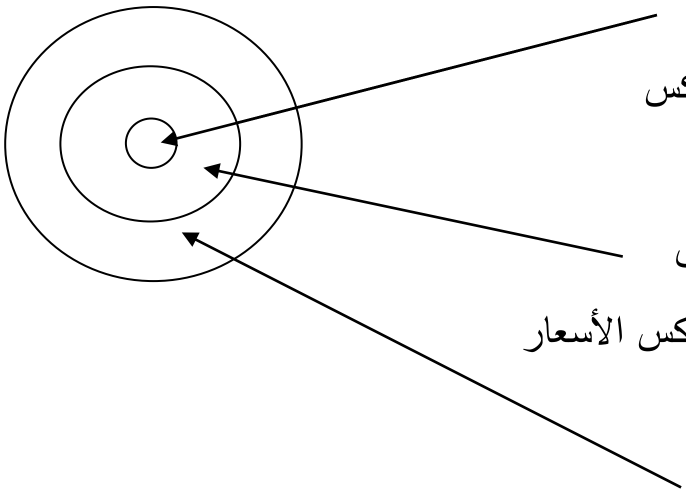
الجدول رقم (1-2): المفاهيم الأساسية لكفاءة سوق الأوراق المالية

الموضوع	البيان
أنواع الكفاءة	هناك الكفاءة التشغيلية والتسعيرية والتخصيصية هناك الكفاءة الكاملة التي تعني تمتع السوق بالأنواع الثلاثة السابقة للكفاءة
أنماط الكفاءة	1. هناك السوق من النمط ضعيف الكفاءة " وهو السوق الذي يتسم فيه السلوك السعري بالعشوائية " حيث نجد الأسعار تعكس كل المعلومات التاريخية، وتؤيد الأبحاث هذا الفرض بقوة عالية. 2. هناك السوق متوسط قوى الكفاءة، حيث تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة المنشورة ومن ثم تصبح التحليلات الجوهرية عديمة القيمة، وهناك دعم جوهري في تأييد هذا الفرض، وإن كان بدرجة أقل من دعم الفرض الأول. 3. هناك السوق قوي الكفاءة، حيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة خارجيا وداخليا، ومن ثم لا يستطيع أي شخص، بصورة ثابتة، تحقيق أرباح متميزة والأبحاث لا تدعم في مجملها صحة هذا الفرض. ويلاحظ أن السوق قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على كل من النمطين شبه قوي الكفاءة ضعيف الكفاءة كما أن السوق شبه قوي الكفاءة ينطوي ضمنا على نمط السوق ضعيف الكفاءة.
فوائد السوق الكفء	1. تشجيع التعامل في الأوراق المالية. 2. إعطاء مؤشرات واضحة عن أداء مديري المؤسسات. 3. المساعدة على التخصيص الأفضل لموارد المجتمع.
تطبيقات كفاءة الأسواق	1. بالنسبة لغالبية المستثمرين، لا توجد إمكانية لتحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات المتاحة المنشورة. 2. ضرورة ضغط المستثمرين ، والجهات المحاسبية المعنية والقواعد الحكومية المنظمة والقوانين الأسواق المالية ، ومن أجل المزيد من

	الإفصاح عن المعلومات بسرعة وبدقة، حتى يتدعم مفهوم الكفاءة. 3. أن فرض القيود القانونية ، على استفادة الأطراف الداخلية من المعلومات الخاصة ليدعم بدوره كفاءة السوق. 4. على مديري المؤسسات التركيز على خلق القيمة الحقيقية، وليس على خداع المستثمرين، كما أن عليهم ألا يعطوا توقيت الإصدارات الكبيرة على أسعار الأسهم.

المصدر :بن اعمر بن حاسين : فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، إشراف بن بوزيان محمد، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد،تلمسان،الجزائر، 2013 ، ص:83.

الشكل رقم (1–5) : المستويات الثلاثة للكفاءة



- مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

يفترض بأن المعلومات التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية للسهم.

- مستوى الصيغة شبه القوية لكفاءة السوق

يفترض أن كل المعلومات العامة سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم

- مستوى الصيغة القوية لكفاءة السوق

يفترض أن المعلومات سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم

المصدر: بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، إشراف قدي عبد المجيد وبراق محمد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006 ، ص:110.

ولفهم هذه الصيغ أكثر سنوضحها في الشكل البياني الذي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة:

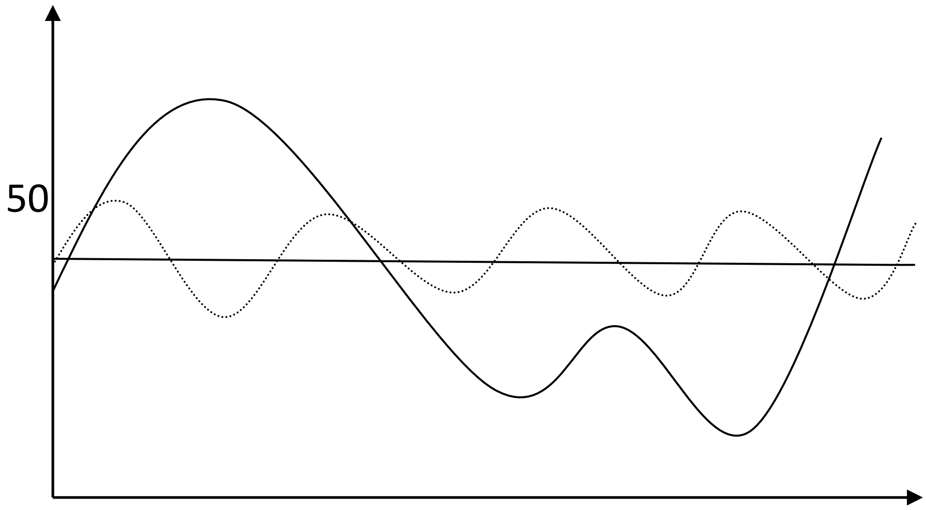
الشكل رقم (1–6) : فرضيات الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق

فرضية الصيغة المتوسطة ....

فرضية الصيغة القوية ــــــــ

فرضية الصيغة القوية

سعر السوق



الفترة الزمنية

المصدر:بن اعمر بن حاسين: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية– دراسة قياسية– أطروحة دكتوراه، إشراف بن بوزيان محمد، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص: 75،بحث لم ينشر.

المطلب الرابع: عوامل نجاح السوق المالية

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق هناك عدة عوامل بعضها أساسي و البعض الآخر مكمل.

1-العوامل الأساسية: تتلخص في النقاط التالية:

1-1 وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضفي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.

2-1 إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين، ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر و المستثمر.

3-1 توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.

4-1 الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالمدخر يتعامل باختياريه، حيث السوق هي وعاء لاستقطاب المدخرات.

5-1 وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

2- **العوامل المكملة:** وتتمثل في ما يلي:

2-1 -الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.

2-2 -وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار والشركات المساهمة العامة.

2-3 -ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

3- 4 -وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة. [1]

خلاصة:

تشكل الأسواق المالية ركنا مهما وأساسيا من أركان النظم المالية المعاصرة حيث تقوم بتحويل القوة الشرائية من المقترضين والمستثمرين إلى الأطراف التي ترغب في الحصول على

[1]- امحمد ابزيرية، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

الأموال والأصول التي من التوقع أن تجني عائدا مستقبليا. لقد ركز هذا الفصل على الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية من خلال التعرف على مفهومها وأنواعها المختلفة واستخلصنا من خلال ذلك أن السوق المالية تعتبر السوق التي تتداول فيها الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل وقصيرة الأجل؛ إن التعامل في السوق المالية يتم من خلال سوقين وهما السوق الأولي الذي من خلاله يتم تمويل المؤسسة عن طريق طرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها من طرف المستثمرين يليه السوق الثانوي الذي يعتبر هو عصب قيام السوق المالية وبه يستمر تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي والحصول على السيولة من خلال الوساطة في كل من السوقين. وتكون السوق كفئة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع ، ذات جودة عالية وبأقل التكاليف ولكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها خاصيتين أساسيتين وهما: كفاءة التسعير ويقصد بها المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير؛ كفاءة التشغيل ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية.

الفصل الثاني:

مفاهيم أساسية حول التنمية الاقتصادية

تمهيد:

للأسواق المالية دور مهم في تمويل التنمية الاقتصادية فهي تشكل إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية،و يهتم الفصل الثاني من هذه الدراسة بالتطرق للدور الذي تقوم به الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال التعرض في المبحث الأول إلى المفاهيم الأساسية للتنمية الاقتصادية، فيما خصص المبحث الثاني إلى دراسة واقع وآفاق الأسواق المالية العربية، حيث تم التطرق إلى عوامل وسمات هذه الأسواق ثم تناول تحديات و آفاق إنشائها مع التركيز على الدور الذي تلعبه في التنمية الاقتصادية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول التنمية الاقتصادية.

إن التنمية الاقتصادية تعد من أكثر القضايا التي يتناولها الاقتصاد وفي هذا المبحث سنتطرق إلى مفاهيم حول التنمية الاقتصادية واهم الأهداف الأساسية لها.

المطلب الأول: ماهية التنمية الاقتصادية وأهدافها.

أولا : تعريف التنمية الاقتصادية

تباينت الآراء ووجهات النظر بالنسبة للعلماء و المفكرين والباحثين حول تحديد مفهوم للتنمية الاقتصادية، وترجع صعوبة الاتفاق إلى اختلاف التوجهات الفكرية، والإيديولوجية، وكذلك اختلاف التخصصات للعلماء والباحثين حتى أصبح من الصعب وضع تعريف محدد ودقيق للتنمية.[1]ومن خلال هذا سنتطرق إلى تعريف التنمية الاقتصادية كما يلي:

يعرفها سيد محمد السريتي بأنها"تحقيق زيادة مستمرة في الدخل القومي الحقيقي متوسط نصيب الفرد منه هذا فضلا عن إجراء عدد من التغيرات في كل من هيكل الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة إضافة إلى تحقيق عدالة اكبر في توزيع الدخل القومي، أي إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء".[2]

أما بن سعيد لخضر فيوضح بأنها "العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي والتي تحدث من خلال تغيرات في كل من هيكل الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة إضافة إلى إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء".[3]

[1]–عمر حسن: التنمية والتخطيط الاقتصادي،الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،الجزائر،1985، ص:31.

[2]–سيد محمدا لسريتي،علي عبد الوهاب النجا:النظرية الاقتصادية الكلية،الطبعة الأولى ،الدار الجامعية،الإسكندرية، مصر، 2008، ص:341.

[3]–بن سعيد لخضر، اونان بومدين: حداثة التكنولوجيا وأثرها على التنمية الاقتصادية في الدول المتخلفة، مجلة دفاتر اقتصادية العدد 06، السنة الرابعة، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر،2013، ص :187.

ويعرفها أيضا مدحت القريشي"على أنها ذلك التطور البنياني أو التغير البنياني للمجتمع بأبعاده الاقتصادية والاجتماعية والفكرية والتنظيمية من اجل توفير الحياة الكريمة لجميع أفراد المجتمع".[1]

حسب تعريف جيرالد ماير فالتنمية هي " العملية التي يرتفع بموجبها الدخل الوطني الحقيقي خلال فترة من الزمن."[2]

أما عبد المطلب عبد الحميد فيوضح بأن مفهوم التنمية لم يعد يركز على جانب معين،بل أصبح عملية مجتمعية متعددة الأبعاد والجوانب،تنطوي على تغيرات هيكلية وجذرية في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية و السياسية والإدارية على أن يسير ذلك كله بشكل متوازن مع زيادة معدلات النمو.[3]

ثانيا:أهداف التنمية الاقتصادية.

للتنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور كلها حول رفع مستوى معيشة السكان وتوفير أسباب الحياة الكريمة لهم.وربما يكون من الصعب على المرء أن يحدد أهدافا معينة في هذا المجال نظرا لاختلاف ظروف كل دولة واختلاف أوضاعها الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، إلا أنه مع ذلك يمكن إبراز بعض الأهداف الأساسية التي يجب أن تتبلور حولها الخطة العامة للتنمية الاقتصادية في الدولة المتخلفة.ويتم ذكر هذه الأهداف كالتالي:

1 . زيادة الدخل القومي: تعتبر زيادة الدخل القومي من أول أهداف التنمية الاقتصادية في الدول المتخلفة، بل هي أهم هذه الأهداف على الإطلاق، ذلك بأن الغرض الأساسي الذي يدفع هذه البلاد إلى القيام بالتنمية الاقتصادية إنما هو فقرها وانخفاض مستوى معيشة أهلها وزيادة نمو عدد سكانها، ولا سبيل إلى القضاء على هذا الفقر وانخفاض مستوى المعيشة وتحاشي

[1]– مدحت القريشي: التنمية الاقتصادية(نظريات وسياسات وموضوعات)،الطبعة الأولى،،دار وائل للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2007،ص:123.

[2]– إسماعيل شعباني: مقدمة في اقتصاد التنمية ، الطبعة الثانية ،،دار هومة، الجزائر ،الجزائر،1997، ص :50 .

[3]– عبد المطلب عبد الحميد: التمويل المحلي والتنمية المحلية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية ، مصر، 2001، ص: 12.

تفاقم المشكلة السكانية إلا بزيادة الدخل القومي.والدخل القومي الذي نقصد زيادته هنا هو الدخل القومي الحقيقي لا النقدي، أي ذلك الذي يتمثل في السلع والخدمات التي تنتجها الموارد الاقتصادية المختلفة خلال فترة زمنية معينة.

ولا شك في أن زيادة الدخل القومي الحقيقي في أي بلد من البلاد إنما تحكمه عوامل معينة كمعدل الزيادة في السكان وإمكانيات البلد المادية والفنية مثلا، فكلما كان معدل الزيادة في السكان كبيرا كلما اضطرت الدولة إلى العمل على تحقيق نسبة أعلى للزيادة في دخلها القومي الحقيقي، غير أن حدود هذه الزيادة من جهة أخرى تتوقف على إمكانيات الدولة المادية والفنية فكلما توافرت أموال أكثر، وكفايات أحسن، كلما أمكن تحقيق نسبة أعلى للزيادة في الدخل القومي الحقيقي، وبالعكس كلما كانت هذه العوامل نادرة فإن نسبة ما يمكن تحقيقه من زيادة في الدخل القومي الحقيقي عادة ما تكون صغيرة نسبيا.وعموما يمكن القول بأن زيادة الدخل القومي الحقيقي أيا كان حجم هذه الزيادة أو نوعها، إنما تعتبر من أولى أهداف التنمية الاقتصادية وأهمها على الإطلاق في الدول المتخلفة اقتصاديا.

2 . رفع مستوى المعيشة: يعتبر تحقيق مستوى مرتفع للمعيشة من بين الأهداف العامة التي تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها في الدول المتخلفة اقتصاديا، ذلك لأنه من المتعذر تحقيق الضرورات المادية للحياة من مأكل وملبس ومسكن وغيره وتحقيق مستوى ملائم للصحة، والثقافة ما لم يرتفع مستوى معيشة السكان في هذه المناطق، وبدرجة كافية لتحقيق مثل هذه الغايات فالتنمية الاقتصادية ليست مجرد وسيلة لزيادة الدخل القومي فحسب، وإنما هي أيضا وسيلة لرفع مستوى المعيشة بكل ما يتضمنه هذا التعبير من معان.

ذلك لأن التنمية الاقتصادية إذا وقفت عند حد خلق زيادة في الدخل القومي، فإن هذا قد يحدث فعلا، غير أن هذه الزيادة قد لا تكون مصحوبة بأي تغيير في مستوى المعيشة، [1]ويحدث ذلك

[1]– كامل بكري: التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1988، ص :70.

عندما يزيد السكان بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في الدخل القومي، أو عندما يكون نظام توزيع هذا الدخل مختلا.

فزيادة السكان بنسبة أكبر من زيادة الدخل القومي تجعل من المتعذر تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل ومن ثم انخفاض مستوى معيشته، كذلك الحال لو أن نظام توزيع هذا الدخل كان مختلا فإن ما يحدث في هذه الحالة هو تحول معظم الزيادة التي تحققت في الدخل القومي إلى طبقة معينة من الناس وهي الطبقة المسيطرة على النشاط الاقتصادي وهي عادة ما تكون قلة، وبذلك يظل مستوى معيشة الجزء الأكبر من السكان على حاله، إن لم ينخفض.

من هذا نجد أن هدفا كرفع مستوى المعيشة، إنما هو من أهم الأهداف التي يجب أن تعمل التنمية الاقتصادية على تحقيقها في كافة البلاد المختلفة التي تقوم بتنمية مواردها الاقتصادية في الوقت الحاضر.ولعل أقرب مقياس للدلالة على مستوى معيشة الفرد كما سبق أن رأينا، هو متوسط ما يحصل عليه من دخل. فكلما كان هذا المتوسط مرتفعا، كلما دل ذلك على انخفاض مستوى المعيشة وبالتالي إذا كان رفع مستوى المعيشة هو من الأهداف العامة للتنمية الاقتصادية، وإذا كان متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي هو مقياس هذا المستوى من المعيشة، فلا بد أن تعمل التنمية الاقتصادية على زيادة متوسط دخل الفرد حتى يتسنى رفع مستوى معيشته.وتحقيق هذا قد لا يقع عند حد خلق زيادة في الدخل القومي فحسب كما سبق أن رأينا، بل يجب أن ترتبط هذه الزيادة بتغييرات في هيكل الزيادة السكانية من جهة وطريقة توزيع الدخل القومي من جهة أخرى.فمن ناحية، يجب العمل على وقف النمو المتزايد في عدد السكان نسبيا بالتحكم في معدل المواليد، والهبوط به إلى مستوى ملائم، ومن ناحية أخرى يجب تحقيق نظام عادل لتوزيع الدخل القومي بين السكان. [1]

[1]– مرجع نفسه،ص– ص: 71 – 72.

3 . تقليل التفاوت في الدخول والثروات:

هذا الهدف للتنمية الاقتصادية في الواقع هدف اجتماعي، إذ أنه في معظم الدول المتخلفة، نجد أنه على الرغم من انخفاض الدخل القومي، وهبوط متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل، فإننا نرى اختلافا شاسعا، وفوارق كبيرة في توزيع الدخول والثروات، إذ تستحوذ طائفة صغيرة من أفراد المجتمع على جزء كبير من ثروته، كما تحصل على نصيب أعلى من دخله القومي، بينما لا تملك غالبية أفراد المجتمع إلا جزء بسيط جدا من ثروته ودخله القومي.

ومثل هذا التفاوت في توزيع الثروات والدخول في تلك البلاد يؤدي إلى إصابة المجتمع عادة بأضرار جسيمة، حيث يعمل على تردده بين حالة من الغنى، وحالة من الفقر المدقع، هذا بالإضافة إلى أنه غالبا ما يؤدي إلى إحداث اضطرابات شديدة فيما ينتجه المجتمع وما يستعمله، وكلما زاد هذا الاضطراب كلما كبر ذلك الجزء المعطل من رأس مال المجتمع.

ذلك لأن الطبقة التي تستحوذ على كل الثروة ومعظم الدخل، لا تنفق في العادة كل ما تحصل عليه من أموال بسبب صغر ميلها الحدي إلى الاستهلاك وهي عادة ما تكتنز الجزء الأكبر مما تحصل عليه من دخول بعكس الحال بالنسبة للطبقات الفقيرة التي يدفعها ارتفاع ميلها الحدي للاستهلاك إلى إنفاق كل ما تحصل عليه من أموال.

وهذا الجزء المكتنز، يؤدي في الأجل الطويل إلى ضعف قدرة المجال الإنتاجي، وزيادة تعطل العمال، ذلك بأنه لو كان قد أعيد إنفاقه على شراء السلع والخدمات في السوق لعمل ذلك على زيادة نشاط الأعمال، وبالتالي إلى زيادة تشغيل العمال.

وعلى ذلك فليس من المستغرب أن يعتبر تقليل التفاوت في توزيع الدخول والثروات من بين الأهداف الهامة التي يجب أن تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها بوسيلة أو بأخرى. [1]

[1]– مرجع نفسه، ص :73.

4 . تعديل التركيب النسبي للاقتصاد القومي:

وثمة أهداف أخرى أساسية للتنمية الاقتصادية في تلك البلاد المتخلفة تدور كلها حول تعديل التركيب النسبي للاقتصاد القومي وتغيير طابعه التقليدي. ففي هذه البلاد تغلب الزراعة على البنيان الاقتصادي، فهي مجال الإنتاج، ومصدر العيش للغالبية العظمى من السكان.

سيطرت الزراعة على اقتصاديات هذه البلاد بشكل يجعلها تتعرض لكثير من التقلبات الاقتصادية الشديدة، نتيجة للتقلبات في الإنتاج والأسعار، فإذا حدث وجاء المحصول الزراعي، أو ارتفعت أسعاره في الأسواق العالمية، كان معنى ذلك حدوث موجة من الانتعاش والرواج؛ أما إذا حدث وجاء المحصول قليلا نتيجة لنقص في مياه الري أو بآفة من الآفات، أو حتى تدهورت أسعاره في الأسواق العالمية كان معنى ذلك انتشار الكساد والبطالة في هذه البلاد.

وهكذا نلاحظ أن سيطرة الزراعة على اقتصاديات الدول المتخلفة، مما يشكل خطرا جسيما على ما تنشده من هدوء واستقرار في مجرى حياتها الاقتصادية، ومن ثم فإن التنمية الاقتصادية لا بد وأن تسعى إلى التقليل من سيطرة الزراعة على الاقتصاد القومي، وإفساح المجال للصناعة لتلعب دورها إلى جانب بقية قطاعات الاقتصاد القومي الأخرى، وبذلك تضمن القضاء على التقلبات التي تصيب النشاط الاقتصادي القومي نتيجة لسيطرة الزراعة عليه، أو على الأقل تضمن التخفيف من حدتها.

وعلى هذا يجب أن يراعي القائمون بأمر التنمية الاقتصادية في الدول المتخلفة اقتصاديا تخصيص نسبة غير قليلة من موارد البلاد المخصصة للتنمية الاقتصادية للنهوض بالصناعة وسواءا كان ذلك بإنشاء صناعات جديدة، أو بالتوسع في الصناعات القائمة، وذلك حتى يضمنوا القضاء على المشاكل العديدة التي تسببها سيطرة الزراعة على البنيان الاقتصادي.[1]

[1]–مرجع نفسه، ص– ص: 74 – 75.

المطلب الثاني: مؤشرات التنمية الاقتصادية.

من الصعوبة البالغة قياس المستويات المقارنة للتنمية و السبب الأساسي في ذلك لتنوع الأهداف إذ هناك أهداف تنموية يمكن قياس التنمية من خلالهما ولكن بعض هذه الأهداف هي متغيرات نوعية ولذلك فان هذه الأهداف يجب أن تقاس على نحو غير مباشر باستعمال مؤشرات قابلة للقياس الكمي.

وهناك نوعين من المؤشرات:

أولا:المؤشرات الاقتصادية للتنمية: من الطبيعي أن المحللين يرغبون في استخدام مؤشرا وحيدا للتنمية وليس مجموعة من المؤشرات في التطبيق العملي، لأن مؤشرا واحدا كان قد هيمن على المؤشرات الأخرى وذلك المؤشر هو الدخل القومي أو الناتج القومي الإجمالي الفردي.وهذا الاسم قد أعطى للسلاسل التي تم ابتداعها في الأقطار الصناعية الغربية لقياس المستوى الكلي للدخل أو الإنتاج،على العموم فان هناك من أصبح ضد هذا المؤشر وهناك من أصبح مع هذا المؤشر –GNP–بوصفة مؤشرا للتنمية.

- **مبررات لصالح استعمال (GNP) بوصفة مؤشرا للتنمية:**

1. إن (GNP) هو مؤشرا لمجموعة من النشاطات الأساسية، ولتوفير السلع والخدمات وهو يعبر عن زيادة تعد شرطا ضروريا للتنمية تقريبا.
2. إن قواعد قياسه معقدة وقد تطورت عبر الزمن وهي معروفة جيدا ومفهومة.
3. ان معظم الدول الأعضاء في الأمم المتحدة (UN) تنتج تقديرات للناتج القومي الإجمالي حتى تكون ضمن الإحصائيات الرسمية للأمم المتحدة.

- **مبررات ضد استعمال –GNP– بوصفه مؤشرا للتنمية:**

1. انه مؤشر لبعض الخصائص الاقتصادية للتنمية فقط و لا يأخذ في الحساب توزيع الدخل القومي المتغير.[1]

[1]– محمد صالح تركي القريشي :علم اقتصاد التنمية ،الطبعة الأولى ،دار إثراء للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،2010 ،ص:45.

2. بغض النظر عن أي عيب من عيوبه فانه ربما تكون فيه إمكانية أن يكون مقياسا للنشاط الاقتصادي القومي لكن هناك مشكلات إضافية في استعماله لأغراض المقارنات الدولية.
3. ومن أحدث الانتقادات لاستعمال – GNP– بوصفة مؤشر للتنمية هو أن هذا المؤشر يركز على كمية السلع والخدمات ويتجاهل كليا نوعية الحياة.

ثانيا:المؤشرات غير الاقتصادية :

إن الاهتمام بمحددات (GNP) الفردي بوصفه رقما قياسيا كافيا للتنمية كان تجربة شائكة في اتجاهات الأخرى،و من بين عديد من المحاولات لإيجاد أرقام قياسية فردية للتنمية من خلال الربط مع بعض المؤشرات الاجتماعية والسياسية والاقتصادية، وكان واحد من تلك التجارب ما قام به ادلمان وموريس لإنتاج مؤشرا للتنمية السياسية كما هو مقاس بدرجة المساهمة السياسية، والمحاولة الأخرى كانت من قبل درونيوسكي وسكوت. اللذان حاولا بناء أو تكوين رقم لقياس مستوى المعيشة على أساس تقسيم حاجات مادية وثقافية أساسية معنية.

ثم بعد ذلك قام ماكجدنان وجماعته على نحو متتابع بتحديد هذا الأسلوب في إيجاد رقم لقياس التنمية يتأسس على اختيار (18) مؤشرا رئيسي وهي كما يأتي:

- ✓ العمر المتوقع عند الولادة.
- ✓ نسبة السكان في مواقع السكان اكبر من 20000.
- ✓ استهلاك البروتين الحيواني لكل فرد في اليوم الواحد.
- ✓ نسبة تسجيل الطلبة في مرحلتي الابتدائية والثانوية مع بعضهما.
- ✓ نسبة التسجيل في المعاهد المهنية.
- ✓ معدل الأشخاص في كل غرفة.
- ✓ توزيع أو تداول الصحف لكل (100) من السكان.
- ✓ عدد الهواتف لكل 10000 من السكان.
- ✓ عدد مستقبلات بث الراديو لكل 1000 من السكان.
- ✓ نسبة السكان النشطين اقتصاديا الذين لديهم كهرباء وغاز وماء. [1]

[1]–مرجع نفسه،ص:47.

- ✓ نسبة الإنتاج الزراعي إلى عدد العمال الذكور الزراعيين.
- ✓ نسبة العمال الذكور البالغين في الزراعة.
- ✓ استهلاك الكهرباء– كيلو واط –لكل فرد.
- ✓ استهلاك الحديد –كيلو غرام– لكل فرد.
- ✓ استهلاك الطاقة –كيلو غرام– فحم مكافئ لكل فرد.
- ✓ نسبة الناتج المحلي الإجمالي المشتق من الصناعة التحويلية.
- ✓ التجارة الخارجية لكل فرد بالدولار الأمريكي لعام 1960.
- ✓ نسبة الحاصلين على رواتب وأجور إلى المجموع الكلي للسكان النشطين اقتصاديا.

– وثمة مقياس آخر هو الرقم القياسي لنوعية الحياة المادية وقد جاء نتيجة لتردي الأوضاع الاقتصادية لحجم كبير من السكان في الأقطار أو الدول الأقل تقدما على الرغم من بعض النمو الاقتصادي مما استدعى أن تكون هناك أرقاما قياسية للتنمية لا تعتمد على الدخل ومن بين تلك الأرقام القياسية كان الرقم القياسي لنوعية الحياة المادية،وهذا الرقم القياسي يتألف من ثلاث عناصر وهي توقع الحياة، ووفيات الأطفال الرضع، والقراءة.

ـ وثمة أسلوب آخر وهو ما يدعى بأسلوب الحاجات الأساسية وهذا الأسلوب يتطلب أن تقييم التنمية بصيغ المدى الذي تشبع فيه حاجات السكان في بلد نامي أو فقير، ويتضمن هذا الأسلوب إشباع المستويات الدنيا من الحاجات المادية.

ـ ومن الأساليب الأخرى المهمة نجد أسلوب الرقم القياسي للتنمية البشرية الذي يعد الأكثر حساسية والأحدث من بين الأرقام القياسية لأغراض قياس التنمية ويشار له باختصار ب – HOI–،وهذا الرقم القياسي يعكس التقدم في توفير أو وفرة السلع المادية والخدمات والاستخدام وقراءة البالغين والمستوى المدرسي للتعليم ووفيات الأطفال والتغذية؛ وهو مفيد على نحو خاص للدول الأقل تطورا، وان هذا الرقم القياسي يوضح على نحو دقيق اتساع التباعد وعدم التساوي الموجود في مستويات التنمية البشرية بين الدول.[1]

[1]– مرجع نفسه،ص :52.

المطلب الثالث:الفرق بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي

أولا: تعريف النمو الاقتصادي

هناك نوع من الخلط بين مفهوم النمو الاقتصادي و التنمية الاقتصادية يصل إلى حد الاعتقاد بأنهما شيء واحد، إلا أنه لكل واحد منهما سماته سنوضحها فيما يلي :

اختلف الدارسون للنمو الاقتصادي في تحديد تعريف شامل لجميع جوانبه، فمنهم من ذهب إلى تعريفه بأنه:الزيادة المستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن حيث أن متوسط الدخل الفردي يساوي الناتج الوطني مقسوما على عدد السكان،وهذا لا يتحقق إلا إذا كان معدل نمو الناتج الوطني أكبر من معدل نمو السكان ونجد تعريف آخر ينص على أن النمو الاقتصادي هو أحد الأهداف الاقتصادية الرئيسية، التي تحاول الدولة تحقيقها من أجل تطوير اقتصادياتها وتحقيق مستوى أعلى من الرفاهية لمجتمعاتها، ويقاس هذا النمو بمعدلات الزيادة في الناتج الوطني المتحققة عن زيادة الطاقات الإنتاجية للمجتمع.

ويعرف كل من مالكوم ومايلرومر النمو بأنه "زيادة الإنتاج من السلع والخدمات في أي دولة، بأي شكل من الأشكال مما يتبعها زيادة في الناتج الوطني".ويتحدث كل من دومينيك سلفاتور وبوجين دوليور على النمو الاقتصادي " بأنه توسع قدرة الاقتصاد على الإنتاج خلال الزمن حيث أن هذا التوسع في الإنتاج يكون نابعا من الزيادة في الموارد الطبيعية والبشرية ورأس المال والتقدم التكنولوجي.[1]

و من هذه التعاريف السابقة نستنتج أن النمو هو الزيادة المستمرة في الإنتاج.

ثانيا: الفرق بين النمو الاقتصادي و التنمية الاقتصادية

بالرغم من أن النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية قد يفهمان على أنهما يعبران عن الشيء نفسه، إلا أنهما يختلفان في نقاط كثيرة سنحاول إبرازها من خلال الجدول التالي :

[1]– بن جلول خالد: أثر ترقية الصادرات خارج المحروقات على النمو الاقتصادي ،دراسة تحليلية قياسية لحالة الجزائر، رسالة ماجستير، أشراف د غريس عبد النور ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بن يوسف بن خدة ، الجزائر ،2009، ص .ص: 60. 61.

الجدول رقم (2-1) : أوجه الاختلاف بين النمو والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي	التنمية الاقتصادية
النمو : هو زيادة متواصلة في الدخل الإجمالي الحقيقي أو الناتج الإجمالي .	التنمية = النمو+ مختلف التغيرات الهيكلية في الجانب الاقتصادي، الاجتماعي والسياسي .
مفهوم النمو يتصف بالضيق	التنمية مفهوم أوسع وأشمل
مفهوم النمو يهتم بالجانب الكمي إذ يمكن قياسه بعدة مؤشرات مثل PIB	بينما التنمية تهتم بالكم و الكيف معا
لايهتم النمو الاقتصادي بالتوزيع العادل للدخل الوطني أو توزيع ثمار العملية الإنتاجية على السكان بشكل عادل إذ قد تحصل طبقة قليلة من الأغنياء على كل زيادة من الدخل الكلي و تحرم منها طبقة كبيرة من الفقراء	بالعكس من ذلك فالتنمية الاقتصادية تهتم بعدالة توزيع الدخول عن طريق اعادة توزيع الدخل بشافية وعدل بين مختلف شرائح المجتمع
يحدث النمو الاقتصادي تلقائيا، إذ يمكن أن يكون وليدا لظروف عابرة .	في حين التنمية الاقتصادية لا يمكن أن تكون تلقائية و إنما هي عملية موجهة بشكل مدروس وناتجة عن خطة شاملة معتمدة من قبل الدولة.
يهتم النمو بالجانب المادي دون الاهتمام بالجانب الإنساني.	التنمية الاقتصادية تهتم بالجانبين.
النمو مفهوم واقعي ينحصر في	التنمية مفهوم نمطي ينطوي على أحكام لما

استخداماالموارد المالية لزيادة الإنتاج في المستقبل.	يجب أن يتحقق في المجالات الاقتصادية و غير الاقتصادية كرفع القدرة الإنتاجية و كفاءة أداء أفراد المجتمع.
النمو لا يأخذ بعين الاعتبار حاجات الأجيال القادمة ولا يحافظ على الموارد المادية.	عكس ذلك فعملية التنمية تهتم كثيرا بحاجات الأجيال القادمة من خلال المحافظة على الموارد المادية القابلة للزوال.
قد يرتفع متوسط الدخل الفردي الحقيقي بالاعتماد على الموارد من الخارج و بذلك يتحقق النمو الاقتصادي.	في حين التنمية الاقتصادية لا تتحقق عندما يرتفع معدل النمو من خلال الاعتماد على الخارج وزيادة التبعية الاقتصادية والتكنولوجية والسياسية حيث تتطلب التنمية فك الروابط والتحرر من قيود التبعية والاعتماد على الذات.
قد يحدث نمو اقتصادي سريع.	بينما يحدث تباطؤ في عملية التنمية وذلك لعدم إتمام التحولات الجوهرية التي تواكب عملية التنمية أو تسبقها في العمليات التكنولوجية، المؤسسية، الثقافية ،السياسية و الاقتصادية .

المصدر :ماصمي أسماء: أثر الإنفاق العام على النمو الاقتصادي، دراسة قياسية لحالة الجزائر ، رسالة ماجستير ،إشراف بالمقدم مصطفى، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة أبي بكربلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014،ص: 87-88.

المطلب الرابع:مراحل تطور نماذج التنمية الاقتصادية في الدول العربية

يمكن أن يلاحظ أن هذه النماذج و السياسات قد مرت بمرحلتين مختلفتين سنذكرهما كما يلي:

أولا: مرحلة التنمية المخططة

يمكن تسميتها بمرحلة تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تدخل الدولة امتدت من بداية عقد الخمسينات من القرن العشرين إلى غاية نهاية فترة السبعينات من نفس القرن ضمت هذه المرحلة فترة ما يسمى بالعهد الذهبي للنمو الاقتصادي-1960-1973- باعتبار أن العديد من الدول النامية شاركت في النمو الاقتصادي الذي شهدته هذه الفترة،حيث بلغ عدد
الدول النامية التي فاق فيها معدل نمو الدخل الحقيقي للفرد معدل 2.5%سنويا 43 بلد الأمر الذي كان يعني أن الدخل الحقيقي للفرد في هذه الدول كان يتضاعف خلال 28 سنة أو أقل.
كما يلاحظ أن بعض الدول النامية قامت بأدوار ضخمة شملت ليس فقط الدور الحمائي، بل الرعائي والإشراف، وتوجيه الحياة الاقتصادية باعتبارها المالك، المستخدم، المنظم، السوق، البنك، مع تضييق دور القطاع الخاص والمبادرات الفردية بل الحلول مكانها، وأنه لكي يكون التدخل منظما ورشيدا فإنه يمارس من خلال التخطيط.

إن تطبيق هذا النموذج من قبل معظم الدول النامية أملته الظروف الاقتصادية السائدة في هذه الدول خلال تلك الفترة، إذ أن معظمها كان يعاني من تفكك وضعف البنية الاقتصادية بالإضافة إلى انتشار الفقر والبطالة كما أن عجز القطاع الخاص وعدم قدرته على النمو قد حتم على هذه الدول تطبيق سياسات ونماذج تنموية مبنية على التدخل الفعال للدولة في المجال الاقتصادي، كما شجع بروز تيارات ومدارس اقتصادية مساندة لتدخل الدولة في المجال الاقتصادي للدول النامية على تبني هذا الأسلوب. [1]

[1]- بو فليح نبيل: آثار برامج التنمية الاقتصادية على الموازنات العامة في الدول النامية -دراسة حالة الجزائر- إشراف د بلعزوز بن علي، كلية العلوم الاقتصادية ، رسالة ماجستير،جامعة حسيبة بن بو علي ،الشلف، الجزائر، 2005/2004، ص:33.

ثانيا: مرحلة الإصلاحات الاقتصادية

يمكن تسميتها بمرحلة تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تطبيق سياسات التعديل الهيكلي، امتدت هذه المرحلة من بداية فترة الثمانينات من القرن العشرين إلى غاية العقد الحالي،إذ مع بداية فترة الثمانينات عانت معظم الدول النامية من إختلالات مالية ونقدية نتيجة انخفاض موارد النقد الأجنبي بسبب انخفاض أسعار المواد الأولية، بالإضافة إلى ارتفاع حجم الديون الخارجية نتيجة مخططات التنمية الاقتصادية،عن طريق الاقتراض الخارجي،تزامن ذلك مع بروز تيار اقتصادي ذو توجه نيو كلاسيكي دعى إلى تحقيق التنمية الاقتصادية عن طريق تفعيل آليات السوق وتحرير العلاقات الاقتصادية ودعم القطاع الخاص والتقليل قدر الإمكان من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي،وقد تزعم هذا التيار هيئات اقتصادية دولية على رأسها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

في ظل هذه الأجواء تبنت معظم الدول النامية أسلوب جديد في تحقيق التنمية الاقتصادية يتمثل في تطبيق إصلاحات هيكلية تحت إشراف صندوق النقد الدولي التي تضمنت تنفيذ مجموعة من الإجراءات تتمثل في:

- ✓ إجراءات التثبيت على المدى القصير: هدفت إلى استعادة التوازنات الاقتصادية الكلية عن طريق تخفيض قيمة العملة ورفع معدلات الفائدة وتحرير الأسعار.
- ✓ إجراءات التعديل الهيكلي على المدى المتوسط والطويل: هدفت إلى إرساء نظام اقتصادي لبرالي عن طريق الخوصصة، المؤسسات العمومية، القيام بإصلاحات ضريبية وجمركية، إصلاح المنظومة المصرفية وتحرير التجارة و الاستثمار.[1]

[1]– مرجع نفسه، ص:34.

المبحث الثاني: واقع و آفاق الأسواق المالية العربية

المطلب الأول: عوامل إنشاء الأسواق المالية العربية

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في البلدان العربية، وقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة للعوامل التالية:

1. فشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي وهذا التوجه إلى الخارج كان نتيجة السياسة المالية في الستينات والسبعينات والتي اعتمدت بشكل رئيسي على الضرائب لزيادة الواردات من جهة، ولتماشي سياسة الإنفاق على المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية من جهة أخرى، وقد نتج عن ذلك الإخفاق تبني سياسات تهدف إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة، وذلك من خلال توجيهها للأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.
2. ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا، وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.
3. تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام والذي صاحبه زيادة الاهتمام بالتجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال، الموارد البشرية، الخدمات المختلفة وأسعار الصرف وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
4. تأكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وإنشاء الشركات المساهمة.[1]

[1]. هبة عبد الحليم عبد ربه:مرجع سبق ذكره، ص . ص: 72 . 73

5. التوسع النقدي وتنامي القدرة الشرائية، والذي رافقه ازدياد الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المدخرين إلى الأسواق المالية و الأدوات المالية التي تستخدم فيها و ذلك في ظل نجاح بعض النماذج، التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل والمكسيك والصين.[1]

المطلب الثاني: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية وسبل تطويرها.

أولا: السمات المشتركة للأسواق المالية العربية

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية التي لم تركز في الغالب على الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم حتى بداية السبعينيات من القرن الماضي، غير أن هذين العقدين شهدا انتشارا واسعا للأسواق المالية في كافة الدول العربية، وكذلك في عدد من المدن الرئيسية في هذه الدول.وتشترك الأسواق المالية للدول العربية في السمات الآتية:

1. إن دور الأسواق المذكورة ضعيف ضمن اقتصاداتها الوطنية ومعدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات ابتداء من منتصف ثمانينات القرن الماضي زيادة قدرت بأكثر من11 مرة.

وتعود هذه الفجوة المتسعة بين الأسواق المالية في الدول العربية والأسواق المالية العالمية إلى عوامل عديدة أهمها:

- ✓ حداثة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية والتي تعود في صيغها القانونية المنظمة إلى العقود الثلاثة الأخيرة.[2]

[1]– مرجع نفسه، ص: 73.

[2]– محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات: الاستثمار في البورصة . أسهم،سندات،أوراق مالية . الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص . ص :207.208 .

- ✓ عدم انتشار الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب أو شركات الوساطة المالية.
- ✓ المبالغة في تدخل الأجهزة الحكومية ومسؤوليها ولأغراض متباينة .– رسمية و غير رسمية – وهذا ما يضع في كثير من الأحيان قيود على توجهات المستثمرين.
- ✓ عدم الاطمئنان لمتغيرات الاقتصاد الكلي.
- ✓ انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية.

2. إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية و آليات العمل فيها وأساليب الاتصال، ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب.
3. تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات،وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية، وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات.
4. إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات بما يضمن إلى حد معقول الشفافية داخل السوق، خاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام.
5. إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بتقنية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أسهم في كون غالبية العمليات تجرى بقرارات ارتجالية أو عفوية.
6. تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة، وخاصة البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومتخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين.[1]

[1]. مرجع نفسه، ص :209.

7. تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات
8. التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية.

إن حدود التباين الواسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.[1]

ثانيا: سبل تطوير الأسواق المالية العربية

إن أسواق رأس المال ودورها في دفع عجلة التنمية و الإسراع بمعدلات النمو، ناقشته العديد من الدراسات التي أكدت على دور تلك الأسواق الفاعل في تعبئة الادخار والتخصيص الأمثل للموارد في الاستثمارات المختلفة وقد ازداد هذا الدور أهمية في السنوات الأخيرة نتيجة تحرير القطاع المالي، ودور السوق في تحقيق الأهداف التنموية المنوط بها مرتبطة بدرجة تطورها وكفاءتها، وفي ما يلي أهم جوانب تطوير أسواق رأس المال العربية:

1. تطوير حجم السوق: تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بضيق نطاق السوق في كل من جانبي العرض والطلب، وتتطلب عملية تطوير حجم السوق تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة وتنشيط جانب العرض من جهة أخرى.

1.1 جانب الطلب: يتأثر الطلب في سوق الأوراق المالية سواء كان محليا أو أجنبيا بمجموعة من العناصر تعد بمثابة محددات رئيسية لهذا الطلب كالاستقرار الاقتصادي، وتوفر بنية أساسية قوية لسوق المال من حيث إجراءات وقواعد ونظم التعامل في الأوراق المالية إضافة إلى توافر مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تمكن المستثمر من تنويع محفظة الأوراق المالية.[2]

[1]. مرجع نفسه، ص : 210.

[2]– مزيود إبراهيم: مرجع سبق ذكره، ص: 107.

2.1 جانب العرض: يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائما إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة وتنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين هما، المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن للمستثمر تجنبها والمخاطر غير المنتظمة وهي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها لأنها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق، وتتوقف قدرة المستثمر في تحقيق هذا التنوع على مدى توفر الأدوات الاستثمارية المختلفة في السوق بما يحقق هدف ورغبات كافة المستثمرين من أفراد ومؤسسات، فهناك بعض المستثمرين يفضلون الاستثمار في أدوات على درجة عالية من المخاطرة متمثلة في الأسهم بأنواعها المختلفة، بينما يتجنب آخرون المخاطرة ويفضلون الاستثمار في أصول ذات درجة مخاطرة منخفضة أو منعدمة مثل السندات بأنواعها المختلفة ولكي يتحقق هدف التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لا بد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية.

2. تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية: ترتبط عملية تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية بمجموعة من العوامل منها

1.2 توفير نظام لهيئات ذاتية التنظيم و الإدارة: تعاني أسواق رأس المال العربية من غياب آلية الرقابة الذاتية، والتي يتم تطبيقها من خلال نظام يشمل مجموعة من الأعضاء في سوق الأوراق المالية لديهم السلطة في تنظيم النشاط المهيمن لأعضاء هذه الصناعة، ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض لتحقيق هدف كفاءة السوق بما يعود عليهم بالنفع من خلال وضع القواعد والقوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية لأعضائها بما يضمن توافقها مع رغباتهم.

2.2 تطوير النظام التسوية والمقاصة: من المهم تخفيض تكاليف المعاملات إلى أدنى حد ممكن، لذلك يجب أن يكون للنظام الخاص بعمليات التداول، الدفع، المقاصة[1]،

[1]. مزيود إبراهيم: مرجع سبق ذكره، ص:109

التسوية والحفظ نظاما حديثا،فعالا وشفافا، فوجود أنظمة غير ملائمة لعمليات التداول والدفع يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات، وبالمقابل فوجود نظام فعال للدفع والتسوية يؤدي إلى خفض التكاليف وتقليلها إلى أدنى حد ممكن.

3.2 رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات: إن مصطلح الرقابة على المؤسسات يعني به الرقابة أو ممارسة السلطة على هيكل مؤسسي مثل الشركات ويمكن أن تتم عملية تفعيل هذا الدور الرقابي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة ونظم، قواعد الإفصاح والشفافية، والإفصاح العادل عن المعلومات يعني عدم إخفاء معلومات من شأنها أن تؤثر على الأسعار السائدة في السوق حيث يكون عدم تجانس للمعلومات.[1]

المطلب الثالث : تحديات وآفاق إنشاء سوق مالية عربية موحدة

سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تركز التكتلات الاقتصادية على تحقيق التكامل فيما بينها إلى جانب أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل ورغم تأخر الدول العربية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات، وكذلك أسواق العمل العربية فإن هذا يحول دون التعاون فيما بينها للتكامل وإنشاء سوق مالية عربية موحدة.

أولا: تحديات إنشاء سوق مالية عربية موحدة

رغم المكاسب التي ستعود على الاقتصاديات العربية من قيام سوق مالية عربية موحدة، فإن إنشاء هذه السوق يواجه بالعديد من التحديات،حيث يعترضها العديد من المعوقات والتي يمكن إيجازها فيما يلي:[2]

[1]. مرجع نفسه ،ص : 111

[2]. محمد أشرف دوابة: تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة ، كلية إدارة الأعمال، الأردن، عمان،2009،ص: 20.

1. اختلاف القوانين، التشريعات، أنظمة التداول، التسوية والمقاصة التي تحكم عمل البورصات العربية، فما زالت البيئة التشريعية العربية تعاني من كثرة القوانين والقرارات التي تفتقر إلى التجانس التشريعي العربي،وعدم انسجام بعض القواعد والتشريعات مع المعايير المالية الدولية، وهو ما يحد من فرص التعاون بين الأسواق المالية العربية وهو ما يعني ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة في المقام الأول.

2. اختلاف النظم والهياكل الاقتصادية العربية وغياب الإرادة السياسة، إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة العربية وسيادة الفردية، وضعف التنسيق والتوجيه نحو العمل الجماعي العربي، وتفضيل بعض الدول العربية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي أو الدولي على حساب التعاون العربي المشترك، فضلا عن التعبئة بصورة أو بأخرى للقوى الدولية.

3. تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول العربية، وكذلك تفاوت عمق تجارب هذه الدول في مجال البورصات وأسواق المال، فما زال هناك بورصات مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذ لم يوجد قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة موحدة.

4. عدم توفر الوعي الكافي لدى المستثمرين العرب بنظام القيد والتداول في البورصات المختلفة، وكذلك خوفهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من البورصات.

5. تدني مستوى التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي المطبقة في بعض الدول العربية مما يعيق من عملية الربط الآلي بين البورصات و الشركات المنفذة لعمليات التداول.[1]

6. عدم الالتزام الكافي بتطبيق معايير الشفافية والإفصاح والحوكمة، وتجاهل العديد من البورصات العربية لإمكانيات تنفيذ عمليات الشراء والبيع من خلال شبكة المعلومات الدولية

[1]. مرجع نفسه، ص: 21.

وإجراء التحويلات المالية من خلالها، رغم ما قد يمثله ذلك من حث المستثمرين العرب على إجراء تداول في بورصات دول أخرى.

7. وضع عدد من الدول العربية معوقات أمام حركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها و إليها بشكل عام، إضافة إلى عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية، وتفضيلهم غالبا توجيه هذه الأموال للاستثمار خارج الدول العربية.

8. انخفاض حجم الاستثمارات العربية في أسواق المال، وعدم وجود عملة أو أسلوب نقدي موحد للتسوية، إضافة إلى ضعف أنظمة التحويلات المصرفية بين العديد من المصارف العربية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في البورصات.[1]

ثانيا: آفاق إنشاء سوق مالية عربية موحدة

رغم التحديات سالفة الذكر إلى أن ذلك لا يحول دون اتخاذ خطوات فعلية لقيام سوق مالية عربية موحدة في الوقت الراهن اعتمادا على التنسيق في مجال أسواق المال يكون أسهل من التنسيق في مجال حركة السلع والعمالة، فإذا كان الواقع يكشف هذه التحديات فإنه في الوقت نفسه يكشف عن آفاق لقيام سوق مالية عربية موحدة، حيث يوجد العديد من عوامل الاتفاق إضافة إلى العديد من المقومات التي تمثل بنية أساسية لقيام سوق مالية عربية موحدة، ويمكن إيجازها فيما يلي:

1. معظم الأسواق لا تجيز تداول الأوراق المالية إلا من خلال وسطاء مخولين بذلك، وضرورة حصولهم على موافقات مسبقة قبل مزاولة المهنة.

2. معظم الأسواق لا تعترف بصحة المعاملات التي تتم خارج المقصورة.[2]

[1]. هبة عبد الحليم ربه: مرجع سبق ذكره، ص:99.

[2]. أشرف محمد دوابة : مرجع سبق ذكره، ص:22.

3. حدثت تطورات مؤسسية وتشريعية ايجابية في أسواق الدول العربية، حيث واصلت العديد من الدول العربية جهودها لجذب المستثمرين للاستثمار فيها، وتم تعديل وتطوير قوانين الاستثمار بما يلائم ذلك، كما اهتمت هذه الدول بتحسين شروط الإفصاح المالي والحوكمة.

4. حدثت تغييرات هيكلية في القطاع المالي على أساس دعم الملكية الخاصة، وانتشرت برامج الخصخصة في العديد من الدول العربية وإن كان ذلك بدرجات متفاوتة كأحد مقومات الإصلاح الاقتصادي، وهو ما يؤكد الإجماع على ضرورة توسيع قاعدة الملكية وطرح كميات متزايدة من أسهم المشروعات للاكتتاب العام داخليا وخارجيا، وهو ما يمثل موردا مستمرا يمد سوق رأس المال بحاجاتها من الأوراق المالية لسنوات قادمة.[1]

المطلب الرابع: دور الأسواق المالية في تنمية الاقتصاد

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا حيويا وهاما في عملية التنمية الاقتصادية حيث تشكل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية وتحتاج إلى قنوات ملائمة لتلبية متطلباتها التمويلية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقا محلية أو إقليمية أو عالمية، وتسهم سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

1. تعبئة المدخرات المالية: تسهم سوق الأوراق المالية في تنمية العادات الادخارية من خلال تشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا توفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشاؤون و بأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية.[2]

[1]. هبة عبد الحليم عبد ربه، أحمد علي بكري: مرجع سبق ذكره، ص: 101.

[2] ياسر بوحسون ،شادي أحمد زهرة :الأسواق المالية الناشئة و دورها في تنمية الاقتصاد الوطني دراسة تحليلية إستشرافية، مجلة العلوم جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ،سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ، المجلد27، العدد1،2005،ص:111.

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

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 الدول 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 انتعاش.

4. تحويل الفائض غير الموظف إلى إدارة مختصة. الشركات المساهمة . بدلا من جامعي الأموال: يسهم السوق في تشجيع تأسيس الشركات المساهمة ذات الميزة التشاركية والتي تتلاءم مع طبيعة العادات الادخارية فالشركات المساهمة تتيح للمواطنين.

توظيف وتجميع رؤوس أموال الصغيرة ضمن رأس مال الشركة الكبيرة الذي يمكنها من القيام بمشروع تنموي هام، ويساعد ذلك على زيادة حصيلة ضريبة الدخل ويقلل من أعباء الدوائر المالية في التدقيق ويوفر فرص عمل جديدة تخفض من معدلات البطالة

5. الرقابة على أداء الشركات: تعتبر البورصة جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات غير كفأه فإنها تنتهي إلي نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط.[1]

[1]. مرجع نفسه ، ص:112.

6. تمويل خطط التنمية: و ذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات وأذونات التي تصدرها الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة، و من هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.[1]

[1]– زيدان محمد،نور دين بومدين: دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر.، المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول السياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر،2006،ص:6.

خلاصة :

نظرا للدور الكبير الذي تلعبه الأسواق المالية كأسلوب حديث للتمويل، أدركت الدول العربية أهمية إنشائها وتطويرها، إذ استحوذت قضية تطوير أسواق الأوراق المالية اهتماما واسعا من قبل حكومات الدول العربية، إذ تختلف فترات تأسيسها فمنها من نشأ في فترة الاستعمار ومنها من نشأ بعد الاستقلال،كما تختلف من حيث درجة التطور حيث نميز بين البورصات الأكثر نشاطا مما أهلها إلى أن تكون بين البورصات الناشئة مثل بورصة الأردن و بورصات أخرى ذات أداء متوسط ، أخرى مازالت في بدايتها كالجزائر، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية للأسواق المالية العربية ودورها في التنمية الاقتصادية للفترة من{2000-2015}

تمهيد:

بعد التعرض إلى واقع الأسواق المالية العربية بشكل أساسي، فإنه من الضروري دراسة نموذج عن هذه الأسواق لمعرفة الكيفية التي يمكن من خلالها إبراز الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، خاصة بعدما عرف اقتصادها تطورا كبيرا في البرامج التنموية والتي ساهمت بإنشاء العديد من الشركات، كما أنها عرفت تطورا ملحوظا منذ تأسيسها، وذلك من خلال استخدام أنظمة التداول والتسوية الإلكترونية وإزالة معظم معوقات الاستثمار وزيادة الرقابة على سوق رأس المال وصولا إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وللإحاطة بالجوانب المختلفة للأسواق المالية محل الدراسة سيعرض هذا الفصل في مبحثه الأول دراسة حول عينة من الأسواق المغربية والعربية من خلال التطرق إلى نظرة عامة حولها،يتم بعدها التعرض إلى تحليل التطور الذي لحق بمؤشرات أدائها، أما في المبحث الثاني فسوف نركز على تطور مؤشرات أدائها، أما في المبحث الثالث فسوف نتطرق إلى مؤشرات التنمية الاقتصادية وعلاقتها بالأسواق المالية.

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية والمغاربية

تمثل أسواق الأوراق المالية في الدول النامية عموما و الدول العربية خصوصا أداة أساسية من أدوات التنمية الاقتصادية لمالها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وهذا من خلال خلق السيولة وزيادة رؤوس أموال الشركات، و من بين هذه الأسواق، سوق عمان، سوق مصر، سوق الأسهم السعودي، سوق الجزائر، سوق المغرب، سوق تونس، التي ستتم دراستها في هذا المبحث.

المطلب الأول : أسواق الأوراق المالية العربية

تتعدد أسواق رأس المال العربية ومن بينها سوق عمان،مصر وسوق الأسهم السعودي

أولا : سوق عمان المالي

تم إنشاء سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 1976/03 وتم افتتاحه رسميا بتاريخ 1978/04/01،[1] وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 ثم تبعه في 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليمكن كافة الأمور و القضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية :

المادة 23 وجاء فيها ما يلي :

تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي .

[1]– بن اعمر بن حاسين: مرجع سبق ذكره، ص: 154.

المادة 24 وجاء فيها ما يلي:

يتم تداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عملة تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة.

المادة 25 وجاء فيها ما يلي:

تتكون عضوية البورصة من وسطاء ماليين 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 مجلس إدارة ومدير تنفيذي و تحديد الأنظمة الداخلية و التعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة.

المادة 26 وجاء فيها ما يلي:

يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة مجلس الأنظمة الداخلية اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الأوراق المالية
- صندوق ضمان الوسطاء الماليين
- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين الإطلاع عليها بحكم عملهم.
- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائها.[1]

[1] بو كساني رشيد :مرجع سبق ذكره ،ص:221.

1-أهداف سوق عمان المالي

يعد الهدف الرئيسي لبورصة عمان هو توفير سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية و آمنة لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة ولتحقيق ذلك عملت إدارة البورصة على الآتي: [1]

- خلق بيئة استثمارية آمنة
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة
- تطبيق أحدث المعايير العالمية
- زيادة الوعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية
- الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.[2]

2-الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

بموجب القانون الأخيرة في العام 1997 ثم التمييز بين ثلاثة مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي و إداري وذلك للقيام بتنظيم و توجيه و رقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية ، وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ومن الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان تمارس هذه الأدوار معا ، وإن هذه المؤسسات الثلاث هي هيئة الأوراق المالية ،سوق الأوراق المالية، بورصة عمان، مركز إيداع الأوراق المالية :

2-1- هيئة الأوراق المالية: وهي مؤسسة رقابية ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتعمل على توفير المناخ الملائم للتحقيق سلامة التعامل، وحماية المتعاملين، ضمان الكفاءة الاستثمارية، والشفافية في المعلومات، مع نشر الوعي الاستثماري وتشجيع التبادل في السوق المالية.

2- 2 سوق الأوراق المالية – بورصة عمان-: وهي مؤسسة خاصة تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية و تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء

[1]- مجيد التميمي ،أرشد فؤاد : الأسواق المالية . تنظيم وأدوات . الطبعة الأولى . دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن، ص:137.

[2]- الداوي خيرة : تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية . دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005.2009 ،إشراف . د . عزاوي عمر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ،الجزائر ، 2012، ص: 134، بحث غير منشور.

الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ، ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية . كوسطاء ماليين . وعضوين يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوسطاء المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها ، وأخيرا عضويين تعينها هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية

2- 3- مركز إيداع الأوراق المالية : و هو مؤسسة توثيقية أنشئت في عام 1995 ، وتتولى مهام تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة في البورصة و تعمل على تسوية أثمان تلك الأوراق ما بين الوسطاء الماليين، وكما تهيئ هذه المؤسسة المناخ الملائم للاستثمارات المالية هذا فضلا عن دورها في تخفيض تكلفة الاستثمار وفي رفع كفاءة تسوية الأثمان، وعلى أي حال تمر نشاطات مركز إيداع الأوراق المالية بالمراحل التالية:

- مرحلة نظام تسجيل الأوراق المالية.
- مرحلة نظام إيداع الأوراق المالية.
- مرحلة نظام تسوية أو نقل الملكية.
- مرحلة نظام تسوية أثمان الأوراق المالية.
- مرحلة الخدمات المساندة.[1]

3-تقسيمات سوق عمان للأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه:

3-1- تقسيمات سوق عمان :

يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عمان من خلال ثلاث أسواق وهي فيما يلي:

3-1- 1- السوق الأولي: وهي التي تتداول فيها أوراق الشركات التي تتوفر فيها الشروط الآتية

✓ لا يقل رأسمالها عن مليوني دينار أردني أي حوالي . 2,8 مليون دولار .

[1] محمد عوض عبد الجواد، رجع سبق ذكره، ص . ص: 201،202.

- ✓ لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن الرأسمال المدفوع.
- ✓ تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة و ذلك في عامين متتالين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة.
- ✓ توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال آخر الأعوام الثلاثة.
- ✓ مضي عام كامل على الأقل من إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

3-1-2- السوق الثانية : ويشترط للتداول في هذه السوق ما يلي

- ✓ لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من الرأسمال المدفوع.
- ✓ مضي عام كامل على منحها ترخيص العمل.

3-1-3- السوق الثالثة: يسمح للشركات المرخصة بالتعامل في هذه السوق مباشرة ودون أي شرط زمني، وعلى أي حال أن انفتاح بورصة عمان على الاستثمار الأجنبي قد أسهم في بلوغ نسبة مساهمة غير الأردنيين في هذه البورصة إلى حوالي 42% من القيمة السوقية للتبادلات الجارية.[1]

3-2- الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية

يتم تداول في البورصة عمان بأسهم الشركات المساهمة العامة ،والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار ،وسندات التنمية الحكومية ، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة ، وكذلك سندات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة و الشركات المساهمة العامة و بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشتمل على:

- ✓ أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول .
- ✓ إسناد القرض الصادر عن الشركات.

[1]- مرجع نفسه، ص . 202.

- ✓ الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات
- ✓ إيصالات إيداع الأوراق المالية.
- ✓ الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك
- ✓ إسناد خيار المساهمة.
- ✓ العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- ✓ عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.[1]

ثانيا: سوق الأسهم السعودي

تم تأسيسه عام 1984/11/23، وتم انضمام السوق إلى قاعدة بيانات أسواق المال العربية التي يعدها صندوق النقد العربي عام 1994، واستخدم نظام التشغيل الآلي عام1990،والذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف التجارية، ووفر العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أيا كان مصدرها الجغرافي، وجعل السوق سوقا واحدة تلتقي فيها العروض والطلبات. تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية اتسم بالتسوية الآنية للعمليات ويستطيع المستثمرين من خلالها البيع و الشراء عدة مرات كما يتيح لهم الاستثمار عن بعد، يتم تحديثه وبشكل مستمر ومن خلال التعاقد مع الشركات الدولية المتخصصة حيث بدأ التعامل بنظام تداول الكتروني جديد عام 2007 يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة يوميا.صدور نظام الاستثمار الأجنبي ليمهد للأفراد والشركات الأجنبية القيام بالاستثمار في السوق المالية، اذ سمح القانون للعرب والأجانب الاستثمار في سوق الأسهم من خلال صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار حديثة التأسيس التي تطرحها البنوك التجارية، في حين منح القانون المستثمرين الأجانب العديد من الامتيازات والحوافز في مجال الضرائب وتحويلات الأرباح وغيرها في حين يسمح لمواطني دول المجلس بتداول الأسهم وتأسيس الشركات دعما لمسيرة التكامل الاقتصادي بينها.في 2003/07/31 صدر نظام السوق المالية والذي تم

[1]– عبد الحفيظ خزان. مرجع سبق ذكره، ص: 126.

بموجبه إنشاء هيئة سوق المال –الرقابة والإشراف– وكذلك شركة السوق المالية السعودية تمهيدا لفصل الأدوار التنفيذية عن الرقابية والتنظيمية وفي عام 2007 تم تأسيس شركة مساهمة عامة باسم– شركة السوق المالية السعودية– وذلك لإدارة السوق والإشراف المباشر عليه بدلا من هيئة سوق المال وتسهم هذه الخطوة في تفعيل عملية استقلالية السوق المالية، وتم تعيين أعضائها أغلبهم من القطاع الخاص، وتمهيدا لتحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة بطرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام.تقوم مؤسسة النقد السعودي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بتطوير مؤشر سوق الأسهم يتم بموجب ادخال السوق السعودية إلى منظومة مؤشرات الأسواق العالمية. ولغرض فصل نشاط الاستثمار عن النشاط المصرفي التجاري، قامت المصارف المحلية بتأسيس شركات للاستثمار متخصصة في الاستثمار وإدارة الأصول وذلك مع بداية عام 2007.[1]

ثالثا: سوق مصر المالي

مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بأربعة مراحل أساسية هي:

- ✓ المرحلة الأولى: تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883، ثم البورصة القاهرة سنة 1898 وصدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية.
- ✓ المرحلة الثانية :عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين ، وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة مع إشراكهم في مجلس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة مما أثر سلبا على سوق التداول، وأدت إجراءات التأميم سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه سنة 1962 إلى 5,2 مليون جنيه سنة 1972.

[1]– حسن كريم حمزة: العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 252.

- ✓ المرحلة الثالثة: صدر خلال الفترة 1973ـ 1983 مجموعة من القوانين تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة، العامة للبورصات، شركات المساهمة .... إلخ، وخلال الفترة الممتدة من 1983ـ 1991 شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، وصدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.
- ✓ المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة صدر القانون الخاص سوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط وتنمية السوق واستحداث أنشطة جديدة تتعلق بترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية و الاشتراك في تأسيس شركات المقاصة وتسوية في المعاملات المالية، وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها، وفي سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول، أين تم الربط بين بورصات الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين.[1]

[1] – مفتاح صالح، معارفي فريدة: مرجع سبق ذكره، ص: 189.

المطلب الثاني: نظرة عامة حول أسواق الأوراق المالية للدول المغاربية

نتناول في هذا المطلب نظرة عامة حول الأسواق المالية في دول المغرب العربي منها سوق الدار البيضاء، سوق تونس، والجزائر.

أولا: سوق تونس

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة 1988 بصدور القانون رقم 13 لعام 1988 بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة 1989 تتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

1-الهيئات المنظمة لبورصة تونس: تتمثل في :

1-1- مجلس سوق المالية: وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ويتكون من 9 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دورة إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار و المستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين و التسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين و إصدار عقوبات للمخالفين.

1-2- بورصة القيم المتداولة: وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والأنظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصة.
- اصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة.
- اقتراحات قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة.

1-3- الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام الآلي، ويتم دفع قيمة الصفقة فورا مع التسليم الفوري للأوراق المالية محل التبادل.[1]

[1]- كساني رشيد:مرجع سبق ذكره، ص – ص: 225 . 226.

يتميز السوق المالي التونسي بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيه.

ثانيا: بورصة الدار البيضاء

بورصة الدار البيضاء هي شركة مساهمة تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية وتزاول نشاطها بناءا على دفتر الأعباء مع مراعاة قواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة.[1]

وتعد بورصة الدار البيضاء أحد أوجه التقدم الاقتصادي للمغرب الحديث، وقد استفادت من ثورة الانترنت حيث أصبحت جل التعاملات انطلاقا من موقعها الالكتروني، كما أصبحت قاعة التعاملات فارغة ولم يعد المتعاملون في شراء الأسهم والسندات يلزم عليهم اللجوء إلى مقر البورصة.[2]

وتتضمن بورصة الدار البيضاء سوقين:

1- السوق المركزي:

يجب أن تمر جميع التعاملات حول الأوراق المالية المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالسوق المركزي، باستثناء تعاملات الكتل التي تتم على أساس التفاوض، ويجرى التعامل بجميع القيم المنقولة بنظام التسعير الالكتروني انطلاقا من مراكز تجميع جهوية توضع تحت تصرف شركات البورصة، وقد حدد هامش التغير المسموح به سواء تعلق الأمر بالانخفاض أو الارتفاع خلال جلسة تداول واحدة لأسعار جميع القيم المنقولة بنسبة 6% مقارنة بالسعر المرجعي وتصنف القيم المنقولة إلى ثلاثة فئات: القيم الأقل سيولة يتم تسعيرها حسب التسعير الثالث،القيم الشديدة السيولة تسعر حسب التسعير المستمر، أما القيم الوسطية فتسعر وفق نظام التسعير الثابت المزدوج.[3]

---

[1] موقع بورصة الدار البيضاء، htt :ll WWW .casablance _ bourse , com

[2] بدون مؤلف: http : llar ,wikipedia.orglwikil08%A8%09%88%

[3] سامي مباركي: فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات . دراسة مقارنة . رسالة ماجستير، اشراف صلاح عمر فلاحي : كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر،2004/2003، ص :122.

2ـ سوق الكتل:

يسمح هذا السوق بتنفيذ عدد معتبر من الأوامر من حيث الحجم أو الخصائص الاستراتيجية، ويتم التداول عن طريق التفاوض وتحدد البورصة الحجم الأدنى للكتل المقبولة من حيث القيم ومن حيث السيولة، ويرتبط سعر سوق الكتل بسعر السوق المركزي، وقد تم إنشاء هذه السوق لتفادي عدم تنفيذ بعض أوامر المستثمرين المؤسساتيين.

2-1- الأوراق المالية المتداولة: يمكن تقسيم الأوراق المتداولة في البورصة الدار البيضاء إلى ثلاث فئات هما:

- أوراق رأس المال والتي تتضمن الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وشهادات الاستثمار.

- أوراق الدين وتتضمن السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التي تسدد بالأسهم.

- أوراق الدين المتداولة : وهي أوراق مالية ذات مدة محددة،يتم اصدارها بالتفاوض وتمثل حق دين ذات فوائد.

وعلى العكس من السندات، فإن أوراق الدين المتداولة لا تصدر بالتكتل، فهي تسمح للمصدر بتلبية احتياجاته التمويلية بشكل منتظم ومستمر، وتتضمن أوراق الدين المتداولة:

ـ شهادات الإيداع، وتصدر من طرف البنوك.

ـ أذونات الشركات للتمويل، وتصدر من شركات التمويل.

ـ أذونات الخزينة، تصدر من شركات الأسهم، المؤسسات العمومية ذات صفة غير مالية والجمعيات.[1]

[1] - مرجع نفسه، ص :123.

ثالثا: بورصة الجزائر

1- نشأة سوق الأوراق المالية في الجزائر:

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من السنة 1990، ومنذ ذلك الحينإلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي :

1- 1- المرحلة التقريرية (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، و في أكتوبر من نفس السنة، و من خلال هيأة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيأة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة .و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، و تتوفر لديها جميع الإمكانات للرقي و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها .و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و

الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية .و بالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد .

1-2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12جانفي1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية ، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25أفريل1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها ، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى :[1]

- خمسة ملايين دينار جزائري 500000000 في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.
- مليون دينار جزائري 100000000 عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع ، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة ، السندات ، السندات

[1]- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25أفريل1993.المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27 ، الصادر بتاريخ 25أفريل1993 .

القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب إن اتخاذ مثل هذا القرار ، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر في إطار هذا المضمون فان المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها .إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي .[1]

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين:[2]

- لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصية: و هي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة .
- شركة تسيير القيم: مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .

1-3- مرحلة الانطلاق الفعلية : (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث :

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة .

[1] زيدان محمد،نور الدين بو مدين: مرجع سابق، ص: 7.

[2] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 ، الجريدة الرسمية ، العدد 34 ، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.

– أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة .

– تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في فيفري 1996، إلى جانب شركة تسيير القيم مع تحديد مخطط كل منهما، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997 ، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا ، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين ، في مجال التعامل بالسوق المالي .

و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 ، على تهيئة الجو الملائم ، و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد ، و هو نهاية سنة 1997م، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2جانفي1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك ، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي ، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدشن سوق للرساميل في الجزائر ، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية .

ونشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي:

- شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20% .
- مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .
- فندق الأوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20% .[1]

[1] زيدان محمد،نور الدين بو مدين: مرجع سابق، ص–ص: 8.

2- الأدوات المالية المتداولة في السوق الجزائر: لقد ميز المشرع الجزائري بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية، و التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر وهي:

2-1- الأسهم: لقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع الآتية من الأسهم:

الأسهم العادية، أسهم التمتع، الأسهم ذات الأولوية في التوزيعات الأرباح، الأسهم ذات الأذونات للاكتتاب في أسهم ، السهم الخصوصي حيث يتم إدخال هذا الأخير من الأسهم في الجزائر بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96- 133 المحدد لشروط وكيفيات وممارسة السهم الخصوصي، والذي جاء في إطار تنظيم عملية خوصصة المؤسسات العمومية.

2-2- السندات: من أهم أنواع السندات التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي: سندات عادية ، سندات المشاركة ، سندات ذات معدل ثابت ، سندات ذات معدل متغير.

2-3- أوراق مالية أخرى : من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي: شهادات الاستثمار، شهادات المساهمة ، سندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم.[1]

المطلب الثالث: مفهوم مؤشرات أداء البورصات

أولا: تعريف مؤشر حجم التداول

ويمثل قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق وبمختلف الأسعار خلال الفترة، وهو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأسهم في أسعارها خلال مدة معينة ، أي أنها مجموع قيم التداول في السوق المالي خلال الأرباح الأربعة للسنة المالية ، كما يعبر حجم التداول عن التبادل الفعلي للأسهم المكتتب بها في البورصة إضافة أنه يعكس مستوى السيولة في السوق المالي.

[1] سناجقي عبد الله: سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار- دراسة حالة مجمع صيدال - إشراف محمد راتول ،رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بوعلي، الشلف، الجزائر،2009/2008، ص 104.بحث لم ينشر

ثانيا : مؤشر القيمة السوقية للأسهم

و يسمى أيضا بالرسملة السوقية، ويقصد به مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، و هي تمثل الحجم الكلي لرأس مال السوق في نهاية السنة، بمعنى أنها تعبر عن قيم سعر إغلاق أسهم الشركات في نهاية آخر يوم من السنة و هذه القيمة مهمة لرصد التطورات الحاصلة في الأنشطة الاستثمارية لاقتصاد خلال الزمن ، على أساس أن قيمة الأسهم تزداد مع زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي تمويلها بالأسهم، وإن ارتفاع تلك القيمة تعني ارتفاع النشاط الاقتصادي سواء من حيث عدد الأسهم، أو زيادة عدد الشركات أو أنها تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق المالية، كما يستخدم هذا المؤشر لمقارنة الحجم النسبي للسوق بالنسبة للأسواق على مستوى المنطقة أو الإقليم أو على المستوى العالمي.

ثالثا: مؤشر معدل دوران الأسهم

وتعتمد الدراسات المالية لتبيان درجة تطور سيولة السوق المالية ومستوى تكاليف المعاملات داخلة، ويشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية . حجم التداول . مقسوما على القيمة السوقية، وكلما ارتفعت قيمة حجم التداول بمعدلات أعلى من ارتفاع القيمة السوقية ازدادت قيمة المؤشر لتوضيح ارتفاع درجة السيولة للسوق المالي، و الأوراق المالية تتداول بسهولة ويسر وعدم وجود المعوقات أمام إبرام وتسوية الصفقات المالية، ويعبر لنا أيضا عن نشاط التداول في السوق المالية، علاوة عن مستوى النشاط الاقتصادي للسوق. [1]

رابعا: مؤشر عدد الشركات المدرجة

ويقصد به عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية التي يتم التداول في أوراقها المالية لسوق المنظمة، ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني لماله من دلالة مهمة على التطور السريع إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذ لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية للأسهم تلك الشركات صغيرا.[2]

[1] – حسن كريم حمزة :العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأول ،دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2011، ص :264.

[2] – عاطف وليد أندراوس: أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرر المالي و متطلبات تطويرها ،الطبعة الأولى ،دار الفكر الجامعي، الاسكندرية ،مصر، 2006،ص:165.

المبحث الثاني: تطور مؤشرات أداء البورصات محل الدراسة خلال الفترة من2000إلى2015.

من أجل الوقوف على مدى مساهمة أسواق المال في النشاط الاقتصادي ،يمكن دراسة بعض المؤشرات الأساسية لها،والتي ما هي إلا انعكاسا للظروف السياسية و الاقتصادية والاجتماعية للمنطقة، إضافة إلى ما شهدته تلك الأسواق من انعكاس في مجال أطرها المؤسسية والتنظيمية و التي كان لها وقعها على تطور مؤشراتها.

المطلب الأول: قياس مؤشرات أداء البورصة في الدول العربية محل الدراسة

الجدول رقم (3-1): مؤشرات أداء سوق مصر المالي

	حجم التداول	القيمةالسوقية(م جنيه مصري)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2001	24650.88	11333.2	22.12	1110
2002	29887.15	122014.0	25.03	1150
2003	26366.52	171922.00	15.62	967
2004	42334.10	233887.00	17.95	792
2005	758778.00	456278.00	12.68	744
2006	73530	533986	13.8	603
2007	132397	768276	17.2	435
2008	43.820	473738	9.2	373
2009	174055	499613	34.8	306
2010	72442	488209	14.8	212
2011	28023	293615	9.5	214
2012	39837	375822	10.6	213
2013	37951	426810	8.9	212
2014	64089	500021	12.8	215
2015	53260	429808	12.4	222

المصدر:من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

نلاحظ أن عدد الشركات عرفت ارتفاعا خلال بداية فترة الدراسة إلى غاية سنة 2002 أما خلال الفترة من 2003 إلى 2008 فقد عرفت هذه البورصة انخفاضا في عدد شركاتها ارتفاع معدل دوران الأسهم من 22.12% في السنة 2001 إلى 25.03 مرة في السنة الموالية، لينخفض بعد ذلك معدل الدوران سنة 2003 ويعاود الارتفاع خلال الثلاث سنوات الموالية ليصل إلى 52.6%سنة 2006 ليخفض بعد ذلك ويعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2009 حيث سجل أعلى قيمة له بلغت 34.8 % ، ثم عاود الانخفاض خلال السنوات الأخيرة من الدراسة حيث بلغ 12.4 % سنة 2015 ، أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية فنلاحظ أن السوق المصري يعرف نموا ايجابيا متتاليا وبمعدلات مرتفعة من سنة الى أخرى إلى غاية 2008 فقد عرف هو الآخر انخفاضا كباقي الأسواق محل الدراسة ثم عاود الارتفاع بعد ذلك وانخفض خلال السنوات الباقية عدا سنة 2014 فقد شهدت ارتفاعا ملحوظا .

الجدول رقم(3-2): مؤشرات أداء سوق عمان المالي

	حجم التداول	القيمة السوقية(م دينارأردني)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2000	402.02	4693.81	8.75	163
2001	793.24	4731.92	16.76	161
2002	1107.32	5535.57	20.00	158
2003	2117.57	7288.79	29.05	161
2004	2225.31	11553.08	36.57	192
2005	18236.84	21336.27	85.47	201
2006	14640.89	24706.78	59.26	227
2007	12064.58	24490.50	49.29	245
2008	18141.08	24599.46	73.75	262
2009	8128.93	201530.10	40.34	272
2010	5506.93	182830.42	30.12	277

2011	2240.29	16193.4	13.83	247
2012	1486.94	14442.01	10.30	243
2013	2163.36	13372.01	16.18	240
2014	556.9	18082.6	3.1	236
2015	10108	17984.7	5.6	228

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

أظهر مؤشر حجم التداول ارتفاعا ملحوظا لغاية سنة 2005، وبعد هذه السنة شهد تذبذبا في تغير إلى انه بدأ في التراجع سنة 2008،سبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، أما سنة 2013 فقد شهدت تحسنا و ارتفاعا مقارنة مع عام 2012 أما في السنة الأخيرة فقد تحسنت هي الأخرى مقابل الانخفاض الذي حصل سنة 2014

سجلت القيمة السوقية ارتفاعا مستمرا بشكل عام منذ سنة 2000 إلى غاية سنة 2008 حيث حققت أعلى نمو لها من منذ نشأة السوق المالي سنة 2005 ، بينما عرف هذا المؤشر انخفاضا بعد سنة 2008 بالرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في البورصة متأثر بانخفاض القيمة السوقية لجميع القطاعات و خاصة قطاع البنوك، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى ما شهده العالم من تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية التي مست الاقتصاد الأردني. ثم عادت للارتفاع سنة 2014 وانخفضت بشكل طفيف في السنة الأخيرة من الدراسة.

كما شهد معدل دوران السهم في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى2005 ارتفاعا ملحوظا في تغيره حيث شهد أقصى قيمة له في تاريخ سوق عمان المالي قدرت بـ 85,47% سنة 2005، ثم عاود الانخفاض سنتي 2006 و2007 حيث بلغ 59,26%و49,26 % على التوالي،ثم ارتفع إلى 73,75 % سنة 2008 ، إلا أنه في سنتي 2009 و2010 شهدا انخفاضا ملحوظا حيث بلغ 30,12% سنة 2010 ويرجع ذلك إلى انخفاضا كل من حجم التداول و القيمة السوقية ، وفي الفترة الأخيرة الممتدة من 2011 إلى

غاية 2015 شهدت انخفاضا كبيرا نتيجة لتداعيات الربيع العربي و الاضطرابات السياسية، والتي مازالت تلقي بضلالها على الاقتصاد الأردني.

وشهدمؤشرعدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2010 ارتفاعا ملحوظا إذ بلغ عدد الشركات 277 شركة في نهاية سنة 2010 مقارنة بالعدد 163 شركة سنة 2000، و تشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالية في الأردن، وعرفت السنوات الأخيرة من الدراسة تراجعا في عدد الشركات المدرجة وذلك مقارنة مع السنوات الأولى حيث بلغت سنة 2015 228 شركة مقارنة بالعدد 247 سنة 2011.

الجدول رقم (3-3): مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

	حجم التداول	القيمةالسوقية(**ريال** سعودي)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2001	83350.48	274527	31.26	76
2002	116161.07	280730.1	39.45	68
2003	596510.0	589930.6	101.11	70
2004	1773859.1	1148642.6	154.44	73
2005	1483372005	2423146.83	61.23	77
2006	718095	1225858	58.6	86
2007	553414	1946347	28.4	111
2008	326342	924528	35.3	126
2009	244256	1195506	20.4	135
2010	170497	1325392	12.9	146
2011	322476	1270843	25.4	150
2012	344568	1418922	24.3	156
2013	294549	1752855	16.2	163

2014	490595	1812890	27.1	166
2015	336772	1579059	21	172

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

عرف سوق الأسهم السعودي انخفاضا في عدد الشركات المدرجة سنة 2002ليصل إلى 68 شركة كما لاحظنا عدد الشركات من سنة 2003 إلى غاية 2008 ليصل إلى 126 سنة 2008، ليستمر في الارتفاع إلى غاية بلوغ أعلى قيمة له سنة 2015 قدرت ب 172 ،كما يعرف عدد الدوران لسوق رأس المال السعودي ارتفاعا كبير و مستمرا من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006 لينخفض سنة 2007 ويعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008، ويستمر في الارتفاع إلى غاية 2014 ،لينخفض بعدها سنة 2015

كما سجل سوق الأسهم السعودي ارتفاعا مستمرا وبمعدل مرتفع في حجم التداول من سنة 2001 إلى سنة 2006 غير إن القيمة تنخفض خلال 2007 و2008 ، أما خلال السنوات الأخرى فقد استمر في الانخفاض إلى غاية 2011- 2012 حيث عرف ارتفاعا ملحوظا سنة 2014 مقارنة بالسنوات الستة السابقة وتراجع في السنة الأخيرة من الدراسة .

المطلب الثاني : قياس مؤشرات أداء البورصة في الدول المغربية محل الدراسة

الجدول رقم (3-4): مؤشرات أداء سوق الدار البيضاء

	حجم التداول	القيمةالسوقية(درهم مغربي)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2001	26722	104676	19	55
2002	22458	87175.4	23	55
2003	53695	115507.18	39	52
2004	71763	206517.40	11.9	53
2005	28232.08	252326.32	11.19	54
2006	31761.9	4170092	7.6	63
2007	92186.1	586328	15.7	73
2008	39112.6	5131749.8	7.4	77
2009	586328	586328	15.7	76
2010	36430.4	579019.8	6.3	75
2011	200967	516222	1.5	76
2012	16389.8	44526280	3.7	77
2013	21789.5	451113	4.8	75
2014	18684.7	484447.5	3.9	75
2015	20335.9	453316	4.5	75

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة بقى ثابتا خلال سنتي 2001 و2002 لتنخفض سنة 2002 الى 52 شركة لتعاود الارتفاع سنتي 2004 و2005 ، أما بين سنتي 2005 و2011 فقد عرف عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفاعا ب 24 شركة ، ونلاحظ أنه بقي ثابتا خلال السنوات الثلاثة الأخيرة من الدراسة ، أما حجم التداول فقد عرف تزايدا خلال الفترات الأولى ليصل إلى رقمه القياسي سنة 2007 بعدما شهد تراجعات متتالية إلى أن وصل إلى حد الخطر سنة 2011 . ونلاحظ أن القيمة السوقية هي الأخرى سجلت ارتفاعا متتاليا خلال الفترة من 2001 إلى غاية 2011 باستثناء انخفاض سنة 2008 ، كما سجلت انخفاضا متتاليا خلال السنوات الباقية من الدراسة .

الجدول رقم (3-5): مؤشرات أداء سوق الجزائر

	حجم التداول	القيمةالسوقية(دينار جزائري)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2002	112.257060	/	/	3
2003	178.432	10360.00	0.16	3
2004	8.432	10100.00	0.09	3
2005	2.5076	6400.00	0.039	3
2006	2271.1	6710	0.033	2
2007	6500	6500	0.017	2
2008	5152	6500	0.08	2
2009	6550	6550	0.03	2
2010	3435	7900	0.04	2
2011	46020	10181	0.45	2
2012	22630	10000	0.23	2
2013	20896	9889	0.21	2
2014	18866	9735	0.19	2
2015	13244	9702	0.14	2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

عند تتبعنا للبيانات الموجودة في الجدول نلاحظ انه بين 2001 و 2010 خلال كل هذه الفترة نجد ثلاث شركات فقط في بورصة الجزائر وهي:مجمع صيدال, رياض سطيف وسلسلة فندق الأوراسي، وبين 2000 و 2016 بعد توفيق تداول سهم شركة الرياض سطيف في سنة 2006 بسبب انهيار الشركة وبيعها للقطاع الخاص ،بقيت فقط مؤسستين مستعرتين خلال الفترات الباقية .

أما بالنسبة لحجم التداول فقد عرف خلال لسنة 2001 ارتفاعا ولكن لم يلبث طويلا فسرعان ما تحول إلى درجة السقوط الحر سنة 2005 إلاانه خلال سنة 2006 بدايعود إلى الارتفاع ليحقق أعلى نسبة له سنة 2008 ثم عاد للتراجع ليصل إلى 46020 سنة2011. ثم عاود الارتفاع خلال السنوات الباقية من الدراسة ، وعرفت القيمة السوقية انخفاضا في أغلب سنوات الدراسة عدا سنة 2011 ، حيث شهدت أعلى قيمة لها سنة 2011 وبلغت 10181 مقارنة بسنوات الدراسة الأخرى .

الجدول رقم (3-6): مؤشرات سوق تونس المالي

	حجم التداول	القيمةالسوقية(دينار تونسي)	معدل الدوران	عدد الشركات المدرجة
2002	1006	/	10	46
2003	948	/	7.1	45
2004	690	/	8.9	44
2005	237.76	3839.92	6.19	45
2006	212.7	549400.6	3.78	48
2007	379.0	6527.3	5.81	51
2008	893.9	8301.3	0.77	50
2009	562.8	12227.1	4.60	52
2010	716.8	15281.8	4.69	56
2011	539.5	14452.4	3.73	57
2012	590.9	13779.9	4.29	59
2013	360.1	14120.1	2.55	65
2014	79.2	17324.0	0.46	81
2015	83.6	17829.9	0.47	71

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

من خلال الجدول نلاحظ أنه بين سنة 2000و2005 عرفت هذه الفترة تذبذبا في عدد الشركات المدرجة يدور بين 44و45و46 شركة أما من 2005 إلى2011 فقد شهدت هذه الفترة ارتفاعا ملحوظا في عدد الشركات المدرجة أما عن حجم التداول فقد عرف نموا إلى غاية بلوغه أقصى قيمة له سنة 2010 ليبلغ 716.8 ثم بدأ في الانهيار إلى غاية سنة 2015، كما عرف معدل الدوران انخفاضا هو الآخر خلال السنوات الأولى من الدراسة ليصل إلى

0.77 % سنة 2008ثم عاود الارتفاع خلال إلى غاية سنة 2012 ليعاود الانخفاض خلال السنوات الباقية أما بخصوص القيمة السوقية فشهدت تذبذبا خلال سنوات الدراسة.

المبحث الثالث:مؤشرات التنمية الاقتصادية وعلاقتها بالأسواق المالية

سنحاول في هذا المبحث استخدام مجموعة من المؤشرات المتعارف عليها لقياس التنمية الاقتصادية ومن بينها معدلات البطالة، التضخم، والناتج المحلي الإجمالي، وإبراز دورها في التنمية.

المطلب الأول:مؤشرات التنمية الاقتصادية

توجد الكثير من المؤشرات الخاصة بالتنمية الاقتصادية ولكن في حدود دراستنا سوف نأخذ ثلاث مؤشرات للتنمية الاقتصادية وهي معدل التضخم، معدل البطالة، والناتج المحلي الإجمالي.

أولا- معدل التضخم : من المفروض أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للورقة المالية حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي بالمستثمرين في الأوراق المالية إلى المطالبة برفع معدلات العائد للتعويض عن مخاطر التضخم ، وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية .[1]

الجدول رقم (3-7): معدلات التضخم للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2015)

	الأردن	الجزائر	المغرب	السعودية	تونس	مصر
2000	0.7	0.3	1.9	-1.1	3.0	2.7
2001	1.8	4.2	0.6	-1.1	2.0	2.3
2002	1.8	1.4	2.8	0.2	2.7	2.7
2003	1.6	4.3	1.2	0.6	2.7	4.5
2004	3.4	4.0	1.5	0.3	3.6	11.3
2005	3.5	1.4	1.0	0.7	2.0	4.9

[1] لطرش سميرة : مرجع سابق ، ص: 294 .

2006	6.3	2.3	3.3	2.2	4.5	7.6
2007	5.4	3.7	2.0	4.2	3.4	9.3
2008	14.9	4.9	3.7	9.9	4.9	18.3
2009	−0.7	5.7	1.0	5.1	3.5	11.8
2010	5.0	3.9	1.0	5.3	4.4	11.3
2011	4.2	4.5	0.9	5.8	3.5	10.1
2012	4.5	8.9	1.3	2.9	5.1	7.1
2013	4.8	3.3	1.9	3.5	5.8	9.4
2014	2.9	2.9	0.4	2.7	4.9	10.1
2015	−0.9	4.8	1.6	2.2	4.9	10.4

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

نلاحظ أن معدلات التضخم في الأردن شهدت ارتفاعا ملحوظا حيث وصلت إلى أعلى قيمة لها سنة 2008عدا انخفاض واحد كان سنة 2007مقارنة بسنة 2006 أما سنة 2009 فقد سجل قيمة سلبية وعاد للارتفاع في السنوات الموالية حيث شهد قيمة سلبية سنة 2015 قدرت ب0.9−؛كما شهدت بورصة الجزائر تذبذبا في قيمها حيث عرفت ارتفاعا خلال سنة 2001 ثم انخفضت في السنة الموالية وارتفعت سنة 2003 و2004،وشهدت انخفاضا خلال سنة 2005 ثم عادت للارتفاع خلال السنوات الأربعة الموالية لتسجل أعلى قيمة لها سنة 2012بلغت 8.9 لتنخفض خلال السنوات الباقية؛ وبخصوص السعودية نجد أنها عرفت استقرارا خلال سنتي 2000و 2001 لترتفع بعدها خلال السنوات المقبلة لتصل لأعلى قيمة لها سنة 2008 متأثرة هي الأخرى كغيرها من الدول بتداعيات الأزمة المالية العالمية؛ كما عرفت مصر معدلات تضخمية كبيرة مقارنة بغيرها من الدول المدروسة حيث وصلت إلى أوجها سنة 2008 لتصل إلى 18.3.أما تونس فقد شهدت نوعا من الاستقرار في قيمتها حيث كان تذبذب قيمها قليلا ونلاحظ أن المغرب لم تعاني من التضخم فقد كاد أن يكون منعدما حيث سجل أعلى قيمة له سنة 2008 قدرت ب3.7 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثانيا- معدل البطالة: يقيس نسبة العاطلين عن العمل في مجتمع ما وللبطالة تأثير على أسعار الأسهم في البورصة ، فارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد وهو الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على المنتجات فينجم عنه انخفاض في المبيعات وبالتالي الأرباح ، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض التوزيعات وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للسهم . [1]

الجدول رقم (3-8):يمثل حجم البطالة للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2014)

	الأردن	الجزائر	المغرب	السعودية	تونس	مصر
2000	13.7	29.8	13.6	4.6	15.7	9.0
2001	15.8	27.3	12.5	4.6	15.1	9.4
2002	16.2	25.9	11.6	5.2	15.3	10.2
2003	15.4	23.7	11.9	5.9	14.5	10.4
2004	12.4	20.1	10.8	5.9	13.9	10.7
2005	14.9	15.3	11.0	5.9	14.2	11.2
2006	14.0	12.3	9.7	6.3	12.5	10.6
2007	13.1	13.8	9.8	5.7	12.4	8.9
2008	12.7	11.3	9.6	5.1	12.4	8.7
2009	12.9	10.2	9.1	5.4	13.3	9.4
2010	12.5	10.0	9.1	5.4	13.0	9.0
2011	12.9	10.0	8.9	5.8	18.3	12.0
2012	12.2	11.0	9.0	5.6	14.0	12.7
2013	12.6	9.8	9.2	5.7	13.3	13.2
2014	11.1	9.5	10.2	5.6	13.3	13.2

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

[1] لطرش سميرة : مرجع سابق ، ص : 297 .

من خلال الجدول يتبين لنا أن الأردن كانت في بداية الألفينيات تعاني من ارتفاع معدلات البطالة حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2002 بمقدار 16.2 ومنذ ذلك الحين عرف الاقتصاد الأردني انخفاضات متتالية خلال الفترة المدروسة حيث بلغت 11.1سنة 2014؛أما الجزائر فقد كانت تحتوي على أعلى نسب للبطالة مقارنة بباقي الدول محل الدراسة حيث قدر معدل البطالة سنة2000 ب 29.8 غير أنها شهدت انخفاضا ملحوظا خلال السنوات الأخرى إذ بلغت سنة 2014 معدل قدره 9.5 ؛ و المغرب هي الأخرى سجلت أعلى قيمة لها سنة 2000 قدرت ب13.6 ثم بدأت في الانخفاض إلى أن حصلت أدنى قيمة لها سنة 2011 قدرت ب8.9 ولكنها عرفت ارتفاعا خلال السنوات الأخيرة من الدراسة . وعلى خلاف باقي الدول فالسعودية الأولى بالنسبة للدول المدروسة من حيث تدني معدلات البطالة فكانت كل قيمها محصورة بين 5.2 و5.9 باستثناء سنة 2006 حيث سجلت أعلى قيمة لها كانت تساوي 6.3 وسنتي 2000 و 2001 التي عرفت أدنى قيمة لها قدرت ب 4.6 على التساوي.كما عرفت تونس انخفاضات متتالية إلى بلوغ أدنى قيمة سنتي 2007 و 2008 قدرت ب 12.4، وبعد ذلك شهدت ارتفاعات متتالية، وأخيرا مصر سجلت ارتفاعات متتالية خلال سنوات الدراسة عدا سنتي 2007 و 2008 حيث بلغت أدنى قيمة لها قدرت ب 8.7 .

ثالثا: الناتج المحلي

الناتج المحلي الإجمالي يمثل حجم الإنتاج الكلي من السلع والخدمات، وتحقيق معدلات نمو في الناتج المحلي الإجمالي يعكس نمو الاقتصاد، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر إيجابا على مبيعات الشركة وعلى أرباحها وبالتالي على القيمة السوقية لأوراقها المالية.[1]

[1] لطرش سميرة،: مرجع سابق، ص: 299.

الجدول رقم (3-9): يمثل حجم الناتج المحلي للدول قيد الدراسة خلال الفترة (2000-2014)

	الأردن	الجزائر	المغرب	السعودية	تونس	مصر
2000	8457923956	5479006051 3	3702060925	1884418666667	2147318888 2	9893854396 0
2001	8972965058	5474471411 0	3772467486 5	1830122666667	2206610134 1	9763200871 0
2002	9580161861	5676028839 6	4041611469 0	1885512000	2314629434 6	8785068397 9
2003	1091302367 6	6786382 9	4982254762 7	2142728000000	2745308498 3	8292450394 3
2004	1140756673 4	8532499895 9	5694801533 6	2587421333333	3118313930 1	7885418529 3
2005	1258866530 3	1031982291 68	5952385786 8	3284596087764	3227300755 4	8968572523 0
2006	1505693695 3	1170273047 88	6564009277 4	3769001335 11	3437843726 5	1074840348 71
2007	1711060973 2	1439770883 96	7904129487 4	4159645096 73	3890806929 9	1304789600 92
2008	2197183528 3	1710006921 35	9250725778 4	5197968000000	4485658631 6	1628181818 18
2009	2381832295 8	1372110399 00	9289732037 6	4290978666667	4345493594 0	1889823747 01
2010	2642537943 7	1612072688 41	9321674666 2	5268114666667	4405113874 5	2188883245 05
2011	2884026338 0	2000130508 28	1013704742 95	6695066666667	4587697116 1	2360015589 60
2012	3093727760 6	2090473896 00	9826630661 5	7339557333333	4513125040 0	2763533238 80
20	3359384 3	2097035 2	1073169 7	7443357 3	4692072 3	2860112 3

13	662	9364	4438	3333	826	0726
20	35826925	21351848	11000904	75383173	48612652	30149896
14	775	8688	0838	3333	212	0052

المصدر :من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي.

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن الناتج المحلي الأردني في نمو مستمر خلال جميع سنوات الدراسة حيث من سنة 2000 إلى غاية سنة 2014ارتفع بمقدار 27369001819 دولار أمريكي حيث احتلت فيه الأردن المركز الأول وفي ما يتعلق بالجزائر فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعات متتالية تخللها انخفاضين سنتي 2003 و 2009 ، وبخصوص المغرب فنلاحظ أنه عرف ارتفاعات متتالية عدا انخفاضا واحدا سنة 2012 ، والسعودية أيضا سجلت ارتفاعات متتالية عدا انخفاض وحيد خلال سنة 2009؛ وتونس أيضا سجلت تطورات ايجابية خلال فترة الدراسة يتخللها انخفاض وحيد سنة 2009. وأخيرا سجلت مصر انخفاضا خلال السنوات من 2000 إلى غاية 2004 ثم حققت ارتفاعات متتالية خلال السنوات الأخيرة من الدراسة.

المطلب الثاني: دور الأسواق المالية في تجنب الآثار التضخمية

يحمل اللجوء إلى السوق المالي في طياته فائدة أخرى غير الحصول على الأموال اللازمة تتمثل في تفادي الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي سيؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية إذ أن هناك حدا لتمويل عملية التنمية عبر تزايد الاقتراض من الجهاز المصرفي لا يمكن تجاوزه دون أن يؤدي هذا التجاوز إلى تضخم غير مرغوب أو ضغوط كبيرة على ميزان المدفوعات أما الاقتراض المباشر من الجمهور عن طريق السوق المالي فلا يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية وإنماإعادة توزيعها، يؤدي قيام البنوك التجارية لعمليات التمويل بمفرده إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.

نضيف إلى مزايا اللجوء إلى السوق المالي ، أنه يفيد في عدم زيادة نسب القروض في هيكل رأسمال الشركة وبالتالي المحافظة على الطاقة الافتراضية للشركة عند الحاجة.

كما يعتبر السوق المالي مؤشرا لقياس حالة الاقتصاد حيث يمكنه قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير ويعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود ومعالجة التضخم والانكماش لذا تعد مؤشرات السوق المالي انعكاسا حقيقيا الحالة لحالة الاقتصاد الوطني.[1]

المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في زيادة الادخار،السيولة وتخصيص الموارد

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تنقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني عجزا، و من هنا تشكل سوق الأوراق المالية كإحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية ، من خلال حيازة الأفراد والشركات لما يصدر في هذا السوق من أسهم، سندات وأدوات مالية أخرى، وتقوم أسواق الأسواق الأوراق المالية بدفع عملية التنمية الاقتصادية من خلال:

1- دورها في زيادة الادخار والسيولة

يؤثر سوق الأوراق المالية على الميل للادخار، وذلك بتوفير مجموعة كبيرة من الأصول المالية كفيلة بتشجيع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار الذي يعبئ تمويل أنشطة الاستثمار الإنتاجي.

وقد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال توفيرها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ويتم ذلك في السوق الأولية إذ يمثل فيها عرض الأوراق المالية الطلب على الاستثمار، ولكن

[1] نوال بن لكحل : دراسة الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي ، إشراف عبد المجيد قدي ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر 3، الجزائر ، 2013/ 2014، ص-ص: 53-54.

المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها، طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة نشاطها، ومن هذا المنطلق، تتدخل السوق الثانوية لتوفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حيث يتمكنون من بيع ما لديهم من أسهم أو سندات عند الحاجة إلى نقود، كما أن سوق التداول يلعب دورا هاما بالنسبة إلى الوحدات عند تسعير أوراقها المالية الجديدة.[1]

2- دورها في تخصيص الموارد

ويعزى دور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق، هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع لتحقق بهذا حصيلة كبيرة للإصدار، ويعمل بذلك الهيكل المالي المتطور على تخفيض تكلفة الاقتراض، ويقلل من تقلبات أسعار الفائدة، كذلك يشجع سوق الأوراق المالية على زيادة معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية ويتيح تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على الأنشطة الاستثمارية المختلفة تبعا لذلك ، فانه من الأرجح أن تتجه الأموال إلى من لديهم القدرة على زيادة الاستثمار الأمر الذي يرفع معدلات النمو والأرباح ومن ثم فان سوق الأوراق المالية التي تمارس وظيفتها على نحو جيد لابد أن تنتهي إلى حشد وتعبئة الموارد وتخصيصها بصورة أفضل، وتقوم أسواق الأوراق المالية بدور هام يكمن في علاج مشكلة الدين الخارجي للدول النامية من خلال مبادلة الدين الخارجي للدولة المدينة بأسهم، كما تعد هذه الأسواق المكان المهيأ للقيام بعملية الخوصصة .[1]

[1] قاسم شاوش لمياء: دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم . دراسة حالة بورصة الجزائر . إشراف براق محمد، أطروحة دكتورا ه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3،الجزائر،2013/2012، ص :88.

المطلب الرابع: التأثير الايجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية

إن التأثير الايجابي للسوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية يكمن في نقاط التالية :

1-التعامل في الأوراق المالية :

يسمح سوق البورصة للمتعاملين الاقتصاديين بالتعامل بيعا وشراء للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات أو الحكومة، إذ يتحدد السعر الحقيقي للورقة المالية على أساس العرض والطلب عليها بعد إتاحة المعلومات الخاصة عن الجهة المصدرة للأوراق المالية وهذا ما يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامتها .

2- استثمار رؤوس الأموال :

ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية سهلا مقارنة مع الاستثمار في إقامة المشاريع الكبرى، أين يحتاج المستثمر إلى الخبرة ورأس مال كبير، إذ أن الاستثمار في الأوراق المالية متاح لجميع المدخرين مهما كبرت أو صغرت مدخراتهم ، ويستفيد المدخر من ربح المؤسسة وكذا من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لما تحققه المؤسسة من نشاط كما يمكنه تنويع استثماراته وتقليل الخطر باقتناء أنواع مختلفة من الأوراق المالية ولمختلف الشركات .

3- خلق رؤوس أموال جديدة :

بمجرد أن يشتري المستثمر ورقة مالية ويدفع سعرها يرتفع رأس ماله الحقيقي بمقدار الزيادة في القيمة السوقية للورقة ، كما قد تقوم بعض الشركات باقتطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياطات المختلفة وعندما تجد نفسها بحاجة إلى هذه المبالغ تقوم بتوزيع أسهم مجانية لزيادة رأس مالها، وبالتالي يرتفع رأس مال المساهم.

4- توجيه الاستثمار :

إن ارتفاع الأسعار بسوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة ، وهذا مايجعل المدخرين يبيعون الأوراق المالية ويضعون أموالهم في البنوك أين يكون سعر الفائدة فيها مرتفع كسياسة للرفع من الودائع ، وهذا ما يمكن تفسيره كون الحالة أو الوضعية التي يكون عليها السوق المالي يؤدي إلى توجيه استثمارات الأفراد نحوه أو نحو البنوك

5- تشجيع الادخار:

تعمل البورصة عن طريق المزايا التي توفرها للمستثمرين، على تشجيع الادخار حيث يمكن لأصحاب الفوائد المالية اقتناء سندات والحصول على معدلات فائدة ثابتة دون مواجهة خطر عدم التسديد ، كما أن إمكانية توفير السيولة يعتبر حافز للمدخرين باستثمار أموالهم في البورصة .

إن الاقتصاديات التي تتصف أموالها بالنشاط والحيوية تعمل على إصدار منتجات مالية مختلفة لجذب اكبر عدد من المدخرين والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات .

6- البورصة مؤشر للحالة الاقتصادية :

تساعد البورصة على التنبؤ بتحديدها للاتجاهات العامة ، فهي تعكس التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد ، وبالتالي تعتبر البورصة مؤشرا أو بارومتر تقيس التغيرات المحيطة بها وتتأثر بها ، ويبدو هذا واضحا على مستويات مختلفة .

- على مستوى المؤسسة : حيث تتأثر أسعار الأسهم بالتغيرات التي تحدث داخل المؤسسة ، كارتفاع الأرباح والتوزيعات أو خلق وسائل نشاط جديدة ، الإعلان عن توزيع أسهم مجانية....الخ ، ويحفز ارتفاع قيمة الورقة المالية ، كما أن الصعوبات التي تواجه الخزينة ، الإعلان عن تخفيض أوإلغاء التوزيعات يؤديان إلى تخفيض قيمة الورقة المالية .

- على مستوى المدخرين : إن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المدخرين لها دور كبير في تحديد اتجاه الورقة المالية داخل السوق المالي، حيث أن قرار الاحتفاظ بالورقة المالية لشركة ما يؤدي إلى الرفع من سعر الورقة المالية.
- على مستوى الاقتصاد : تعكس البورصة الحالة الاقتصادية، السياسية والنقدية للوطن ، حيث أن ثقل النفقات الجبائية ووضعية النقود والقروض ، وحركة رؤوس الأموال تمثل عناصر ضغط على اتجاهات البورصة ، وبالتالي تعتبر البورصة المرآة العاكسة للقرارات التي يتخذها المختصون والمحللون الماليون بخصوص الوقائع الاقتصادية التي يتنبئون وقوعها .

7- تضمن السيولة المدخرات للمستثمرين.

8- الاستمرارية والمرونة.

9- ترشيد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة.[1]

[1] بوضياف عبير : سوق الاوراق المالية في الجزائر ، اشراف شرابي عبد العزيز ، مذكرة نيل الدراسات العليا المتخصصة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر،2007 ، ص : 34.

خلاصة:

رغم الجهود المبذولة و المتواصلة من طرف السلطات العربية لإرساء أسواق الأوراق المالية العربية و النهوض بها، وغم تحسن أداء بعض هذه الأسواق مثل بورصة الأردن، إلا أنها مازالت لم تحتل المكان المناسب أمام أكبر المراكز المالية الدولية أو على الأقل بين أسواق الأوراق المالية الناشئة ، وعلية فإن عدد من المعوقات لا تزال تقف أمام تطورها

لذا تتسم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف بسيولتها و هو ما يجعل المستثمرين ينفرون منها، بالإضافة إلى عدم تنظيم مؤسسات الوساطة و أهم ما يعوق أسواق الأوراق المالية، العربية وهو صغر حجمها و الذي يعكس قلة الشركات المقيدة فيها و ضعف التداول الناتج عن ضعف الادخار.

الخاتمة

الخـــــــــــــــاتمة العامة:

تعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب وحشد الموارد المالية من أجل توظيف وتمويل المشاريع الاستثمارية، وانطلاقا من وعي الدول العربية بهذه الأهمية بادر جلها في إنشاء وتطوير بورصاتها، إذ نجد أغلب البورصات العربية حديثة النشأة؛ كما تقوم الأسواق المالية بدور بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول لاسيما النامية منها، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وللقيام بالدور المنوط بها ينبغي أن تتوفر الأسواق المالية على شرط أساسي ألا وهو الكفاءة وبناءا على هذا نكون قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية والفرعية وبالتالي نقبل الفرضيات المقترحة.

النتائج العامـــــــــــــة للبحث:

بعد العرض والتحليل توصلنا إلى الاستنتاجات التالية :

1ـ لقد باتت الأسواق المالية تحظى باهتمام بالغ من قبل الدول المتقدمة والناشئة وكذا النامية على حد سواء، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية واستثمارها في تمويل قطاعات حيوية تساهم بفعالية في التنمية الاقتصادية.

2ـ إن تعبئة المدخرات وتوظيفها في الاقتصاديات النامية من اجل التنمية أمر ضروري لكل اقتصاد حتى يؤمن الأموال الضرورية للعملية التنموية.

3ـ تتسم الاقتصاديات المالية العربية بتشابه هياكلها الاقتصادية وبمناخات استثمارية وبيئة اقتصادية خصبة، وتعتبر الأسواق المالية في هذه الدول إحدى القنوات المهمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية إلى الأمام.

4ـ كفاءة السوق تتوقف على تحقيق أهدافه وتمويل التنمية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة من توفير سعر عادل للأوراق المالية المتداولة الذي يعكس كفاءة المعلومات المتاحة وعدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها من اجل اتخاذ قرار الاستثمار.

5ـ عدم توفر فرص كبيرة لتنويع الأدوات المالية قلص من إمكانية التخلص من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، ويضاف سبب آخر له قدر من الأهمية يتعلق بضعف السيولة في الأسواق المالية .

6ـ لقد شهدت الأسواق المالية العربية بذل مجهودات جبارة ومكثفة لمواكبة التطورات الحاصلة في الأسواق المالية الدولية، سواء من حيث التغيرات الهيكلية، أو فيما يخص تطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية لما لهذه التطورات من آثار ايجابية على سيولة الأسواق المالية وتفعيل دورها في تنمية الاقتصاد وازدهاره، إلا أنها لا تزال بحاجة إلى المزيد من الدعم لتمكين أسواقها المالية من القيام بدورها المهم والحيوي في زيادة الاستثمار والادخار وتعزيز التنمية الاقتصادية، وهذا قد يكون راجعا لحداثة نشأة هذه من جهة والعراقيل التي تحول دون تطورها من جهة أخرى.

اقتراحـــــــــــــــات:

لقد أكد هذا البحث على أهمية دور الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية ومنه يجب:

1ـ العمل على زيادة التوعية بدور الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني من خلال التركيز على نشر الوعي الاستثماري ونشر المعلومات من خلال كافة وسائل الإعلام المتاحة وخاصة شبكات الانترنت.

2ـ التركيز على موضوع الشفافية والإفصاح بالنسبة للأوراق المالية المدرجة والمتداولة في الأسواق المالية النامية.

3ـ العمل على تطوير الأسواق المحلية لما لها من دور في توفير الموارد المالية للمشروعات التنموية الاقتصادية في الدول العربية.

4ـ استحداث أدوات جديدة قادرة على مواكبة التطور الحاصل في الأسواق المالية المتقدمة.

آفاق البـــــــــــــحث:

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء، لهذا يمكن اقتراح بعض المواضيع لتكون أبحاثا في المستقبل مثل:

1-ما مدى تحقيق كفاءة في الأسواق المالية العربية؟

2- هل يمكن للأسواق المالية العربية التوجه نحو سوق عربية موحدة في ظل التزايد نحو عمليات الاندماج العالمي؟

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا ونسأله التوفيق والسداد.

قائمة المراجع

تمّ بحمدِ اللہ

ملخص:

إن عملية تحقيق التنمية الاقتصادية في أي مجتمع تعد ضرورة حتمية، حيث يتم نقل المجتمع من وضعه المتخلف إلى وضع آخر يعد متقدما، وذلك بإحداث زيادات محسوسة في مستوى الإنتاج بزيادة في الطاقات الإنتاجية والاستثمارية للبلد، مما يساهم في رفع مستوى المعيشة وتحقيق الرفاه الاقتصادي الذي ينعكس على الجوانب الاجتماعية والصحية والتعليمية وغيرها، وللنهوض باقتصاديات هذه الدول وتنميتها يتطلب الموضوع تمويل مشاريعها الاقتصادية حيث يعتبر من أهم القضايا المتعلقة بمشكلة التنمية الاقتصادية ويؤثر فيها تأثيرا مباشرا، مما لا شك فيه أن هذا الأمر يتطلب رؤوس أموال كبرى والتي بدورها تتطلب أسواقا مالية ولقد اعتبر التمويل لمدة عقدين من الزمن وسيلة مهمة لتشجيع الاستقرار الاقتصادي، فهو يعني تلك التدفقات المالية المحلية و الأجنبية الموجهة لإنجاز وتحقيق برامج ومشروعات التنمية الضرورية، وتحقيق الرفاهية الاقتصادية للمجتمع.

الكلمات المفتاحية : الأسواق المالية، التنمية الاقتصادية ، الأسواق المالية العربية

Abstract:

The process of economicdevelopment in any society isanecessity, as is the transfer of the community and put itbackward to another mode isahead, and that the creation of a sensible increases in the level of production by an increase in production capacities and investment to the country, thuscontributing to raising the standard of living and economicwell-beingthatisreflected on social, health, educational and other aspects, and the advancement of the economies of these countries and theirdevelopmentsubjectrequiresfinancingeconomicprojects as one of the most important issues related to the problem of economicdevelopment and affects the direct impact, whichis no doubtthatthisrequires capital major, which in turnrequiresfinancialmarkets and has seenfunding for a period of twodecades and an important means to promoteeconomicstability, itmeansthat the domestic and foreignfinancialflowsdirected to accomplish and achieve the necessary programs and projectsdevelopment, and achievingeconomicwell-being of the community.

Key words: financial markets, the economic development ،Arab financial markets