

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER –Biskra
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales
des Sciences de Gestion
Département de Sciences Economiques



جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية
وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني
"دراسة حالة بورصة ماليزيا"

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية

إعداد الطالبة:
مونية سلطان

إشراف:
أ.د صالح مفتاح

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذة التعليم العالي	حدة رايس
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	صالح مفتاح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر-أ-	نور الدين حامد
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذة محاضرة-أ-	حياة بن سماعيل
ممتحنا	جامعة سطيف	أستاذ التعليم العالي	حكيم ملياني
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر-أ-	مختار حميدة

السنة الجامعية: 2015/2014

إهداء

أهدي هذا العمل إلى:

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة
وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا." الآية 24 من سورة الإسراء.

-والذي الكريمين حفظهما الله-

-زوجي الذي وقف إلى جانبي وكان سنداً لي.

-إلى ابني محمد رامي وابنتي سلمى بآرك الله في حياتهما...

-إخوتي وأخواتي وذويهم.

-إلى كل صديقاتي خاصة فطوم

-إلى عائلة زوجي كبيراً و صغيراً

- كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة

طيبة مشبعة في إنجاز هذا البحث.

شكر و تقدير

"...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و علي والدي ...

" الآية 19 من سورة النمل

بعد الحمد و الشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي

لإتمام هذا العمل.

أتقدم بأسمى عبارات الشكر

والتقدير لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور :مفتاح صالح علي إشرافه

علي هذا العمل وما تقدم به من إشراف و نصح وتوجيه وإرشاد طيلة

فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة علي

قبولهم مناقشة هذا العمل و تقديم التوصيات اللازمة

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في إنجاز هذا البحث.

المُلخَص:

تعتبر السوق المالية الناشئة الكفوة المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للدولة، فقد أولها العديد من الاقتصاديين اهتماما خاصا، حيث تعتبر قياس كفاءة السوق المالي ضرورية و ملحة لما يشهده العالم من تحولات ،خاصة و أن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهونا بمدى فعالية و نجاعة النظام المالي للدولة و مدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة ، وطرحت العديد من التساؤلات حولها ، ولعل أهم التساؤلات المطروحة في الوقت الحالي تدور حول كفاءة الأداء في السوق المالي و تأثير اقتصاد الدولة به و هو مدار إشكالية بحثنا و المتمثلة في دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد الوطني.

و من بين أهم الأسباب التي دفعت بنا لاختيار هذا الموضوع هو الشعور بقيمة و أهمية الموضوع في ظل التحولات المتسارعة العالمية، و تكمن أهميته في أثر الأزمة المالية العالمية و حوكمة المؤسسات على الأسواق المالية بصفة عامة و الناشئة بصفة خاصة، لأن التطبيق الجيد للحوكمة يزيد من الكفاءة و يقلل من الوقوع في الأزمة، و كذلك تزيد الكفاءة في تمويل الاقتصاد.

و لإعطاء قيمة أكثر لدراستنا قمنا بأخذ بورصة ماليزيا كدراسة تطبيقية و توصلنا فيها للنتائج التالية:

- أن لبورصة ماليزيا سوق عادي يتعامل فيه بأدوات تقليدية و آخر إسلامي يتم التعامل فيه بأدوات إسلامية و هي الصكوك، حيث تتعامل بالصكوك أكثر من الأدوات التقليدية الأخرى.
- كذلك عرفنا في هذه الدراسة أهم المؤشرات التي نعرف بها درجة كفاءة سوق الأوراق المالية في ماليزيا و دورها في الاقتصاد، و المتمثلة في الرسملة السوقية و عدد الشركات المدرجة و السيولة التي تتمتع بها سوق ماليزيا.
- أن ماليزيا سوقها متطور و لكن لا يتميز بالكفاءة التامة، بل تسعى جاهدة إليها، لأن لها دورا كبير في الاقتصاد، أي أن نجاح القطاع المالي مرهون بنجاح القطاع الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية الناشئة، الأزمات المالية، الحوكمة.

Résumé :

Le marché financier émergent efficace est considéré comme rétroviseur d'état économique du pays. Plusieurs économistes l'ont donné une importance capitale car Mesurer l'efficacité du marché financier est devenu plus qu'une nécessité, surtout que la réussite du système économique dépend essentiellement de l'efficacité du système financier du pays et sa capacité de contribuer à la progression économique globale.

Beaucoup de questions ont été posées sur ce sujet, mais la question principale est la suivante : quel est le rôle de la compétence des marchés financiers émergents dans l'économie nationale ? et c'est la problématique que nous avons essayé d'aborder dans cette thèse.

Parmi les raisons qui nous ont poussés à choisir ce sujet c'est l'importance capitale qu'il acquit, l'impacte de la crise financière mondiale sur les marchés financiers en général et les marchés financiers émergents à titre spécifique, car l'application correcte fait accroître la gouvernance. et minimise le risque de tomber dans la crise. Et pour appuyer notre étude nous avons choisis la bourse de Malaisie comme cas d'étude pratique et nous sommes arrivés aux conclusions suivantes :

- Il y'a 2 marchés dans la bourse de Malaisie ,un marché ordinaire qui utilise des outils traditionnels et un autre islamique dont les principaux outils sont les chèques .
- Cette étude nous a permis de connaître les principaux critères avec lesquels on peut préciser le degré de compétence du marché monétaire du Malaisie et son rôle dans l'économie qui sont la capitalisation boursière , le nombre des sociétés cotées et liquidité dans la bourse du Malaisie.
- Le marché de Malaisie est très sophistiqué mais n'a pas la pleine compétence et parce que son rôle est capitale dans l'économie .l'état fait des efforts considérable pour y arriver ,car l'efficacité du secteur monétaire dépend du secteur économique.

Mots clés : efficacité marchés financiers émergent, crise financière ,la gouvernance

Abstract:

The efficient emerging financial markets are regarded as revealing the economic situation of the state. Many economists gave them special interest saying that the measurement of the financial market efficiency is necessary and urgent due to what the transformations the world is witnessing, especially that the economic success of the system at the present time has become dependent on the effectiveness and efficiency of the financial system of the state and its ability to finance the overall economic development. Many questions raised around the subject, and perhaps the most important questions at the moment revolves around the efficient performance in the financial market and how it affects the country's economy. This is the issue of our research - the role of the emerging financial markets efficiency in the national economy.

Among the most important reasons that prompted us to choose this subject is feeling the value and importance of the subject under the accelerated global transformations. The importance lies in the impact of the global financial crisis and governance institutions on the financial markets in general and emerging ones in particular, because the good governance increases efficiency in general and reduces the possibility to fall in crisis, as well as increasing the efficiency in financing of the economy.

And to give more value to our study, we took the Bursa of Malaysia as a study and concluded the following results:

– We deduced that Bursa of Malaysia has an “ordinary market” using traditional tools and another “Islamic” using modern Islamic tools and instruments like cheques.

– We also stressed the most important indicators that helped us know the degree of efficiency of the stock market in Malaysia and its role in the economy, and of market capitalization, number of listed companies, and the liquidity enjoyed by the Malaysia market companies.

– We came to the conclusion that Malaysia is a developed market, but not a completely efficient one, but strives to become so, because inefficiency has a significant impact on the economy- the financial sector's success depends on the successful economic sector.

Key words :financial crises, Efficiency emerging financial markets, Governance.

فهرس المحتويات:

I	الإهداء
II	كلمة شكر و تقدير
III	ملخص باللغة العربية
IV	ملخص باللغة الفرنسية
V	ملخص باللغة الانجليزية
VI	فهرس المحتويات
XVIII	قائمة الجداول
XIV	قائمة الأشكال
XVI	قائمة الملاحق
المقدمة العامة [أ- و]	
ب	إشكالية البحث
ب	فرضيات البحث
ج	أسباب اختيار الموضوع
ج	أهداف البحث
د	أهمية البحث
د	المنهج و الأدوات المستخدمة في البحث
د	الدراسات السابقة في الموضوع
و	خطة و هيكل البحث
الفصل الأول:مدخل إلى الأسواق المالية (2-65)	
02	تمهيد :
03	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
03	المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و وظائفها
03	الفرع الأول : مراحل نشأة الأسواق المالية
04	الفرع الثاني : مفهوم الأسواق المالية
06	الفرع الثالث: وظائف السوق المالي
08	المطلب الثاني:أركان و أهمية الأسواق المالية
08	الفرع الأول:أركان الأسواق المالية

14	الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية
17	المطلب الثالث: خصائص و عوامل نجاح الأسواق المالية
17	الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية
19	الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالي
20	المبحث الثاني : تقسيمات و أدوات الأسواق المالية
20	المطلب الأول: سوق النقد
20	الفرع الأول: تعريف سوق النقد
21	الفرع الثاني: أهمية السوق النقدية
21	الفرع الثالث : أنواع السوق النقدية
22	الفرع الرابع: مزايا السوق النقدية
23	المطلب الثاني: سوق رأس المال
24	الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال
24	الفرع الثاني: أنواع سوق رأس المال
29	الفرع الثالث: الأهمية الاقتصادية و المالية للأسواق المالية
33	المطلب الثالث: المشاركون في الأسواق المالية
33	الفرع الأول: البنوك المركزية
33	الفرع الثاني: البنوك التجارية
34	الفرع الثالث: المؤسسات والشركات المالية
34	الفرع الرابع: الأفراد
25	المطلب الرابع: أدوات السوق المالي
25	الفرع الأول: أدوات السوق النقدية
38	الفرع الثاني: أدوات أسواق رأس المال
39	الفرع الثالث : أدوات الدين (السندات)
42	الفرع الرابع: الأدوات الحديثة لسوق رأس المال
45	المبحث الثالث: الأسواق المالية الناشئة
45	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة
45	الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية الناشئة
48	الفرع الثاني: تصنيف الأسواق الناشئة
49	الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة
51	المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها

52	الفرع الأول: مراحل تطور الأسواق الناشئة
53	الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
56	المطلب الثالث: مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي
57	الفرع الأول: تصاعد دور الأسواق الناشئة
57	الفرع الثاني: تنامي عناصر جذب الاستثمار
58	الفرع الثالث: عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة
59	المطلب الرابع: أهمية الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الناشئة
59	الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي و أشكاله
60	الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال
62	الفرع الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي على الأسواق الناشئة
64	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة (66-108)	
66	تمهيد:
67	المبحث الأول: مدخل لكفاءة السوق المالي الناشئ
67	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية الناشئة
67	الفرع الأول: تعريف الكفاءة
68	الفرع الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ
70	الفرع الثالث: شروط كفاءة السوق التامة
75	المطلب الثاني: متطلبات السوق المالية الكفوة الناشئة
75	الفرع الأول: كفاءة التسعير (الخارجية)
75	الفرع الثاني: كفاءة التشغيل (الداخلية)
76	الفرع الثالث: الكفاءة الكاملة
76	الفرع الرابع: الكفاءة الاقتصادية
79	المطلب الثالث: خصائص السوق الكفوة:
81	المبحث الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية و مؤشراتهما
81	المطلب الأول: المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية
81	الفرع الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق
82	الفرع الثاني: الصيغة الشبه قوية (متوسطة) لكفاءة السوق
83	الفرع الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق
84	المطلب الثاني: التحليل الأساسي و التحليل الفني للأوراق المالية

84	الفرع الأول: التحليل الفني للأوراق المالية
86	الفرع الثاني: التحليل الأساسي
88	الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
90	المطلب الثالث: مؤشرات تطور الأسواق المالية
90	الفرع الأول: تعريف المؤشرات
91	الفرع الثاني: استخدامات المؤشر في الأسواق المالية
92	الفرع الثالث: بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية
93	الفرع الرابع: بعض المؤشرات المالية الدولية شائعة الاستعمال في الأسواق المالية
95	الفرع الخامس: أهمية المؤشرات المالية في الحياة الاقتصادية
96	المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي
96	المطلب الأول: المعلومة في السوق المالي الناشئ
96	الفرع الأول: تعريف و دور المعلومة في السوق المالية الناشئة
98	الفرع الثاني: مصادر المعلومات
99	المطلب الثاني: العلاقة بين السيولة و كفاءة السوق المالي الناشئ
99	الفرع الأول: تعريف السيولة
100	الفرع الثاني: العلاقة بين الكفاءة والسيولة
102	المطلب الثالث: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار
102	الفرع الأول: ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار
103	الفرع الثاني: العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق
104	المطلب الرابع: معوقات السوق المالية الكفؤة والحلول الممكنة
104	الفرع الأول: أسباب عدم كفاءة السوق المالي
105	الفرع الثاني: سبل رفع كفاءة الأسواق المالية
107	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية و حوكمة المؤسسات (110-155)	
110	تمهيد:
111	المبحث الأول: مدخل للالتزامات المالية
111	المطلب الأول: مفهوم و خصائص الأزمة المالية
111	الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية
114	الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

115	الفرع الثالث: بعض المؤشرات لحدوث الأزمة
116	المطلب الثاني: أنواع و نتائج الأزمات المالية
116	الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية
118	الفرع الثاني: نتائج الأزمات المالية
120	الفرع الثالث: عرض لمختلف الأزمات المالية
123	المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية (2008)
123	الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية(2008)
124	الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية(2008)
129	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات
129	المطلب الأول: تعريف الحوكمة و الهدف منها
129	الفرع الأول: تعريف الحوكمة
132	الفرع الثاني: أهداف الحوكمة
134	الفرع الثالث : مبادئ الحوكمة
136	المطلب الثالث: أهميه حوكمة الشركات و محدداتها
136	الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية و القانونية للحوكمة
137	الفرع الثاني: الأهمية بالنسبة للشركات و المساهمين
139	الفرع الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات
141	المبحث الثالث: علاقة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية و حوكمة الشركات
141	المطلب الأول: علاقة الأزمات بحوكمة الشركات
141	الفرع الأول: الأزمة الاقتصادية الحالية و علاقتها بالحوكمة
142	الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية من وجهة نظر الحوكمة
143	الفرع الثالث: وجهة نظر الحوكمة لحلول الأزمة المالية الحالية
145	المطلب الثاني: الأزمة المالية في الأسواق المالية الناشئة
145	الفرع الأول: تطورات الأزمة واضطراب الأسواق المالية
146	الفرع الثاني: الأسواق الناشئة الأفضل أداء في مرحلة ما بعد الأزمة
146	المطلب الثالث: حوكمة المؤسسات أداة للحفاظ على كفاءة و استقرار الأسواق المالية الناشئة
146	الفرع الأول: معايير الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الناشئة
148	الفرع الثاني: المستفيدون من حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة
150	الفرع الثالث: حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة

155	خلاصة الفصل الثالث
	الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد "دراسة تطبيقية" [157-212]
157	تمهيد
158	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية
158	المطلب الأول: لمحة عن اقتصاد ماليزيا
158	الفرع الأول: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا
159	الفرع الثاني: التنمية الاقتصادية في ماليزيا
161	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية المفهوم و الوظائف
161	الفرع الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية
163	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية
164	المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية و الجهات الرقابية عليه
164	الفرع الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية
167	الفرع الثاني: الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية الماليزية
171	المبحث الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية
171	المطلب الأول: نظرة الإسلام لسوق الأوراق المالية
171	الفرع الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية الإسلامية
172	الفرع الثاني: مبادئ و أسس سوق الأوراق المالية الإسلامية
174	الفرع الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي
177	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره
177	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
179	الفرع الثاني: وظائف و أقسام السوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا
180	الفرع الرابع: دور هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية
182	المطلب الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
186	المبحث الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة) و دورها في الاقتصاد
186	المطلب الأول: مؤشر تطور الأسهم و السندات لبورصة ماليزيا
186	الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم) خلال الفترة 2001-2012
189	الفرع الثاني: معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول خلال الفترة: 2005-2012
194	المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية هو كمؤشر لكفاءة في بورصة ماليزيا خلال الفترة : 2001-2012

194	الفرع الأول: أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا
207	الفرع الثاني: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا
208	المطلب الثالث: عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2004-2012
212	
[220-214]	
214	الخلاصة العامة
214	نتائج الدراسة
217	نتائج اختبار الفرضيات
218	المقترحات و التوصيات
220	آفاق البحث
[245-222]	
[252-247]	

قائمة الجداول:

الصفحة	الرقم
41	01
46	02
88	03
159	04
187	05
189	06
193	07
209	08

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
06	آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة	01
08	وظائف السوق المالي	02
14	أركان السوق المالي	03
21	أهمية السوق النقدي	04
22	أنواع السوق النقدي	05
23	مميزات الأسواق النقدية	06
28	تقسيمات السوق المالي	07
35	مؤسسات الأسواق النقدية	08
38	أدوات السوق النقدي	09
44	أنواع المشتقات المالية	10
44	أدوات سوق رأس المال	11
71	مناخ الاستثمار وسياساته	12
74	شروط إقامة بورصة فعالة	13
77	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	14
83	المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	15
86	التحليل الفني	16
88	التحليل الأساسي	17
113	العناصر الأساسية للأزمة	18
122	مؤشر نازداك من 1994 إلى 2004	19
128	يوضح أسباب الأزمة المالية	20
135	مبادئ حوكمة الشركات	21
139	الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات	22
185	أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا	23
188	الأسهم الشرعية و غير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2001-2012)	24
191	معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2005 إلى 2012	25
192	معدل حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا في الفترة (2005 / 2012)	26
193	حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا في الفترة(2005 / 2012)	27

195	خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل و المرابحة في ماليزيا	28
196	تطور إصدار صكوك المرابحة و صكوك البيع بثمن آجل في الفترة(2012/2001)	29
198	خطوات إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا	30
199	تطور إصدار صكوك الاستصناع خلال الفترة (2012-2001)	31
200	خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا.	32
201	تطور إصدار صكوك الإجارة خلال الفترة (2012-2001)	33
203	خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	34
204	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012)	35
206	خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	36
206	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2012-2001)	37
208	المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (1996-2012)	38
209	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2012-2004)	39

قائمة الملاحق:

الصفحة	العنوان	الرقم
247	تطور إصدار صكوك المرابحة و صكوك البيع بثمن آجل خلال الفترة (2012-2001)	01
248	تطور إصدار صكوك الاستصناع خلال الفترة (2012-2001)	02
249	تطور إصدار صكوك الإجارة خلال الفترة (2012-2001)	03
250	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2012-2001)	04
251	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2012-2001)	05
252	المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2012-1996)	06

المقدمة

العلماء

المقدمة العامة:

يشهد الاقتصاد العالمي تغيرات ديناميكية متسارعة الذي يركز على الأسواق المالية و ذلك في ظل المتغيرات العالمية و الاقتصادية وبذلك أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي يحظى باهتمام كبير من الدول و المؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور و الوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية و الخارجية.

و باعتبار أسواق المال تلعب دورا إستراتيجيا و هاما في عملية تمويل الاقتصاد الوطني و اقتراح الحلول المتطورة و الصاعدة عندما يتطلب الأمر ذلك. و ذلك يقتضي التعرف على تطور الأسواق المالية في عدد من البلدان النامية بهدف الاستفادة من التجارب في معالجة المشكلة، لأن نجاح الأسواق المالية في رفع كفاءتها انطلاقا من توفير الشروط اللازمة لكسب سوق جيد و فعال يعد مرتكزا أساسيا تسعى الدول لبلوغه في ظل ما يواجهها من ضغوط.

و إلى جانب الأسواق المالية الكبيرة توجد في المقابل أسواق مالية حديثة العهد سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية كما زادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح أسواق مالية ناشئة، حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها و استقطبت تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة أوراق مالية فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا، و أكثر مظاهر هذه الأسواق هو عملية توجيهها نحو التحرر و العالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية الدولية بهدف زيادة معدلات الاستثمار،

إلا أن عدم التحكم في هذه الأسواق يؤدي إلى الإضرار بالاقتصاد و نشوء أزمات مالية و نقدية، وتكمن خطورتها بأنها سياسة اقتصادية تدار من قبل المستثمرين الأفراد وليس من قبل مؤسسات الدولة أي أن الأفراد يشاركون في تخطيط الاقتصاد الوطني حتى وإن كان ذلك بدون قصد منهم، وبالإمكان تقليل تلك الخطورة كلما كانت السوق أكثر كفاءة حيث أن الكفاءة تختلف من دولة إلى أخرى حسب الإمكانيات وطبيعة الأدوات المالية المتاحة وقوة متانة القطاعات المكونة للاقتصاد وارتفاع مستوى المعرفة لدى المتعاملين ودرجة الاهتمام بالبيانات والمعلومات و مدى التطبيق الجيد للحاكمية لأن التطبيق الجيد لها يقلل من الوقوع في الأزمات و يزيد من كفاءة الأسواق المالية.

إشكالية البحث:

باعتبار أن السوق المالية الناشئة الكفوة المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للدولة، فقد أولاها العديد من الاقتصاديين في مجال الأسواق و المتخصصين و المستثمرين اهتماما خاصا، حيث يعتبر الاهتمام بكفاءة السوق المالي ضرورة ملحة لما يشهده العالم من تحولات و تقلبات و أزمات ،خاصة و أن نجاح النظام الاقتصادي في وقتنا الحاضر أصبح مرهونا بمدى فعالية و نجاعة النظام المالي للدولة و مدى قدرته على تمويل التنمية الاقتصادية الشاملة ، وطرحت العديد من التساؤلات حولها ، ومن أهم التساؤلات المطروحة في الوقت الحالي تدور حول كفاءة السوق المالي و دورها في اقتصاد الدولة به و هو مدار إشكالية بحثنا و على ضوء ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي :

ما هو دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد بشكل عام و في ماليزيا بشكل خاص؟

و انطلاقا من التساؤل الرئيسي سنحاول الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالأسواق المالية و الأسواق المالية الناشئة ؟
- ماهي محددات كفاءة السوق المالي، و ما هي المؤشرات التي نعرف من خلالها كفاءة السوق المالي؟
- هل تتأثر الأسواق المالية الناشئة الكفوة بالأزمات المالية العالمية؟ ما هو تأثير حوكمة المؤسسات عليها ؟
- ما هو تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية في الاقتصاد؟

فرضيات البحث:

من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة سابقا سوف نقوم بوضع مجموعة الفرضيات التي يتركز عليها موضوع بحثنا كالآتي:

- إن المقصود بالسوق المالي الناشئ هو مصطلح يطلق على سوق الدولة التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق و تحقق نتائج ايجابية مستمرة تعني مرحلة الانطلاق.
- تتحدد كفاءة وفعالية السوق المالي الناشئ من خلال توفر المعلومات الخاصة به وبالمعاملين فيه، و من خلال رسملة السوق و السيولة و عدد الشركات المدرجة التي هي مؤشرات تساعد على معرفة درجة الكفاءة.
- تتأثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمات سلبا، و تتأثر بحكومة المؤسسات إيجابا.
- يتمثل دور كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية في تطوير اقتصادها، و ذلك نتيجة الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية الماليزية.

أسباب اختيار الموضوع:

يمكن تلخيص الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان "كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد " في النقاط التالية:

- الشعور بقيمة و أهمية الموضوع في ظل التحولات العالمية المتسارعة.
- رغبة الباحثة في التعرف على السوق المالي الذي يتم فيه بيع و شراء الأدوات المالية بشتى أنواعها عادية أم إسلامية، و الرغبة أيضا في معرفة إن كان لكل دولة سوق خاص بها له مبادئ و خصائص.
- معرفة الأسباب الحقيقية التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية و ذلك لتجنبها في المستقبل، و تبيين أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية بصفة عامة و الناشئة بصفة خاصة، و معرفة أيضا أن التطبيق الجيد للحوكمة هو ما يبعد وقوع الأسواق المالية الناشئة في هذه الأزمات.
- المساهمة بتوفير دراسة متخصصة جادة و جديرة بالبحث، لأن هناك حاجة علمية و عملية ماسة لإبراز الدور الهام الذي تلعبه كفاءة الأسواق المالية الناشئة في زيادة تمويل الاقتصاد الوطني.
- الرغبة في مواصلة الدراسة في موضوع له علاقة بالتخصص الذي زولت فيه دراستي "اقتصاديات البنوك و النقود و الأسواق المالية".

أهداف البحث:

إننا نسعى من وراء هذا البحث للوصول إلى الأهداف التالية:

1. محاولة تسليط الضوء على إبراز مفاهيم حول الأسواق المالية الناشئة إلى المتعاملين خاصة وزيادة ثقتهم فيها، و معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية و العوامل المؤثرة فيها.
2. الوقوف عند أهم الأوراق المالية و العمليات القائمة ضمن هذه الأسواق.
3. التعرف على الأزمات المالية بشتى أنواعها و كيفية نشوئها و السعي للتخلص منها إن حدثت ، و باعتبار السوق مالية سوق كبقية الأسواق نحاول إبراز تأثير الأسواق المالية بالأزمات المالية.
4. معرفة الدور الحقيقي الذي تلعبه الحوكمة في استقرار السوق المالي و الحفاظ على كفاءته.
5. التعرف على مختلف المؤشرات الاقتصادية التي بواسطتها نعرف إن كان السوق المالي الناشئ بصفة عامة و السوق المالي الماليزي بصفة خاصة يتمتع بالكفاءة .
6. إبراز دور كفاءة سوق ماليزيا المالي في اقتصادها.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في تزايد أهمية الأسواق المالية الناشئة كأهم مصادر التمويل للدول النامية ، فيمكننا توضيح أكثر لهذه الأهمية بالتطرق للنقاط الأساسية التالية :

- تكمن أهميته في أن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين. فأداء البورصة للوظائف المكلفة بها والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور بورصة الأوراق المالية نفسها، حيث أن ميزة الكفاءة تساهم في إعادة تسييلها من جديد.
- العمل على إبراز أهمية حوكمة المؤسسات في رفع كفاءة الأسواق المالية الناشئة ، و أن التطبيق الجيد لمبادئها هو عامل مهم لتفادي الوقوع في الأزمات المالية.
- كما يستمد الموضوع أهميته من الدور الذي تلعبه الكفاءة في سوق الأوراق المالية في تطوير اقتصاديات البلدان الناشئة، لأن للأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء؛ وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد.
- التعرف على علاقة كفاءة الأسواق المالية بالأزمات المالية.

المنهج و الأدوات المستخدمة.

بالنظر إلى طبيعة الموضوع و لبلوغ الإجابات المنشودة لفك غموض التساؤلات المطروحة من خلال هذه الدراسة استعنا بما يلي:

- تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي: استخدم نظرا لطبيعة الدراسة التي تناولنا فيها الجوانب النظرية للأسواق المالية الناشئة من مفهوم و أقسام و أهمية و وظائف و أدوات، بالإضافة إلى كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بكل من الأزمة المالية و حوكمة المؤسسات .
- منهج دراسة حالة: استخدم في الفصل الرابع للإطلاع على كفاءة الأسواق المالية في ماليزيا و دورها في اقتصادها لأن هذا المنهج يعتمد على جمع البيانات و المعلومات لوصف المفردات و الحقائق المرتبطة بموضوع البحث و دراستها و تحليلها للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، و ذلك باستخدام أدوات الإيضاحية كالجداول و الأشكال و المنحنيات البيانية كلما دعت الحاجة لذلك.

الدراسات السابقة في الموضوع:

و من بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب الموضوع نذكر:

- ✓ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق الإسلامية" دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف-2013/2014، و حاولت الباحثة في هذه الأطروحة التعرف أولا على الأدوات المالية الإسلامية التي هي حديثة المنشأ مقارنة بالأدوات التي تتداول في السوق

- المالي العادي، و تبيين الدور الفعال التي تلعبه (الصكوك) في تنشيط السوق الإسلامية و ذلك بأخذ مجموعة من الأسواق الإسلامية عربية كانت مثل سوق الكويت، و غير عربية مثل سوق ماليزيا.
- ✓ سامية زيطاري، دينامكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، بجامعة الجزائر، 2004، و كانت الدراسة فيما مقارنة بين الأوراق المالية المتطورة و الناشئة من جهة و أسواق الأوراق المالية العربية من جهة ثانية، من خلال مقارنة تطور أحجام هذه الأسواق و أيضا خصائص توزيع العائد في مختلف هذه الأسواق أيضا ركزت على مقارنة بين تذبذب الأسعار في الأسواق العربية و الأسعار في الأسواق المتطورة و الناشئة الأخرى.
- ✓ محمد غزال "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، و هي رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، بجامعة فرحات عباس بسطيف، خلال السنة الجامعية 2013/2012، و ركز الباحث في دراسته الأدوات المهمة و السائدة في السوق الإسلامي هي الصكوك الإسلامية ، و أعطى صورة واضحة لهذه الأداة من تعريف و أنواع و غيرها، كما بين الأهمية الاقتصادية للصكوك أي الدور الفعال التي تقوم به في إحداث النمو الاقتصادي، و للتوضيح أكثر أخذ سوق مالي إسلامي كدراسة حالة و بين الهدف المراد الوصول إليه، و استنتج أن للصكوك دور تفعيل السوق المالي الماليزي.
- ✓ بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية و كانت الدراسة على سوق ماليزيا للأوراق المالية الإسلامية، تتمثل في رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، بجامعة محمد خيضر بسكرة، و ذلك خلال السنة الدراسية 2008/2007، و أول ما تطرق له الباحث هنا هو التعرف على الاستثمار من منظورين الوضعي و الإسلامي ليرى نظرة كل وضع للاستثمار، كما خصص فصل كامل لسوق الأوراق المالية الإسلامي و أدرج فيه أهم الركائز الشرعية لقيام هذا السوق، كذلك تم التعرف على الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية الإسلامية عامة و سوق الأوراق المالية الماليزية خاصة.
- ✓ بو عبد الله علي، "أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013، حاول الباحث التعرف على الأسواق المالية الناشئة ، كذلك أعطى صورة على الكفاءة و مؤشرات قياسها، و أخيرا بين أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف و أخذ بعض الدول العربية كدراسة حالة.

✓ بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، وهي رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر، عام 2006/2005، و اهتم هذا البحث بدراسة مفصلة على الأسواق المالية و عرض أهم المعوقات التي تصادفها و تعيق عملها، و عرض الطرق التي تستعمل لتجنب هذه الأخيرة لازدهار أسواق الأوراق المالية و تفعيلها.

خطة وهيكل البحث:

من أجل الإجابة على الأسئلة المطروحة و التأكد من صحة الفرضيات المعروضة ، فقمنا بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول حيث تم تخصيص:

الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية: و تم التطرق فيه إلى عموميات الأسواق المالية من أهمية اقتصادية ومالية، كذلك الاهتمام بأدوات الأسواق المالية و أهم تصنيفاته و محدداته، إضافة إلى التعرف على الأسواق المالية الناشئة و معرفة مراحل تطورها كذلك مكانتها دوليا، و أخيرا عرفنا مدى أهمية الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الأوراق المالية للدول الناشئة.

الفصل الثاني: الإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة تعرفنا أولا على الأسواق المالية الناشئة ثم مفهوم كفاءة السوق المالية الناشئة ومتطلباتها كذلك شروط السوق التامة، كما تعرفنا على المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها، وفي الأخير قدمنا لمحة على علاقة الأسواق المالية الناشئة بالسيولة والحركة العشوائية للأسعار كذلك معوقات السوق المالية الناشئة الكفؤة والحلول الممكنة لها.

الفصل الثالث: تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية و حوكمة المؤسسات: و يندرج فيه مفاهيم على كل من الأزمات المالية و حوكمة المؤسسات، كذلك معرفة أن حوكمة المؤسسات تقلل من مخاطر الأزمة المالية و تزيد من كفاءة الأسواق المالية الناشئة، و ذلك من خلال التعرف على العلاقة التي تربط بين الحوكمة و الأزمة المالية و التطرق إلى الأزمة المالية في الأسواق المالية الناشئة، و أخيرا سنتعرف على المعايير التي تتمتع بها الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد: نحاول عرض نشأة سوق ماليزيا المالي باعتباره سوق ناشئ و التعرف على أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا و الأدوات المتداولة فيه من إسلامية مثل الصكوك و العادية مثل الأسهم و السندات و تطور كل منها لأن التطور يعتبر مؤشر يعرف به الكفاءة، و سنتطرق إلى مؤشرات أخرى تساعدنا في معرفة الكفاءة أيضا هي معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول و أخيرا معرفة دور هذه الكفاءة في الاقتصاد الماليزي.

الخاتمة العامة: تضم الخلاصة العامة ، نتائج البحث، و نتائج اختبار فرضيات البحث، ثم التوصيات المقترحة، و أخيرا آفاق البحث.

الفصل الأول
مدخل إلى الأسواق
المالية

تمهيد :

تعتبر الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف و مهام التي تؤديها و المتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفائض الاقتصادي بقطاعات العجز حيث تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة.

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

فسوق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق، تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها و تنشيطها لما تمتاز به من خصائص، تسمح لها بأن تكون ملاذا أمنا لحماية مدخرات الأفراد و الشركات، و زيادة اتساع و عمق سوق الأوراق المالية، و ما توفره من ميزة اختيار لنوع الورقة المالية المراد الاستثمار فيها، تقليدية من أسهم و سندات، أو حديثة من الأنواع المختلفة للمشتقات أو الأوراق المضمونة بأصول، كان التطوير المالي سببا في ظهورها.

و سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

أما المبحث الثاني: تقسيمات و أدوات الأسواق المالية.

والمبحث الثالث: الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تعود تسمية الأسواق المالية لمفهوم السوق بشكل عام تحتل الأسواق المالية في الوقت الحاضر أهمية كبرى، كما أن تطورها يرجع إلى تطور السلع والخدمات، إضافة إلى أن تطور ونمو التجارة جعل من الضروري تنظيم الأسواق المالية بما يتماشى والقوانين التجارية الجديدة، و مرت السوق المالية في نشوئها بمراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي.

و في هذا المبحث سنتعرض على مفهوم الأسواق المالية و وظائفها و أركانها و أهميتها.

المطلب الأول : مفهوم الأسواق المالية و وظائفها

و في هذا المطلب سنتعرض فيه إلى مراحل نشأة الأسواق المالية و مفهومها و وظائفها.

الفرع الأول : مراحل نشأة الأسواق المالية

عرف الاقتصاد سابقا بان له أسواق مالية (وكان التعامل فيها يتم بالكمبيالات والسندات الأذنية والمعادن النفيسة) تمثل أسواق (البندقية وجنوه في إيطاليا، وسوق فرانكفورت)، وكانت تلك الأسواق من أكبر الأسواق المالية الأوربية تعاملًا مع منطقة الشرق الأوسط التي شهدت في تلك الفترة نشاطًا تجاريًا هائلًا باعتبارها مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا.¹

مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بجملة مراحل وهي:

المرحلة الأولى: وهي تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية مختلفة، أما بالنسبة للنشاط الفردي فهذه المرحلة تتميز بزيادة الإنتاج وارتفاع في المداخيل وبداية اتساع المعاملات.

المرحلة الثانية: وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقًا للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح القروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.²

¹ - حسين بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر، عمان، 2002، ص ص 3-4.

² - خليل الهندي، أنطون الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية. الجزء الثاني (المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان، 2000)؛ ص 26.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.¹

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها. وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.²

الفرع الثاني : مفهوم الأسواق المالية

الأسواق المالية مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبين لها وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي³، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.⁴

ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه هي "المكان أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع فيه طلبات بيع

وطلبات شراء الأدوات المالية، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية.⁵

كما يعرف على أنه شبكة لتمويل طويل الأجل مبنية على الإصدار والمقصود بهذا هو بيع القيم المتداولة من أسهم وسندات والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي.¹

¹ - رمنية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، (2005-1425)، ص10.

² - صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003-1423، ص8.

³ -D.Yacquillat B.Solnit.(Marchés financière gestion de portefeuille et des risques). France Dunod 2^{ème} édition 1990, p8.

⁴ -Mcmenamini, J, **Financial Management**, London , 1999 , p.72

⁵ - أحمد بوراس، السعيد بركة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006، ص1.

تعتبر الأسواق المالية عن الحيز المكاني أو الافتراضي الذي تلتقي فيه قوى عرض أدوات الاستثمار والطلب عليها. فهي آلية تتيح مبادلة الثروة النقدية مع الأشكال الأخرى المختلفة كالأوراق المالية والسلع الأساسية كالذهب والمعادن الثمينة.²

السوق المالي هو ذلك السوق الذي يحتوي على العديد من المؤسسات وبيوت السماسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين والمقترضين.³

أما التعريف التي تم استنتاجه فهو الذي يجمع بين ما تقدم من تعريفات، في نسق جامع مانع بما يوضح عن ماهية هذه السوق و الدور الذي تلعبه:

"الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها، حشد و تجميع و توجيه إيداعات الشركات و الحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية و غير الإنتاجية".

ومن مفهوم السوق المالي، نجد أن هناك آلية تعمل بها هذه السوق ، والشكل التالي يوضح ذلك:⁴

الشكل رقم 01: آلية عمل الأسواق المالية والوحدات المتعاملة:

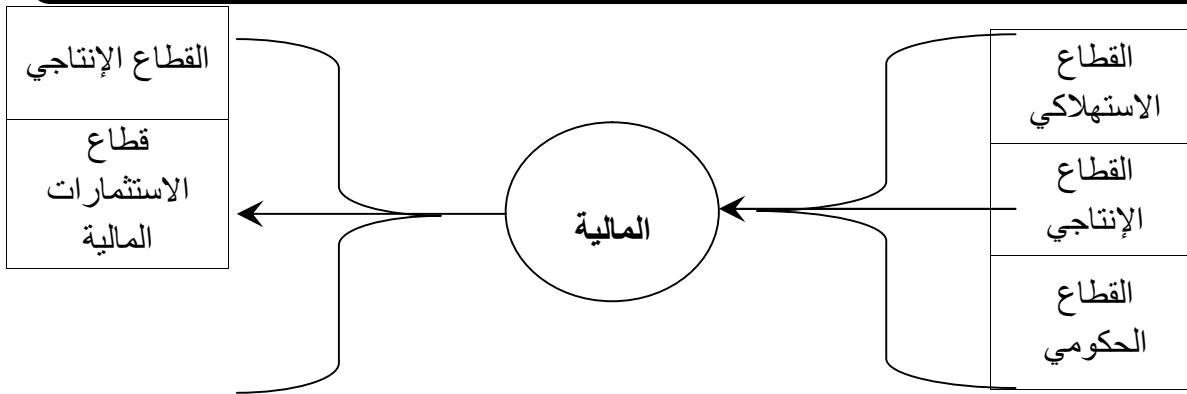
القطاع
الاستهلاكي

1 P.canso, (La question financière de l'entreprise) Dunod 7ème édition tome 2, 1989, p387

² - محمد مجد الدين باكير، محافظ الاستثمار إدارتها وإستراتيجيتها، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008، ص40.

³ - غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، الأردن، 1996، ص59.

⁴ - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتب عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص475.



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البترا، الأردن، 2004، الطبعة الثالثة، ص 185.

وحدات العجز المالي:

تمثل تيار الطلب على الأموال وتأخذ الأشكال (منشآت الأعمال، أفراد) ويتركز طلبها في عمليات استثمار جديدة أو توسعات، وتعد منشآت الأعمال الأوسع طلبا للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية.

وحدات الفائض المالي:

تمثل تيار عرض الأموال، وتأخذ الأشكال (أفراد، حكومة، منشآت أعمال) وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسه من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرضاً لأموال.¹

الفرع الثالث: وظائف السوق المالي:

إن الأسواق المالية لم تعد طرفاً اقتصادياً، وإنما أصبحت ركناً هاماً وأساسياً من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، حيث أن الأسواق المالية تساهم بشكل مباشر في تجميع المدخرات الوظيفية من القطاعات ذات الفائض النقدي، و تحويلها إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية وتتجلى وظائفها في النقاط التالية:

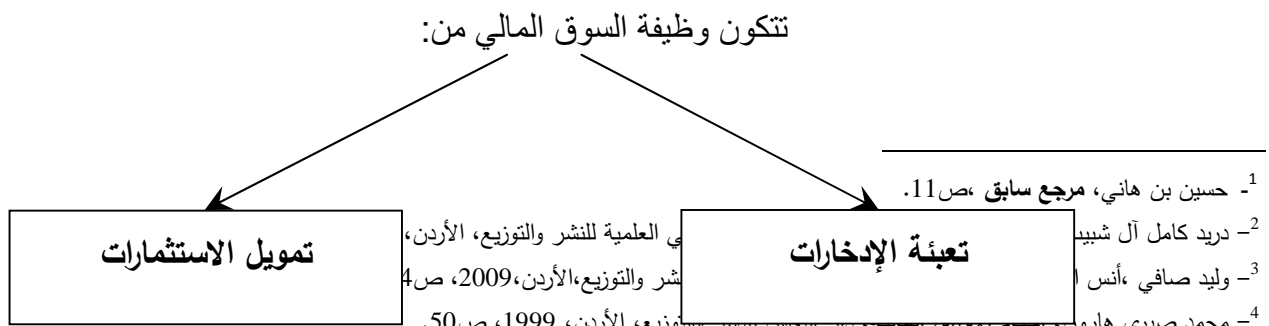
1. التعريف بالوضع المالي للشركة: بحيث يتم تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات الوطنية ووضعها المالي حيث يعطي حجم التداول لأسعار الشركة وأسعار أسهمها مؤشراً واضحاً من أحوال الشركة ومركزها المالي.

¹ - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005؛ ص ص 35-36.

2. المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، والمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض المالي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.¹
3. تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية والنقدية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة.
4. تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وسد الفجوة التمويلية للمشاريع في حالة عزوف المصارف عن تمويلها.
5. توفير الحماية من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصادياً، من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على إدراج الشركات فيه وعلى تداول الأوراق المالية، إضافة إلى إيجاد أنواع من الاستثمارات تساهم في التحوط ضد المخاطر.²
6. المساعدة في توفير المعلومات والبيانات.
7. توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة.³
8. توجيه الاستثمار: إن ارتفاع الأسعار في البورصة يدفع المستثمرين إلى بيع الأوراق المالية، والعكس في حالة انخفاض الأسعار ويتوجهون إلى شراء الأوراق المالية، مما يعطي للسوق المالي حق توجيه الاستثمار.⁴
9. القيام بعملية التطابق: هي من أهم العمليات التي تقوم بها البورصة، والتي هي عبارة عن عمليات الموازنة بين الأسعار أو زيادة العرض لتجنب تذبذب الأسعار.⁵
10. منع حدوث الغش والتدليس في المعاملات بوجود رقابة حكومية ومدنوب الحكومة.⁶

وأخيراً يمكن تلخيص وظائف السوق المالية إلى شقين أساسيين وهما:

الشكل (02): وظائف السوق المالي.



- ¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 11.
- ² - دريد كامل آل شبيب
- ³ - وليد صافي، أنس
- ⁴ - محمد صبري هارون، دار النشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص 50.
- ⁵ - منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، جامعة الإسكندرية، مصر، 1998، ص 52.
- ⁶ - محمود أمين زوير، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء دنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 9.

المصدر : من إعداد الباحثة.

المطلب الثاني: أركان و أهمية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر ، وهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح، إضافة إلى أنه سوق منظم يقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، وتعد جلساته في أوقات محددة، هذا ما جعل له تأثير على كل الجوانب وكان لا بد من تقسيمه حسب التعامل فيه. و في هذا المطلب سنتطرق لأركان و أهمية الأسواق المالية.

الفرع الأول:أركان الأسواق المالية

لمعرفة أركان السوق المالي سنبدأ بتحليل دوره كوسيلة تيسر عملية انسياب الأموال ممن يملكونها يرغبون في استثمارها إلى من هم بحاجة لهذه الأموال ويرغبون في الحصول عليها.

وقبل ذلك سنتعرف على أركان السوق بصفة عامة و هي:¹

1. وجود سلعة أو خدمة أو أصول مالية أو إمكان وجودها.
2. وجود راغبين في الحصول عليها (المشتريين).
3. وجود الراغبين في بيعها (البائعين).
4. وجود وسطاء يسهلون عملية التبادل (ولكن هذا الأمر ليس ضروريا) ويشكلون همزة الوصل بين المتعاملين في السوق.
5. وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل.

وبعد التعرف على أركان السوق بصفة عامة سنتطرق لأركان السوق المالية وهي ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أولاً: المقرضون أو المستثمرون :

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص 6

ويقصد بهذه الفئة هي مصدره الأموال المستثمرة في السوق المالي وتمثل الأفراد والمؤسسات التي تفوق دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، أما في عمليات إقراض مباشرة أو في المتاجرات بالأوراق المالية.

كما بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة، وشركات التأمين وشركات الاستثمارات تقوم بدور المقرض أو المستثمر لأنهم الهيئات المالية التي يتجلى دورها في الحياة الاقتصادية في عملية تجميع المدخرات الآتية من مختلف القطاعات في الدولة وتقوم بتوظيف في شكل أوراق مالية. و يعتبرون كذلك من أكبر المالكين للسيولة ومن أهم المتدخلين في البورصة¹، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمارات، ذلك أن الفوائض النقدية المجمعلة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة مدخرات الأفراد فيها.²

ثانياً: المقترضون أو المصدرون:

تتضمن هذه الفئة من الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. و إذا اتخذ الدين الصورة المباشرة لابد من إثبات ذلك في العقد المبرم مابين المقرض والمقترض وبما يشمله من بنود، كالقيمة الاسمية، وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

أما إذا كان الإصدار غير مباشر فقد يتخذ صورة السندات أو الأسهم العادية أو الممتازة والتي تصدر من قبل مؤسسات حكومية أو أهلية.

يمكن تقسيم إصدارات الأوراق المالية بالشكل التالي:

1. إصدارات مسجلة وإصدارات لحامله: يكون الإصدار مسجلاً متى تم تسجيل اسم المستثمر على الصك، ويكون لحامله متى كان خالياً من اسم المستثمر وإنما يحمل عبارة لحامله. وفي الإصدار الاسمي فإن أي تصرف قانوني يجري عليه لابد وأن يكون من قبل الشخص المثبت اسمه عليه، أما إذا كان لحامله، فتخضع التصرفات القانونية التي تجري على الصك لآخر من يحمله أي كانت طريقة حيازته له. ومن هنا ويهدف توفير عنصر الحماية و الأمان لحقوق المستثمر فإن الإصدارات الاسمية هي الأكثر شيوعاً إلا في

¹ - محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوربية" بمساهمة مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مصر، جامعة سطيف، يومي 8 - 9 ماي 2004، ص 5.

² - محمد مطر، مرجع سابق، ص 180-181.

الحالات الاستثنائية ومتى كان الهدف هو تحقيق مرونة كبيرة في تداول الورقة المالية لتوفير عنصر السيولة، فحينئذ تصدر لحامله كما يحدث في أدوات الخزينة الأمريكية مثلاً.

2. إصدارات أهلية وإصدارات حكومية: من زاوية طبيعة الجهة المصدرة للورقة المالية يكون الإصدار أهلياً متى كانت جهة الإصدار شركة أو مؤسسة أهلية كشركة مساهمة أو بنك تجاري، ويكون حكومياً متى كانت جهة الإصدار هيئة حكومية كالبلدية أو إدارة البريد، تنحصر الإصدارات الحكومية في أدوات الدين مثل السندات بأنواعها وأذون الخزينة.

بينما تشمل الإصدارات الأهلية أدوات الملكية أي السندات بأنواعها والأسهم بأنواعها:

أ) إصدارات دين أو إصدارات ملكية: من زاوية الحقوق المترتبة على الإصدار بالنسبة للمستثمر، يعتبر الإصدار ديناً متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها حقا لدائنيه وينقضي هذا الحق بانقضاء الدين، ويعتبر الإصدار حق الملكية متى رتبت الورقة المالية المصدرة لحاملها نفس حقوق الملاك في حجة الإصدار لذا من الطبيعي أن تنعكس القيمة الاسمية لإصدار الدين في شكل زيادة في خصوم جهة الإصدار، بينما تنعكس القيمة الاسمية لإصدار حق الملكية في شكل في رأس المال.¹

ب) إصدارات أولية وإصدارات موسمية: بحسب الغرض فإن الإصدار الذي يتم عند تأسيس الشركة لتمويل رأسمالها الأساسي يعتبر إصداراً أولياً، بينما تسمى جميع الإصدارات التي تليه والتي تهدف إما إلى زيادة رأسمال الشركة أو إلى التوسع هي إصدارات موسمية.

ج) إصدارات محلية وإصدارات أجنبية: إذا ما كان النطاق الجغرافي للإصدار محلاً للاعتبار تقسم الإصدارات تبعاً لموطن جهة الإصدار إلى محلية أو أجنبية.²

ثالثاً: الوسطاء أو الوكلاء:

ويقصد بالوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق حيث يكون الوسيط شخصاً طبيعياً أو معنوياً ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال تتمثل في الآتي:

أنواع الخدمات التي يقدمها الوسطاء يمكن حصرها بشكل عام في ثلاثة أنواع وهي:¹

¹ - رمسية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 37-38.

² - محمد مطر، مرجع سابق، ص 183-185.

1. السمسرة.

2. صناعة الأسواق.

3. التعهد بتغطية الإصدارات.

4. تقليل المخاطر و النفقات.

1. أعمال السمسرة:

السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، و يعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين و بين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة.² إذن يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العميل أن يصدر أمرا لسمساره، ليشرح هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقا للقانون الداخلي للبورصة، من هنا. " فللسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، و العمل على تنفيذها من جهة أخرى... السمسار إذن هو ذو دراية و علم في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع و شراء للأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، و في المواعيد الرسمية، و يعد مسئولا و ضامنا لصحة كل عملية يتمها. كما ينحصر عمل السمسار في تقريب وجهتي نظر شخصين ليتعاقدا ، مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالبا نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها، لذلك فإنه و إن كانت الصفقة تتم على يديه، فهو لا يعتبر ممثلا لأي من الطرفين، و إنما يقرب بينهما فقط. و نظرا للدور الفعال الذي يلعبه السمسار في سوق الأوراق المالية، فقد اشترط فيه بعض القواعد لحماية المتعاملين و المصلحة العامة، أهمها ما يلي:³

- أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية و التأهيل العلمي، و أن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بالإدانة في جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة، إضافة إلى التزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.

- أن لا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقا بأحد مكاتب السمسرة، و أن لا يعمل بأعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون عضوا بمجلس إدارة إحدى الشركات.

¹ - المرجع السابق، ص 188.

² - أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية ،مؤسسة شباب الجامعة، بدون بلد النشر، 1991، ص 27.

³ - شمعون شمعون ، البورصة، بورصة الجزائر ، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع ،الجزائر، بدون سنة نشر ؛ ص ص 35- 36 .

ويمكن تلخيص الأوامر التي يقوم بها في الآتي:¹

- أ. **الأمر السوقي:** ويتضمن قيام العميل بمنح السمسار صلاحية شراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسب وبما يتلائم مع السوق.
- ب. **الأمر المحدد:** ويتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها قيام العميل ببيع أو شراء الأوراق المالية ويتطلب من السمسار في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر لهذا الحد.²
- ج. **أمر التوقف:** ويعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين وعادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة إنفاذ ما يمكن إنفاذه من الربح أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.
- د. **الأمر الفوري:** ويقتضي هذا الأمر ما يتطلب العميل من السمسار فوراً وإلا اعتبار هذا الأمر لاغياً.
- هـ. **الأمر الحر أو المطلق:** في هذا النوع من الأوامر وهو نادراً ما يطبق يكون للوسيط حرية مطلقة في تنفيذه في الوقت والسعر الذي يراه مناسباً.

2. صناعة الأسواق:

من أعمال الوسطاء أو الوكلاء القيام بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته بيع وشراء الأوراق المالية وذلك بوجود ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق وبالتالي يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي أو الموازي وذلك لصالحه أو لصالح عملائه وفي هذه الحالة على الوسيط المحافظة على:

– المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل وذلك بممارسة حقه في البيع أو الشراء حسب ما يقتضيه وذلك لمصلحة السوق المالي.

– توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

3. قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى القيام بهذا العمل، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار.

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، الطبعة الثالثة، ص ص 130-142.

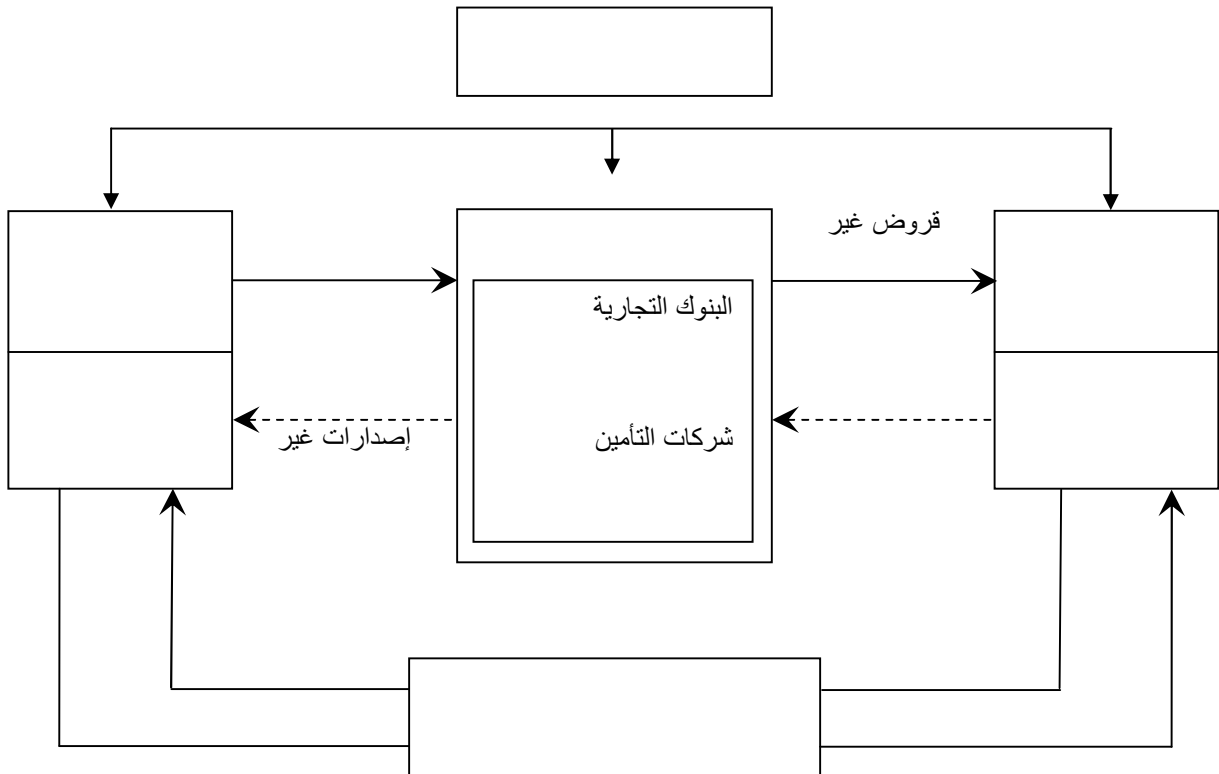
² - المرجع السابق، ص ص 130-132.

4. تقليل المخاطر والنفقات:

ويكون الوسيط مؤسسات أو شركات استثمارية وذلك راجعا لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر والتكاليف التي تقع على عاتق المستثمر.¹

و الشكل رقم (03) الموالي يوضح أكثر أركان الأسواق المالية و هو كالآتي:

الشكل رقم (03): أركان السوق المالي.



¹- المرجع السابق ، ص 11.

المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البترا، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004، ص 180.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية

تعود أهمية الأسواق المالية إلى الكثير من العوامل تتمثل فيما يلي:

- (1) تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي.
- (2) المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية.
- (3) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.¹
- (4) تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبور ضرورتها في المجتمعات التي تنسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.
- (5) ضرورة حتمية لتنمية الادخار وتوجيهه لخدمة التنمية الاقتصادية.
- (6) عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- (7) السوق وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وبالتالي تعبئة وتنمية المدخرات.
- (8) كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.²

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 11-12.

² - رمسية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 12.

9) تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.

10) تقدّم السوق مؤشراً مالياً إضافة للمؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي عن طريق تطوير أسعار الأوراق المالية .

11) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.¹

12) تمثل السوق المصدر الأساسي للتمويل بواسطة إصدار الأسهم والأوراق المالية.

13) تحتل السوق المالي مجموعة متكاملة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات والصناديق والشركات التعاونية.²

14) تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

1) توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

2) القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

3) رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي.³

4) المحافظة على الثروة وتمييزها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص.ص 11-12.

² - يسري أبو العلاء، تحديد مفهوم واستيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص.83.

³ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008؛ ص.84.

(5) تسهيل الحصول على سيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

(6) المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود أنه إذا أراد مكافحة التضخم فإن يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.¹

(7) نشر سلوك الاستثمار: من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة. وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما وأن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها .

(8) تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن.

(9) تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانباً هاماً من الأسواق المالية.²

(10) تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالباً ما يترتب عليها أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب.

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، صص 10-11.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، 1424-، صص 85-86

المطلب الثالث: خصائص و عوامل نجاح الأسواق المالية

تتميز أهمية الأسواق المالية من اقتصاد لآخر وذلك نتيجة لتوفر عوامل مختلفة حيث لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها ويقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي وأخرى شكلية، كما يتميز كل سوق مالي بخصائص عن باقي الأسواق حيث تعتبر الخصائص أو الميزات التي يتمتع بها كل سوق هي المعيار الذي يعرف من خلاله مدى تميز هذه السوق.

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية

تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى و من أهم هذه الخصائص نجد ما يلي¹:

- 1- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي.
- 2- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- 3- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها. ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
- 4- تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلوكية واللاسلكية.
- 5- إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة، فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات.
- 6- مصدر تمويل للاقتصاد الوطني.
- 7- أداة لقياس قيمة الأصول، وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.
- 8- مكان للتعاملات الخطرة.²
- 9- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل .

¹ - المرجع السابق، ص ص 184 - 185 .

² - عبد الرزاق خليل وآخرون، "التكامل بين الأسواق المالية العربية كأساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد"، الملتقى الولي الأول اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات، الأغواط، 18- 20 أبريل 2005، ص 493.

10- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي وذلك نظرا لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، الأمر الذي يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم بالرغم من عائدها الكبير إلا أن مخاطرها كبيرة.¹

11- السوق النقدي يعتبر سوق جملة ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة.

12- أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة.

بصورة عامة تقسم الأسواق المالية في العالم حسب الخصائص بين ثلاث مجموعات رئيسية:

- أسواق متقدمة تشمل أسواق أمريكية وأوروبية ويابانية.
- أسواق ناهضة متقدمة عبر المحيط الهادي، أسواق أستراليا ونيوزلندا وكندا.
- أسواق ناهضة نامية في آسيا و أمريكا اللاتينية

الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالي

هناك عدة عوامل لنجاح السوق المالية و من بينها:

أولا: العوامل الموضوعية: و التي نجد فيها العناصر التالية:²

1. تنظيم الأسواق المالية: حيث يكون هذا التنظيم من قبل الحكومات الخاصة وذلك بقيامها بما يلي:

- عدم إنشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
- تنظيم الأوجه المختلفة في المؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.

2. إنشاء بورصة للأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لتوفير سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

3. الحصول على عائد معقول للمستثمر: بحيث يتمكن المستثمر من الحصول على عائد السندات المطروحة بلا إعفاء العائد من الضريبة.

4. جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا.

¹ - جمال جويدان ، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،2002؛ص 35.

² - عبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية، دار القومية، عمان، الأردن، 1999،ص12.

ثانياً: العوامل الشكلية: لا يقتصر نجاح السوق المالي على العوامل الموضوعية فقط بل لابد من توفر العوامل الشكلية أيضاً وهي كالتالي:¹

1. توفير المرافق العامة (المواصلات السلوكية واللاسلكية، المساكن... الخ).
2. الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى واعتدال جوه.
3. وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.
4. النمو الواعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
5. عدم وجود قيود رقابة على الصرف.
6. وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره ومعادلاته.
7. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

المبحث الثاني : تقسيمات و أدوات الأسواق المالية

تضم السوق المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير كما يلي:

- معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها (أسواق أولية، أسواق ثانوية).
 - معيار غرض التمويل (أسواق نقد، أسواق رأس المال).
 - معيار أسلوب التمويل (أسواق قروض، أسواق أوراق مالية).
 - معيار الحقوق والالتزامات المترتبة (أسواق الدين، أسواق الملكية).
- حيث أن هذه المعايير متداخلة فيما بينها وسيتم التركيز على معيار غرض التمويل (سوق النقد، سوق رأس المال). وسنتطرق في مبحثنا هذا على أهمية الأسواق المالية لما لها من تأثير على الناحية المالية و الاقتصادية بصفة عامة.

المطلب الأول: سوق النقد

هي الآلية الفتية يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل.¹

¹ - صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص 23.

الفرع الأول: تعريف سوق النقد

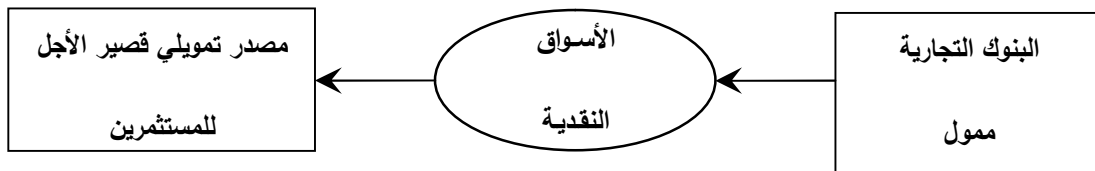
هو عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الاقتراض أو الإقراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية المحلية الأخرى، ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، ويتركز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والعوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن من معرفة تحركات واتجاه أسعار الفائدة.²

ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام،³ وفي بعض الأحيان من سنة ونصف فأقل ليتم بذلك أسلوب المتاجرة والاقتراض والإقراض بين المتعاملين فيه من دائن يملك الفوائض النقدية ويسمى "بوحداث الفائض" حيث تكمن لديه رغبة توظيف تلك الفوائض النقدية لمضاعفة ونمو أمواله بمبادلتها و متاجرتها مع الجهة الثانية ممثلة بمن يرغب توظيف الأموال وتحقيق الفوائد التي تفيض عن رأسماله الأصلي محققا بذلك ربحا لصالحه والذي يسمى بالمدين.

الفرع الثاني: أهمية السوق النقدية

يعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على القروض قصيرة الأجل، والذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوسيط فيه، أما المستثمرين الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيه.⁴

الشكل رقم (04): أهمية السوق النقدي:



¹ - إسماعيل أحمد الشاوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص.

² - عبد الغفار حنفي، أسواق المال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 255.

³ - إسماعيل أحمد الشاوي، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق؛ ص 124-125.

⁴ - ناظم محمد فوزي وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999، ص 174.

المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص44.

الفرع الثالث : أنواع السوق النقدية:

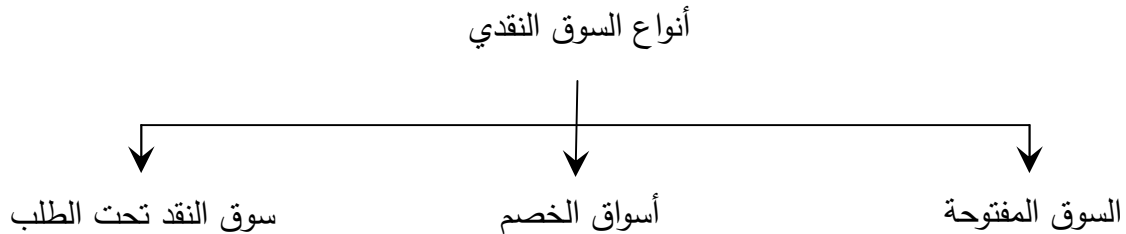
للسوق النقدية عدة أنواع :

أولاً: السوق المفتوحة: ويقصد بها التعامل بإنشاء القروض والعملات الأجنبية و القبولات البنكية وغالبا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء أو بيع الصرف الأجنبي، فإذا ما رغب البنك المركزي من خلال سياسته النقدية إلى تقليص حجم الائتمان فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يحوزها ليخفض من كمية النقد المتاحة في السوق على العكس من ذلك إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية بدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

ثانياً: أسواق الخصم: وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات والكفالات وشهادات الإيداع حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظرا لإعادة خصمه للكمبيالات والأوراق المالية التجارية¹.

ثالثاً: سوق النقود تحت الطلب: وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء وحقيقة هذا السوق أنه يجمع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو والدولار، فهذا السوق يكون أرصدة كبيرة من العملات: الدولار واليورو وتستخدم في تمويل التجارة الدولية.² و لتبسيط فهم أنواع السوق النقدية قمنا بوضع الشكل رقم (05) التالي:

الشكل رقم (05): أنواع السوق النقدي:



¹ - المرجع السابق، صص 180-181.

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص 51-52.

المصدر: زياد رمضان د، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص51.

الفرع الرابع: مزايا السوق النقدية:

يتمتع سوق النقد ببعض المزايا من أهمها المرونة العالية، حيث تتخفف تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية، كما تتميز أيضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه، ومن أهم مزايا السوق النقدي:

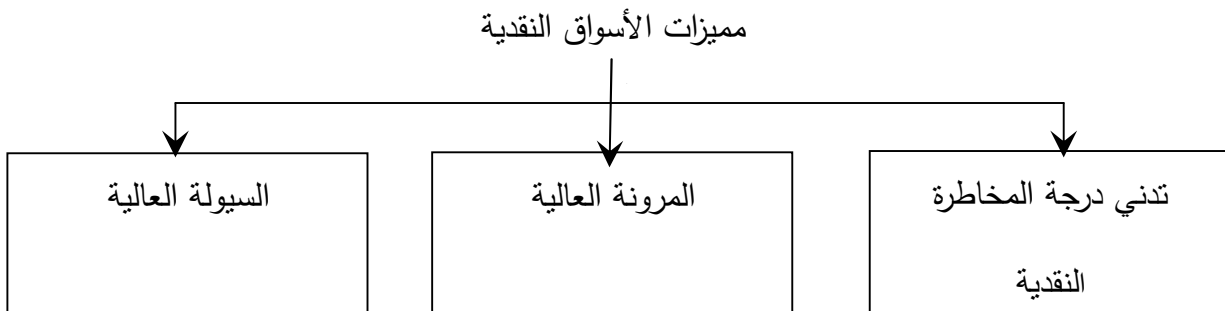
أولاً: المرونة العالية: يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياسا بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة وما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة، مما أعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية مما يقلل من الخسائر بعظم العوائد.

ثانياً: يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي التي لا تتجاوز سنة مالية واحدة.

ثالثاً: يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة ويعزى ذلك لسببين هما:

1. تدني درجة المخاطر النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وكما أشرنا أن آلية التعامل بهذه السوق تكون لأجل قصيرة الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثار محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مثل الشهادات الإيداع والقبولات المصرفية مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها.
2. تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خصوصا في قطاعه الثانوي) تكون صادرة من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية، البنك المركزي، المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جدا.

الشكل رقم (06): مميزات الأسواق النقدية.



المصدر: د. زياد رمضان، د. رمضان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص 46.

:

ويقصد به المكان والآلية التي يتم عن طريقها ومن خلالها إنشاء وتداول الأصول المالية طويلة الأجل حيث يتم التعامل في هذه السوق برؤوس أموال طويلة الأجل.¹

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال

وهي الأسواق المالية التي تتعامل مع الأدوات الرئيسية لإنشاء المشروعات الاستثمارية ولتطوير المنشآت القائمة ولمعالجة الاختلالات في الموازنات السنوية العامة والخاصة وتتكون هذه الأدوات من الأسهم والسندات.²

و سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال.³

الفرع الثاني: أنواع سوق رأس المال:

يتضح مما أسلفنا الفارق الكبير بين السوق النقدي وسوق رأس المال، فالأول مصدر للتمويل قصير الأجل والثاني مصدر للتمويل طويل الأجل، ولذلك يقسم سوق رأس المال على النحو التالي:

أولاً: سوق رأس المال الفورية: ويقصد بها تلك الأسواق التي تعامل في أوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل، يتم فيها تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم أو خلال فترة وجيزة.⁴

ثانياً: سوق رأس المال الآجلة (أسواق العقود المستقبلية): وهي أسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.⁵

¹ - محمود يونس وآخرون، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 92.

² - هوشبار معروف، مرجع سابق، ص 91.

³ - مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية العاصرة، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 61.

⁴ - الميداني، محمد أيمن عزت . تطوير أسواق رأس المال في سورية . جمعية العلوم الاقتصادية . سوريا . 2002، ص 12.

⁵ - عماد صالح سلام، إدارة أزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس، مصر، 2002، ص 232.

حيث يتفرع من سوق رأس المال الفورية سوقين كما يلي:¹

♣ سوق أولية.

♣ سوق ثانوية.

1. **السوق الأولية:** ويتم التعامل في هذه السوق بالإصدارات الجديدة²، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال³، إذن السوق الأولية هو العلاقة بين مقدمي الأموال «المكتتبين وبين تلك المشروعات»⁴.

2. **السوق الثانوية:** هي تلك المكان الذي يتم التداول بالأسهم والسندات المالية على اختلاف أنواعها، يباع السهم إلى المزايد الأعلى و يتم شراؤه بأفضل سعر معروض. أما أسعار الأسهم فتخضع لقوانين العرض والطلب، ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة⁵.

حيث أن البورصة هي عبارة عن المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية أو البضائع بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من العمل⁶، وهذه المعاملات تجرى في أوقات محددة، وقد تعرف بأنها اجتماع بين المتعاملين أو تطلق على مجموع العمليات التي تتم أثناء هذا الاجتماع⁷.

يمكن تصنيف السوق الثانوية إلى نوعين:

¹ - كبييه، محمد- مؤشرات الأسواق المالية- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، 2003، ص 6.

² - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في الميزان الفقهي الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص 44.

³ - زكاريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 42.

⁴ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، 1997، ص 445-446.

⁵ - خليل الهندي انطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص 17.

⁶ - ضياء مجيد، البورصات "أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات"، مؤسسة الجامعية، مصر، 2008، ص 8.

⁷ - علي شلبي، بورصة الأوراق المالية-دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية للطباعة والنشر، بدون بلد نشر و سنة نشر، ص 3.

أ. **الأسواق المنظمة:** وهي التي تأخذ شكل البورصات وتتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يتم فيه نشاط تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق، كما أنها تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.¹ ويدير عمليات التبادل في هذا السوق الوسطاء العاملون به وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط لموافقة على إدراج الشركات في البورصة، إذ تختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى. و بعبارة أبسط السوق المنظم هو عبارة عن مكان منظم يتم فيه التقاء العرض والطلب للتعامل في الأوراق المالية للشركات المدرجة.

ب. **الأسواق غير المنظمة:** يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (أي خارج البورصات)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل،² حيث يقوم بالتعامل هم الشركات المالية أو البنوك أو الوسطاء وفقا للأسعار المعلنة ويلعب الوسيط دورا أساسيا في هذا السوق التي يتصف بالديناميكية المفرطة والمرونة العالية لأن جميع الصفقات تم بسرعة بواسطة وسائل الاتصال المتاحة ودون الحاجة إلى أن يلتقي البائع مع المشتري، إذ يتم استخدام شبكة اتصالات سريعة تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين أي التداول يكون بين حامل الورقة المالية وبين المشتري دون الحاجة لحضور المصدرين ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين. وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير منظم بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار السوق المالية و يقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق و منح التراخيص للسماسرة.³

ويحتوي السوق غير المنظمة على سوقين:

(أ) **السوق الثالث:** وهو قطاع من سوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية.⁴ إن السب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق لكون هذه البيوت أي بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق كما هو الحال في البورصة هذا لا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.⁵

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص ص 234 233.

² - سعيد توفيق عبيد، مرجع سابق، ص 75.

³ - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة و طبعة الإشعار الغنية، مصر، 2000، ص 24.

⁴ - عبد المعطي رضا ارشيد، مرجع سابق، ص 2.

⁵ - أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 121.

ب) السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في كون الصفقات تم خارج السوق المنظمة حيث يتمثل هذا السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة دون وساطة السماسرة لحد من العمولات.¹ ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات سواء عن طريق التلفون أو الحساب الآلي. وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه.

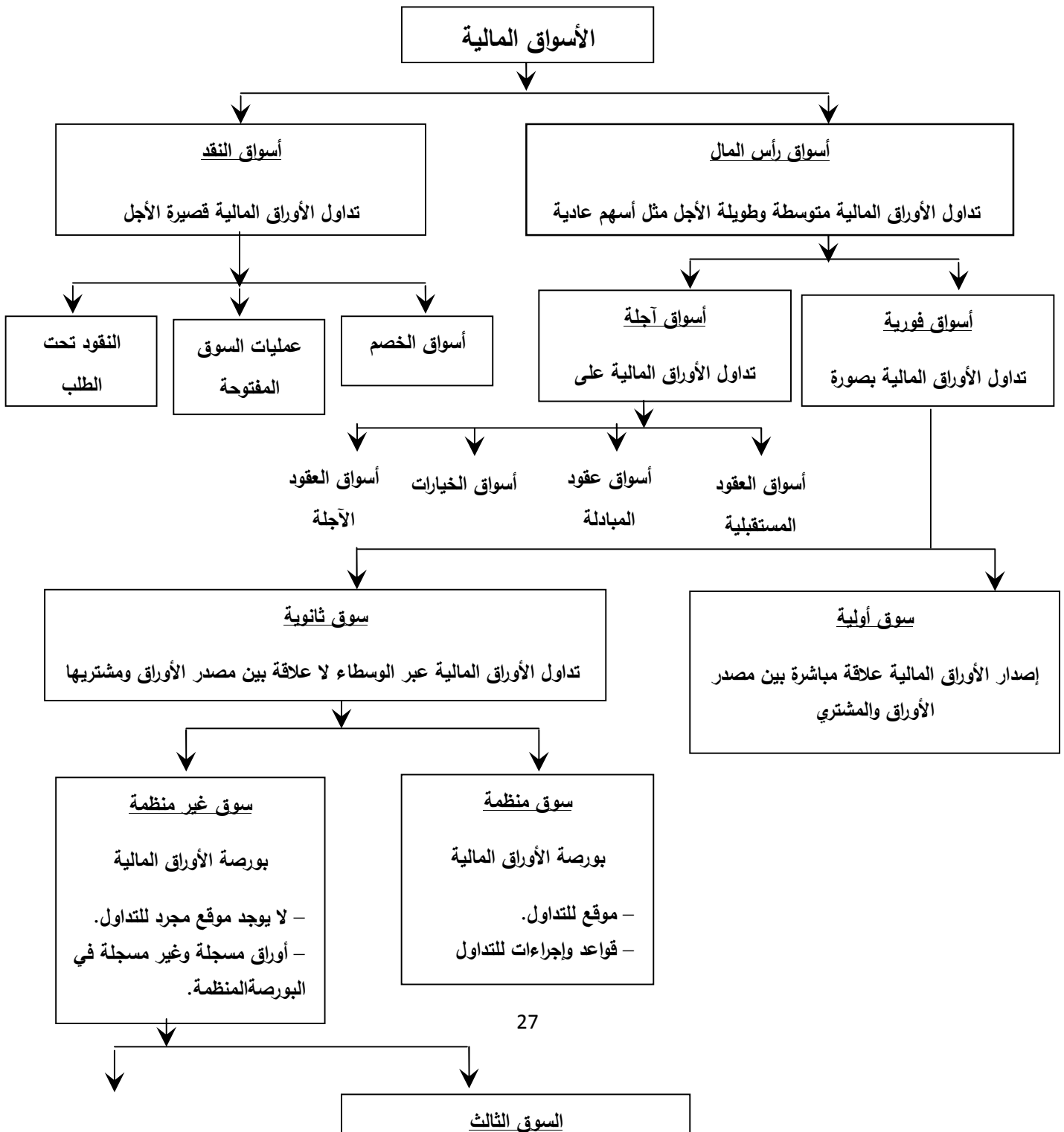
وقد تكون هناك استعانة بوسيط في هذا السوق وذلك بغرض إتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل من تكلفة وعمولة السماسرة و يشمل التعامل في السوق الرابعة كافة الأوراق المالية دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.²

وبالاستعانة بالشكل الموالي سيتضح أكثر أقسام السوق المالي ككل كما يلي:

¹ - عماد صلاح سلام، مرجع سابق، ص 235.

² - فليح حسن خلف، الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص 49.

الشكل رقم (07) : تقسيمات السوق المالي :



السوق الرابع

المؤسسات الكبرى والأشخاص الذين
يستخدمون إستراتيجية تخفيض العمولات
للسماسرة

المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، 2005، ص45.

:الأهمية الاقتصادية و المالية للأسواق المالية .

سنتعرض في هذا الفرع إلى الأهمية الاقتصادية و المالية للأسواق المالية.

أولاً: الأهمية الاقتصادية:

للهيوض بأعباء تمويل النمو الاقتصادي والاجتماعي يقتضي إتباع سياسات اقتصادية تهدف إلى تشجيع الادخار والاستثمار وجذب رؤوس المال والمدخرات الأجنبية للمشاركة في عملية التنمية، وتظهر أهمية السوق المالي من خلال الأمور التالية:¹

1. توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة، ومواقعها وتكاليفها، حيث ساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي.²
2. تحقيق الموازنة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح السوق المالي للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم، وفي المقابل تمنح للمقترض فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني.³
3. يعتبر نشاط السوق المالي مؤشراً عاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة في مجال الادخار والاستثمار المحلي والخارجي، والقدرة على اتخاذ القرار فيما يخص كل من السياستين المالية والنقدية لتحقيق الاستقرار في كل منها.⁴

¹ - خليل الهندي وأنطوان الناشف، مرجع سابق، ص36.

² - أحمد محب الله أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، السعودية، الكتاب الثاني، 1995، ص51.

³ - هيثم صاحب عجام وعلي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002، ص82.

⁴ - صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص 21.

ثانياً: الأهمية المالية:

تتمثل الأهمية المالية للأسواق المالية لكثير من المتعاملين الاقتصاديين و ذلك كما يلي:

1. بالنسبة للمستثمر: يسعى المستثمر عادة في الحصول على أرباح الناتجة عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية أو يفعل المضاربة الناتجة عن تقلبات الأسعار في البورصة وذلك نتيجة شراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه.

فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكنه بيعها في أي وقت واسترجاع قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعية والمعنوية المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.¹

ومما لا يمكن لحامل الأسهم استرجاع مدخراته من الشركة التي تساهم بها لأنها قد تحولت إلى موجودات داخل المؤسسة الاقتصادية وتبقى على حالها طالما أن المؤسسة موجودة وعليه لحملة الأسهم الحق في التنازل أي بيع الأسهم في البورصة.

2. بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية: لحصولها على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة غير مقيدة بها.

وعليه فإن القيد بالبورصة يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة الشركة وكفاءتها و ضمان لربحيته، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات والبيانات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها، وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر المر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، وبهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها.

"إن جانب التمويل طويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم التي تلجأ إليها الشركات باعتبارها مصدر للتمويل من جهة ووسيلة للتنويع من جهة أخرى.²

تعود أهمية الأسواق المالية إلى العديد من العوامل تتمثل فيما يلي:

¹ - رسمية قرقاقص، أسواق المال، أسواق، رأسمال، مؤسسات، الدار الجامعية، مصر، 1999، صص 43-44.

² - www.baladnaonline.net à26/05/2012.h 08:30.

أ) تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لتحويل الموارد إلى المستقبل أو لإيصال الناتج الراهن إلى المستهلك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل خلال الزمن.

ب) تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانباً هاماً من الأسواق المالية.¹

ج) عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالباً ما تعطى بكميات محددة وفقاً للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

د) كثيراً ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.²

هـ) تعريف جمهور المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالية، حيث يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشراً واضحاً عن أحوال الشركة ومركزها المالي.

و) تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتنبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.

ز) تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي يقوم به، فهي أداة غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق؛ صص 85-86

² - رمسية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005-1425، صص 12.

ح) المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة ومتوسطة الأجل، وللمساعدة في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبعبارة أخرى تجميع المدخرات الوطنية من القطاعات ذات الفائض النقدي وتحويلها مباشرة إلى قطاعات الاستثمار ذات العجز في الموارد المالية. ط) تسهيل التقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين، حيث أن الأسهم والسندات يتم طرحها للاكتتاب

العام عن طريق الأسواق المالية الأولية، وبواسطة الوسطاء.¹

ي) المحافظة على الثروة وتميئتها: إن الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحاً وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها.

ك) تسهيل الحصول على سيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

ل) نشر سلوك الاستثمار: من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى، يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة. وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما وأن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.

م) المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة والمقصود أنه إذا أراد مكافحة التضخم فإن يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءاً من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذون خزينة) وبيعها بأسعار تعود على المستثمرين بعوائد مغرية وإذا أراد مكافحة الركود يضع في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.²

¹ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص.ص 11-12.

² - زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص.ص 10-11.

(ن) رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فعالين في الاقتصاد القومي¹.

: المالية.

لاشك أنه يوجد متعاملون في الأسواق المالية فبدون المتعاملون سواء أشخاص أو مؤسسات فلا معنى للسوق المالي، فهؤلاء المتعاملون يؤدون دوراً أساسياً في السوق ومنه يمكن النظر إلى أهم المشاركين في السوق.

الفرع الأول: البنوك المركزية:

إن أهم وظائف البنوك المركزية هي إصدار النقد اللازم للأسواق النقدية، والتدخل في هذا السوق النقدي سواء كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية، ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:²

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عملية بيع وشراء العملات الأجنبية.
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء بالسندات وأذونات الخزينة...

- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

الفرع الثاني: البنوك التجارية:

إن بروز دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية يظهر من خلال التركيز والنظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري وبالأخص التركيز على بنود الموجودات والمطلوبات للبنوك، فتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم:³

¹ - عصام حسين، مرجع سابق؛ ص 84.

² - زياد رمضان، مروان شمو، مرجع سابق، ص 49.

³ - المرجع السابق، ص 48.

- توفر بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر الأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات.
- تقوم البنوك بشراك كمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

وتتمثل أهداف البنوك التجارية داخل السوق النقدي في:¹

- المحافظة على درجة عالية من السيولة.
 - القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير.
 - الحصول على أعلى مردود ممكن مع عدم التفريط بدرجة السيولة الملائمة والمقدرة على الوفاء والسداد.
- وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الإيداعات وتوجيهها نحو الاستثمارات، فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات إيداع و القبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستثمارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية على حد سواء.

الفرع الثالث: مؤسسات والشركات المالية:

وهي مؤسسات تعمل داخل السوق النقدي لأنها تقوم بالمحاولة للوصول إلى درجة عالية من السيولة، وذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعاة الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها،² وعليه فهي المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية وتقوم ببيع الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطات والعمولات التي تحققها ويلخص دورها في:³

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها.
- خلق الفرص الاستثمارية
- التقارب بين العرض والطلب في عمليات السوق المالي.

الفرع الرابع: الأفراد

تعتبر الحسابات الجارية للأفراد هي من أكبر الأمثلة على تعامل الأفراد داخل السوق النقدي وبعض الحسابات الأخرى مثل حساب تحت الطلب والودائع الآجلة وبعض أدوات الاستثمار قصيرة الأجل داخل السوق النقدية.

¹ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 43.

² - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 44.

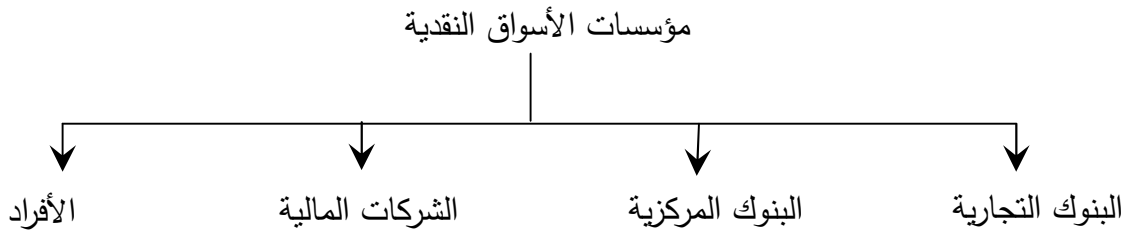
³ - زياد رمضان، مروان شمور، مرجع سابق، ص ص 49-50.

والأسباب التي تدفع الأفراد للتعامل مع الأسواق النقدية هي:¹

- أسباب تنفيذية: وتعني التعامل بأجزاء أية مدفوعات التزامات تظهر دون تحمل تكاليف إضافية.
- أسباب اضطرارية: أي التعامل لأجل مواجهة أي طوارئ وأحداث غير متوقعة.
- أسباب استثمارية: أي لتحقيق أعلى مردود يمكن الحصول عليه من خلال تغير أسعار الفوائد في الأسواق النقدية.

والشكل التالي يوضح مؤسسات الأسواق النقدية.

شكل رقم (08) مؤسسات الأسواق النقدية:



المصدر: منتصف، زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص47.

المطلب الرابع: أدوات السوق المالي.

الأسواق المالية تنقسم من أجل استحقاق الورقة المالية إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال حيث تعمل الأسواق المالية التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار المالي على توجيه الإدخارات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة، وباعتبار الأوراق المالية السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق بحيث تمثل الورقة المالية صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا.

الفرع الأول: أدوات السوق النقدية:

يعتبر السوق النقدي جزء من الأسواق المالية مثلها مثل السوق المالي والمشتقات وعليه فإن السوق النقدي له أدوات تتداول فيه.

¹ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص44.

أولاً : آذونات الخزينة:

وتتماز بسعر فائدة مميز وسهولة وتنوع في تواريخ الاستحقاق زيادة عن ضمانها من الدول،¹ حيث تقوم الخزينة المركزية بإصدار آذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية ولفترات قصيرة تتراوح ما بين 3 أشهر و120 يوماً على أساس الخصم مقابل عدم دفع الفوائد على هذه الآذونات فيكون العائد التعويضي عن الفوائد عبارة عن الفرق بين سعر الشراء والسعر الاسمي للآذونات، ومنه فإن الفائدة مدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع.²

ثانياً: الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أوراق تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية، ويعتبر أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيراً ففي العادة يفضل حائزوها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد فضلاً عن أن يقوموا ببيعها، ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفاً نسبياً الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها لتقلبات كبيرة.

ثالثاً : اتفاقيات إعادة الشراء:

وهو عبارة عن قروض قصيرة الأجل يقل أجلها عن أسبوعين يستعملها المصارف لضمان آذونات خزانة تملكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقاً يصبح المقرض مالكا لأذون الخزانة الضامنة للقرض.³

رابعاً: القبولات المصرفية:

وتعتبر من أهم أدوات الدين قصيرة الأجل التي تستخدم في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية أي وعدا بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين ويقوم البنك بختم الحوالة بعبارة "قبول".⁴

¹ - بخرار يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص122.

² - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظري و التطبيق، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص73.

³ - محمود يونس ورفاقه، مرجع سابق، صص85-91.

⁴ - المرجع السابق، ص90.

خامسا: شهادات الإيداع القابلة للتداول:

وهي شهادات شخصية يصدرها البنك ولا يعطي لحامله الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق، أما قبل هذا التاريخ فليس لحامل هذه الشهادة سوى عرضها للبيع في السوق الثانوية والذي يتضمن البنوك التجارية وبنوك السماسرة والتجارة التي تتعامل في مثل تلك الشهادات.

مع العلم أن تاريخ الاستحقاق ومعدل الفائدة يتحددان بواسطة البنك دون تدخل العملاء وأهم ما يميز هذا النوع من الشهادات التي يمكن تداولها أن سعر الفائدة عليها يتم تحديده دون تدخل البنك المركزي ومنه فإنه لا يخضع في ظل بعض التشريعات للحد الأقصى للفوائد، وهذا يعني يمكن رفع سعر الفائدة عليها كوسيلة لزيادة الطلب.¹

سادسا: القروض المصرفية قصيرة الأجل:

وهي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها أقل من سنة، وتكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل رأس المال التشغيلي للمشاريع وهي أداة دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهرا.²

سابعا: الودائع المصرفية بعملات أجنبية:

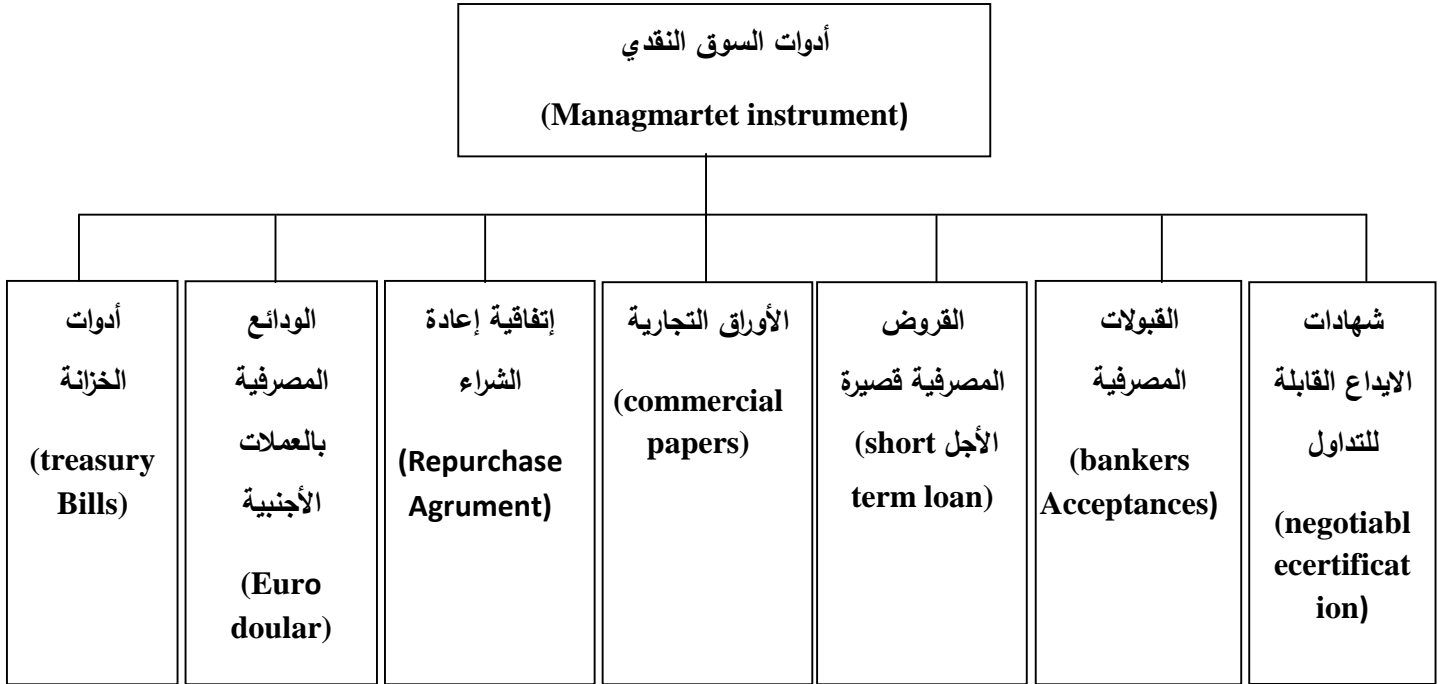
يتم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ويستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك في خارج الو.م.أ، حيث يتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي تعتمد في تعاملاتها على الدولار الأمريكي، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من الودائع بغرض إعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وقد يكون بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها.³

¹ - عبد المعطي رضا أرشيد وآخرون، مرجع سابق، ص 36.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 232-233.

³ - محمد عبده، محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998. ص 210.

الشكل رقم (09): أدوات السوق النقدي:



المصدر: آل شيب. دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص232.

الفرع الثاني: أدوات أسواق رأس المال:

أولاً: أدوات الملكية (الأسهم):

إن السهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهما تهم المالية ويحدد ملكيتهم.

1. مفهوم الأسهم:

يعتبر السهم نوع من أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في بورصة الأوراق المالية،¹ فهو عبارة عن قيمة منقولة الممثل بسند ملكية يمتلكها شخص تسمح لصاحبها بأن يكون مساهم وشريك في المؤسسة ويمكنه أن يقوم بتبادلها²، مما يعطي له الحق في الأرباح والحق في التسيير أو مراقبة التسيير وأيضا الحق في حصة معينة في حالة التصفية.³

2. أنواع الأسهم: هناك نوعان من الأسهم وهما كالتالي:

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 1997، ص200.

² - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، 2000، ص28.

³ - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص35-36.

أ) أسهم عادية: ويقصد بها أداة ملكية ذو صيغة مالية قابلة للتداول¹، مما يعطيه مرونة كبيرة في تسويله تصدرها شركات مساهمة، التي تعتبره أداة تمويل رئيسية لرأس مالها وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد من وجهة نظر المستثمرين طبقاً للإستراتيجية المتبعة من قبله.²

ب) أسهم ممتازة: هي عبارة عن شهادات تصدرها الشركات للترؤد برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم³، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق⁴.

الفرع الثالث : أدوات الدين (السندات):

تعد السندات من أدوات سوق رأس المال، وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، وتضم أنواعا عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيرها.⁵

أولاً: تعريف السند:

السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحفظ بالسند) والتي هي الفائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية.⁶

ثانياً: أنواع السندات:

توجد عدة أنواع للسندات ومن بينها ما يلي:⁷

1. السندات المضمونة.

- ¹ - نهال فريد مصطفى، السيد عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص72.
- ² - أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالي، تحليل وإدارة، دار المسيرة، جامعة الإسراء، بدون بلد نشر، ص ص28-30.
- ³ - السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين للنشر و التوزيع، مصر، 2006، ص27.
- ⁴ - جبار محفوظ، الأوراق المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء 2، طبع بطبعة دار هومة، 2002، ص72.
- ⁵ - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود و البنوك و المصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص74.
- ⁶ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 109.
- ⁷ - شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا، 2001، ص131.

2. سندات بكوبونات الافتتاح.
 3. السندات غير المضمونة.
 4. سندات المشاركة في الأرباح.
 5. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
 6. سندات لا تحمل معدل كوبون.
 7. السندات ذات الدخل.
 8. سندات ذات معدل فائدة متحركة.
 9. السندات الرديئة.
 10. سندات الحكومة (الريوع).
 11. السندات ذات العائد الصفري.
- المقارنة بين الأسهم والسندات: لقد عرفنا الأسهم على أنها حقوق ملكية والسندات حقوق دائنة وكلاهما من الأوراق المالية وبينا أنواع كلاهما ومميزاتها وما يتبعهما من أعباء تنقل كاهل الجهة المصدرة أو المستثمرة وبالتالي سنخلص الاختلاف بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (01): المقارنة بين الأسهم والسندات:

السند	السهم	نوع الورقة طبيعة المقارنة
- دين على الشركة وحامله دائن لها بقيمة السند.	- جزء من رأسمال الشركة وحامله شريك فيه بقدر رأسماله	التعريف
- أغليبتها يتطلب رهن بعض العقارات أو الضمانات	- ليس ضروريا رهن الموجودات في حالة إصدار السهم وبالذات في السهم العادي	الضمانات
- حامله ليس له الحق في الإدارة.	- حامله له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة	دور حاملها في إدارة الشركة
- الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المختصة (والمرخصة).	- شركات المساهمة.	المصدرون
- لا يتعرض لأخطار لأن حامله يسترد رأسماله في الموعد المحدد للاستحقاق.	- حامله لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة وعند تصفية الشركة.	الأخطار
- ربح سند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة وقد تكون هناك خسارة.	الدخل الذي يوفره لحامله
- حامله تكون له الأولوية يف الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامله الباقي بعد تسديد كافة الديون	الأولوية في التسديد
- السند له اجل معين يتوجب على الشركة المصدرة خلاله أن تسدد قيمته لحامله	- الأسهم ليس لها آجل استحقاق محدد لأنها ترتبط بوجود الشركة المصدرة.	أجل الاستحقاق

المصدر: سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة مقدمة من المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر (14)، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، 15-17/05/2005، ص ص 38-39.

- على الرغم من وجود هذه الاختلافات بين الأسهم والسندات والناعبة أساسا من طبيعة كل أداة من هذه الأدوات، فالأداتان تمثلان مصدرا من مصادر التمويل طويلة الجل بالنسبة للشركة أو الهيئة المصدرة كما تمتازان بإمكانية تداولهما في حالة الحاجة إلى المبلغ الأصلي المستثمر وذلك ببيعهما في البورصة .

الفرع الرابع: الأدوات الحديثة لسوق رأس المال:

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين، أدوات أخرى مستحدثة على مستوى السوق المالي التي لم تكن معروفة من قبل، فهذه المستحدثات تجمع بين صفات كل من الأسهم والسندات والمقصود بالمستحدثات هي المشتقات المالية، وفي هذا المطب سنتعرض لها بشكل مفصل.

أولاً: تعريف المشتقات المالية:

المشتقات المالية: "هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار العقود المالية محل التعاقد¹، ولكنها لا تقتضى أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تعادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمراً غير ضروري"². ومن أبرز أشكالها عقود الخيار، العقود المستقبلية والعقود الآجلة³.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1. **عقود الخيار (option):** إن الخيار هو إما خيار النداء يعطي لصاحبه الحق في شراء أصل، أو خيار الطرح ويعطي لصاحبه الحق في بيع أصل⁴ وتمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام بشراء وبيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار⁵، وهو عبارة عن عقود قانونية⁶، وقد تنفذ عقود الخيارات وفق الطريقة الأمريكية وتسمى خيار أمريكي أو وفق الطريقة الأوروبية وتسمى خيار أوروبي، ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي والأوروبي، فالخيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة، بينما الخيار الأوروبي فلا ينفذ إلا في تاريخ محدد.

2. **العقود الآجلة:** وهي التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً وبحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، إذن فهي عبارة عن اتفاقية بين مشتري وبياع لمبادلة أصل

¹ طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2003، فخرسة مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الطبعة الأولى، ص 57.

² سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الريبة للنشر و التوزيع، الأردن 2009، ص 141.

³ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003، ص 211.

⁴ حسين عطاء غنيم، دراسات في التمويل، الناشر المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 599.

⁵ عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الناشر مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، ص 22.

⁶ مدحت صادق، العقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 997، ص 164.

ينفذ في تاريخ لاحق يحدد الطرفان السعر والكمية عند التعاقد،¹ حيث أنه يحدد في العقد مواصفات الأصل وسعر التسوية وتاريخ التسوية.²

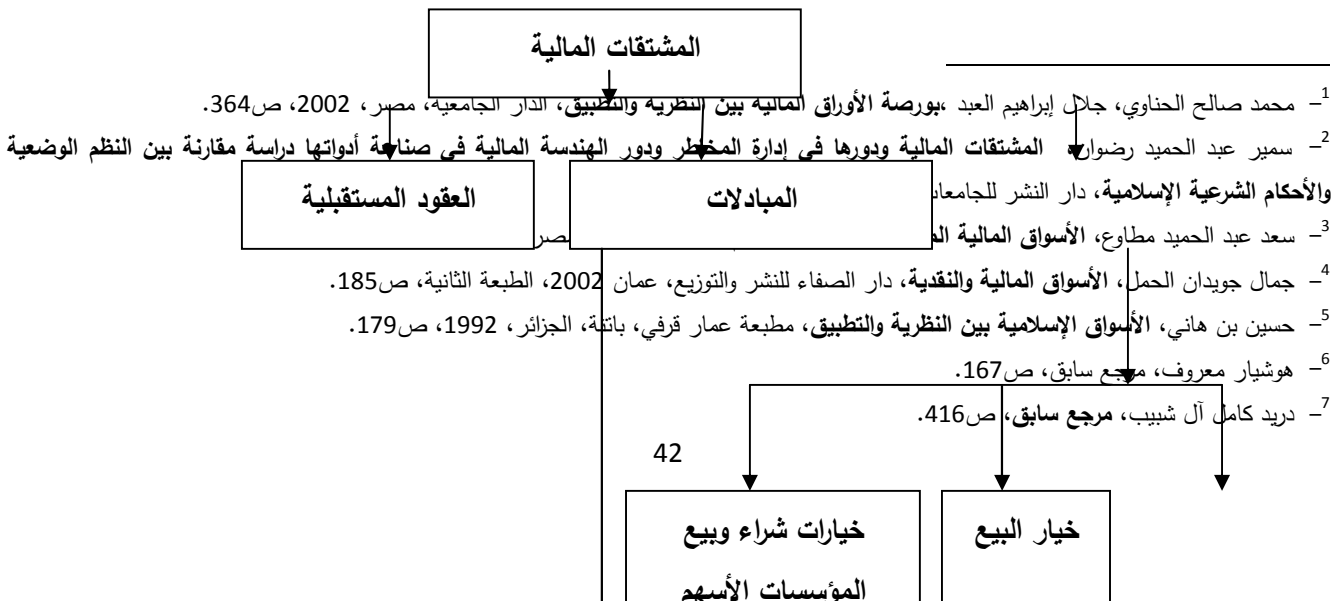
3. **العقود المستقبلية:** ويقصد بالعقود المستقبلية هي العقود الآجلة التي يتم التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة أي البورصة.

إذن فالعقود المستقبلية هي عبارة عن "اتفاق على شراء أو بيع كميات نظمية من أدوات مالية سواء أسهم أو سندات أو عملات... الخ لتاريخ محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه بين المتعاملين"³ بحيث يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو مضاعفتها،⁴ وهي مجموعة من الالتزامات يجب أن يلتزم بها كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه،⁵ ويسمى بالهامش المبدئي قيمته من 5% إلى 18% من قيمة العقد.

4. **عقود المبادلة:** وهي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محدودة، وبالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان.⁶ وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعمولات،⁷ ويتصف بالإلزامية عكس عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية ولا يتم أيضا تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، وهي عقود تستعمل عادة لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

والشكل الموالي يوضح لنا أكثر أنواع المشتقات المالية:

الشكل رقم (10): أنواع المشتقات المالية:

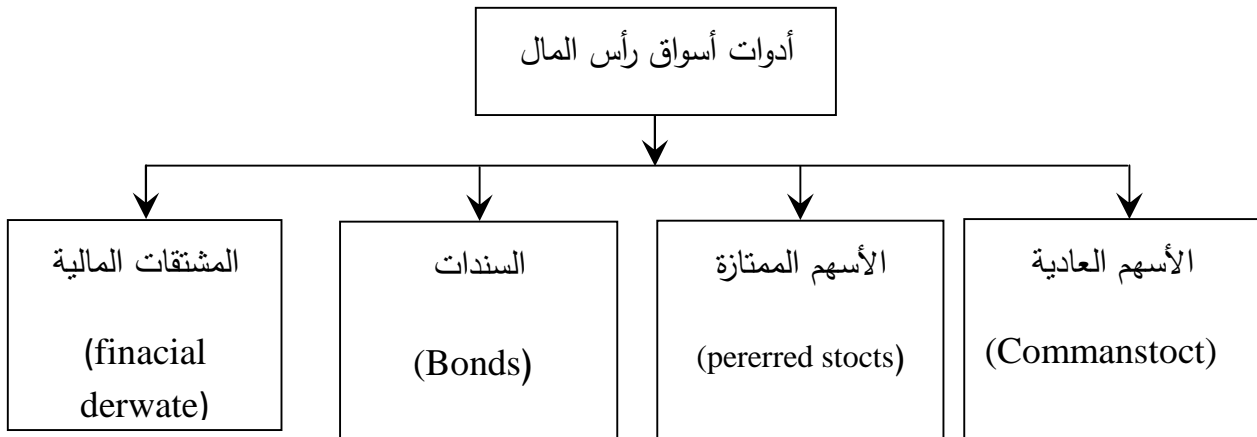




المصدر: دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص402.

- و لإعطاء صورة واضحة على أدوات سوق رأس المال قمنا بوضع الشكل التالي:

الشكل رقم (11): أدوات سوق رأس المال:



المصدر: دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 249.

المبحث الثالث: الأسواق المالية الناشئة

لقد كانت لحركة التحرر المالي التي شهدها العالم سببا في ظهور أسواق أوراق مالية على درجة كبيرة من التطور في الدول النامية أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، وقد كان ظهورها بمثابة المعجزة إذ شدد انتباه المستثمرين واستقطبتهم نحوها نظرا للعائد الكبير الذي تقدمه لهم، باعتبارها مصدر تنويع لمخاطرهم، و قمنا بتقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب:

- ماهية الأسواق المالية الناشئة.
- شروط قيام الأسواق المالية الناشئة و مراحل تطورها.
- مكانة الأسواق المالية الناشئة ضمن التنوع الدولي.

المالية الناشئة

لعبت الأسواق المالية الناشئة دور كبيرا في تنمية اقتصاديات الدول المحلية نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها كما عملت على مواكبة أي تطورا في عالم الأسواق المالية سعيا للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية حيث أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها ، وتحديد خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة:

لقد أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها ، وتحديد خصائصها ، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية، في الحقيقة ، لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة ، فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية منذ عام 1981 و التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من اجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو . ويشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو و تطور بشكل يجعلها مهم وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة ، و التي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق. ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين ، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني ، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو

بمعدلات سريعة ، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية .وعموما فانه لابد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية ، فبعض الأسواق قد برزت فعلا ، وبعضها في الطريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقا، و الجدول التالي يبرز قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية كالتالي¹:

جدول رقم (02) : قائمة الأسواق المالية الناشئة.

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

المصدر: ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21 -22 نوفمبر، 2006، ص25.

▪ يقصد بالأسواق الناشئة الأسواق المالية التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تستوجب الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد، فإنها تعني مرحلة الانطلاق، حيث توجد إمكانية نمو هامة، وهناك من يعرفها بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

وتقدر الهيئات المالية الدولية عدد الأسواق المالية الناشئة بنحو 38 سوقا على المستوى العالمي، 13 في

قارة آسيا، 12 في أمريكا اللاتينية، 07 في إفريقيا، 06 في الشرق الأوسط.

¹ - ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21 -22 نوفمبر، 2006، ص 12.

وبالرغم أن الصفات العامة التي تميز الأسواق الناشئة هي واحدة في معظمها إلا أنه توجد اختلافات عديدة تفرق بينها مثل:

- عدد الشركات الجديدة
- القيمة السوقية للأسهم.
- حجم الأموال المتداولة.

وهذه الاختلافات تعكس بدورها طبيعة كل دولة من الناحية الاقتصادية والمالية، مثل حجم القطاع الخاص ودوره، ومدى اشتراك المستثمرين الخارجيين، ومصادر التمويل الأخرى، فاعلية الجهات الرقابية وترتيبات المقاصة والتسوية.¹

■ تعريف آخر:

يطلق مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية (EMERGING STOK MARKETS) و الذي تم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية على أسواق الأوراق المالية التي تكون في مرحلة انتقالية و يكون حجمها و نشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد، فمثلا تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة (Stangart and Poor)²، إذ توفر فيها الشرطان التاليان على الأقل³:

- أن تنتمي إلى اقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي.
- أن يكون رأس مال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

الفرع الثاني: تصنيف الأسواق الناشئة:

يمكن تصنيف الأسواق الناشئة ضمن ثلاثة مجموعات:

¹ - وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع و الأفق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، 2003، ص 91.

² - عمر محمد عثمان صقر، مقومات أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، 1995، ص 86.

³ - سامية زيطاري، أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق أوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص ص 44، 45.

1. الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً: هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة ماليزيا- المكسيك- كوريا الجنوبية- تايبوان- وتايلاندا... الخ تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة و التي هي:

* معدلات تضخم منخفضة.

* استقرار نسبي في أسعار الصرف و أنظمة مالية ومصرفية متطورة.

* سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.

* تبادل هام في سوق الأسهم.

* استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية

2. أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لا بل أنها عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسياً لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحياناً في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات¹.

3. الأسواق الحديثة النشأة، أو تلك التي تعاني من الركود: ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدماً، و مميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة أنها أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الموال الدولية كان محدوداً أيضاً، هذه الأسواق المالية هي إجمالاً في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلباً على حجم العمليات².

الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2005-2006، ص161.

² عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 107.

تختلف خصائص أسواق الأوراق المالية من مجموعة إلى مجموعة أخرى، وذلك حسب التقسيمات لآخر الدراسات التي شملت 38 سوقا من مختلف دول العالم، وقسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقا لتطورها:¹

المجموعة الأولى: الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا ومن سماتها:

- قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم.

- ضآلة القيمة السوقية للأسهم، وتركز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة.

- انخفاض سيولة الأوراق المالية.

- التقلبات الشديدة في الأسعار.

المجموعة الثانية: مثل بورصات البرازيل، الصين وكولومبيا والهند والمغرب والفلبين والتي تتميز بالخصائص التالية:

- درجة سيولة أكبر للأوراق المالية المتداولة.

- تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية.

- المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم.

المجموعة الثالثة: مثل بورصات الأرجنتين وإندونيسيا وتايلاندا وتركيا والتي تتميز بالخصائص التالية:

- استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.

- زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم.

- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

المجموعة الرابعة: مثل بورصات هونغ كونغ والمكسيك وكوريا وسنغافورة وتايوان والتي تتسم بالخصائص التالية:

- معدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية.

¹ - أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية و سبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، 6-10 مارس 2005، ص ص 242-243.

- حجم كبير من التعاملات واتساع نطاق السوق المالية.

- أسواق تنافسية عالمية.

ومن خلال عرض المجموعات الأربعة لأسواق الأوراق المالية الناشئة وخصائص كل منها، يمكن أن نستنتج أن أسواق الأوراق المالية الناشئة تتباين فيما بينها ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية، فقد تختلف هذه الأسواق على سبيل المثال من حيث عدد الشركات المسجلة وعدد الشركات التي تسجل كل عام، القيمة السوقية للأسهم، إجمالي قيمة الأسهم المتعامل بها ونوع الأوراق التي يتم تداولها، فضلا عن تباين البيانات الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها سوق الأوراق المالية.

وعلى الرغم من هذا التباين إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها¹:

- عدم استقرار الأسعار في هذه الأسواق، إذ تتراوح التقلبات في الأسعار بين 30% و 70% مقارنة ب 15% في أسعار الأوراق المالية الكبرى.

- الارتفاع النسبي في معدلات العوائد السنوية على الأوراق في هذه الأسواق مقارنة بالأسواق المتقدمة، فقد حققت أسواق مثل الصين والفلبين معدل عائد أكثر من 50% سنويا في المتوسط مقارنة ب 15.8% سنويا في السوق المالية الأمريكية.

- ترتفع مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي لا سيما في ظل وجوده معدلات مرتفعة من التضخم المحلي مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملات المحلية.

وهناك العديد من الخصائص التي تميز الأسواق الناشئة وهي:

1- **الخطر والمردودية:** الخطر الذي ينجم عن استثمارها، في أصل مالي، المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة

2- **سيولة السوق ودرجة تركزه:** إن سيولة وتركز السوق يتضحان من خلال عدة عوامل أهمها:

- حجم التبادلات، قيمة العمليات، الرسملة في البورصة والحيز الذي تشغله الشركات العشر أو العشرين الأكثر أهمية (الأكبر حجما) في تلك الرسملة.

¹ - الفيومي، نضال احمد، 2003، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2، ص ص 322-333.

- التركيز وهو على وجه عام الأكثر أهمية في الأسواق الناشئة، إذ ما قورن مع ما هو عليه في الأسواق المتطورة، وإذ كانت الشركات العشر الأوائل في الولايات المتحدة الأمريكية لا تمثل سوى 13% من الرسملة الإجمالية في السوق، فإن هذه النسبة ترتفع إلى حوالي 35% في السوق الإندونيسي، وإلى حوالي 80% في السوق الفنزويلي، كما أنها تصل إلى ما يقارب 55% في السوق الأردني.

3- تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي:¹

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.
- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما أن المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.
- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

المطلب الثاني: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، إضافة إلى ذلك الجدال الذي قام بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

الفرع الأول: مراحل تطور الأسواق الناشئة.

¹ - محمد عبد محمد سلام، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2003،

إن متابعة تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة مكن من وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها، مع الإشارة إلى أن طول كل مرحلة من سوق لآخر، وفي كل مرحلة يزداد هذا السوق نضجا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض هذه المراحل:¹

المرحلة الأولى: تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي:

* قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار.

* ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

* تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، وتمر العديد من هذه الأسواق بهذه المرحلة في إفريقيا مثل كينيا وزمبابوي، وفي شرق أوروبا مثل بولندا.

المرحلة الثانية: وتتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة ب: ارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي. ولكنه مع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة، وأن كان يتزايد الاعتماد عليها كمصدر تمويل، ومن بين أسواق هذه المرحلة البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر.

المرحلة الثالثة: وتتميز الأسواق الأوراق المالية في هذه المرحلة ب:

* تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة.

* تزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرعا أوليا، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين واندونيسيا- تركيا- ماليزيا، المجر وتايلاند.

المرحلة الرابعة: وهي آخر مرحلة حيث تصبح هذه الأسواق أكثر نضجا وتتميز بما يلي:

¹ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 39.

* ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة.

* يزداد السوق المالي اتساعا.

* انخفاض علاوة المخاطرة للأوراق المالية إلى مستويات الدولية التنافسية.

* تعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة. وتشمل هذه الأسواق هونغ كونغ، كوريا، المكسيك، سنغافورة وتايوان.

الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة.

لقد ثار جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق.

أولاً: العوامل الخارجية .

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في¹ :

-انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة للمستثمرين في الدول الصناعية المقدمة على الاستثمار في الأسواق الناشئة ذات العائد المرتفع المتاح للاستثمارات بالأسهم والسندات.

-العامل الثاني يتمثل في الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات.

-كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغييرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية، مثل المادة 144 التي أصدرتها الولايات المتحدة الأمريكية*.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص ص 113-114.

- الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي -مثل صناديق المعاشات، وشركات التأمين- خاصة وأن هذه المؤسسات تضم نصيبا متزايدا من الادخار العالمي.

وقد ارتفع مجموع الاستثمارات الدولية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية..، اليابان، ألمانيا، فرنسا، والمملكة المتحدة من حوالي 4.8% من أصولهم في عام 1980 إلى 7.2% من أصولهم عام 1993. وقد بلغت استثمارات صناديق المعاشات وشركات التأمين للدول الصناعية في أسواق الأوراق المالية الناشئة 3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

كما ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة على تحسين كفاءتهم، وهذا نتيجة الاحتكاك، والاتصال المباشر بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، الأمر الذي ساعد على نقل التكنولوجيا المتقدمة إلى هذه الأسواق وأصبح المستثمر نتيجة لذلك بإمكانه الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي على تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أنه بالإضافة إلى العوامل السالفة إن جانبا كبيرا من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرقي آسيا - خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولومبيا، والمكسيك وفنزويلا- يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة .

ثانيا: العوامل الداخلية .

للعوامل الخارجية أهميتها في تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، لكنها ما كانت لتؤدي ذلك الدور لو لم تطبق الإصلاحات الأساسية للاقتصاد الكلي الداخلي، وتحسين الإطار المؤسسي وما نتج عن ذلك من ازدياد الثقة بتلك الأسواق.

* والتي كانت تنص على إتاحة المصدرين الأجانب سهولة الوصول وإصدار في أسواق الأوراق المالية في الو م أ، وذلك بتحقيق القيود على إعادة بيع الأوراق المالية المطروحة بشكل خاص، وتبسيط الاتجار في أسهم رأس المال الأجنبي من خلال تقليل وتبسيط إجراءات التسجيل، ومشاكل دفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى رفع القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي من قبل ولاية نيويورك من طرف شركات التأمين، مما أدى إلى زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل ما يلي:¹

1- سياسات الإصلاح الاقتصادي:

طبقت معظم الدول النامية سياسات لإصلاح اقتصادها بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق الأوراق المالية، هذا وتهدف هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذلك تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف.

2- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:

إن معدلات النمو المرتفعة التي حققتها الاقتصاديات الناشئة، تعد من العوامل المهمة التي أدت إلى تشجيع الاستثمار بأسواقها، إذ تمكنت دول نامية مثل تايلاندا، كوريا واندونيسيا في تحقيق معدلات نمو اقتصادية أعلى من معظم الدول الصناعية المتقدمة، لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الاستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل، ونظرا للتغيرات التي طرأت في مجال تحرير التجارة الدولية بعد اتفاقية جولة الأورغواي 1993، وما تمخض عنها من زيادة تحرير التجارة الدولية، فإنه من المتوقع أن تحقق عدد من الاقتصاديات الناشئة معدلات نمو أعلى من الدول المتقدمة نظرا لمتنع هذه الدول بانخفاض في تكاليف الأجور مع زيادة سريعة في الطلب المحلي، ولذلك فإن زيادة حجم الاستثمارات بها من خلال أسواق أوراقها المالية سوف يساعد على زيادة قدرتها على المنافسة في الساحة الدولية.

لهذا يتوقع بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية، عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية وهذا بفضل معدلات النمو التي سجلتها، والتي تتراوح بين 5% و8% سنويا، لهذا أصبحت تلك الأسواق تشكل بيئة جد ملائمة تمكن المستثمرين تحقيق أرباح مؤكدة.

3- إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:

¹ - عمر صقر، مرجع سابق، ص ص 116 - 117.

إن حركة الإصلاح التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الناشئة، ساعد على نمو سريع لأسواق الأوراق المالية بها، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال صكوك مالية جديدة، وتبسيط إجراءات قيد الشركات وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات.

فمثلا ألغت الحكومة الهندية مكتب مراقبة حسابات إصدارات رأس المال، وسمحت للشركات بتحديد سعر وتوقيت الإصدارات الجديدة، بما في ذلك إصدارات الأسهم في الخارج.

كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على القوانين واللوائح المتعلقة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين المحليين وكذا الأجانب في الأسواق الناشئة.

وتساهم عملية الخصخصة في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساهمت خصخصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990 في زيادة حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت مضى¹.

المطلب الثالث: مكانة الأسواق الناشئة ضمن التنوع الدولي

لقد انعكس هذا التطور الكبير في اقتصاديات البلدان الناشئة بشكل إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال الدولية إليها مع بداية التسعينات من القرن العشرين، حيث أصبحت قطبا هاما لجذب الاستثمارات الدولية . بمختلف أشكالها، وهذا الانطلاق في العمليات مع الأسواق الناشئة يمكنه في الحقيقة أن يوضح إمكانية التحكم في أزمة المديونية المشهورة، إذ أصبح بإمكان هذه الدول أن تقلص من لجوئها إلى الاقتراض الحكومي من الجهات الرسمية أو الخاصة، من خلال فتح أسواقها أمام تدفق رأس المال الأجنبي الخاص في شكل استثمارات أجنبية سواء مباشرة أو في الحافظة المالية.

و للتوضيح و الفهم أكثر سنتطرق للنقاط التالية:²

الفرع الأول: تصاعد دور الأسواق الناشئة

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 166.

² - حازم المرشدة، التكامل المالي في أسواق الأسهم الناشئة بالشرق الأوسط وشمال أفريقيا .رسالة دكتوراه، جامعة و لنجونج أستراليا، 2006، ص 46.

شغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينات، وأخذت الاهتمام الكبير، حتى بعد تعرضها للأزمة المالية في أواخر تلك العشرية من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الخاصة، والتي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53,2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ثم 202.7 مليار دولار في 1997 مع عودتها إلى الاقتراض الحكومي (الرسمي) مع انتقال آثار عدوى الأزمة المكسيكية في 1995. ولقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا (47%) و أمريكا اللاتينية (38%) كأقطاب رئيسية، بينما تنقسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية (15%)، وعلى العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلة إلى الأسواق الناشئة، إنما تعكس مدى فعالية الاقتصادية والمالية لهذه الأسواق، وليست هنالك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي والمحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة، فلاحظ تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى

الأسواق الناشئة أصبح يمثل بشكل كبير قواعد و أسس العولمة المالية الجديدة.

الفرع الثاني: تنامي عناصر جذب الاستثمار

إن النظرة المستقبلية والتوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة، وحتى بعد الأزمة التي أصابها في 1997، استطاعت بفضل توقعات النمو فيها، أن تستعيد نشاطها، فهذه العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، وضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى في نفس الوقت، بالإضافة لسياسات الانفتاح الموسعة التي اتبعتها سلطات هذه البلدان، كل هذه العوامل ساعدت في إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم، وفي وضع الأسس الجغرافية - المالية الدولية - وتبني نظريات الاستثمار الدولي عادة على التحليل ذي بعدين (مخاطر - عوائد)، فهي بأسلوب أبسط تقوم على المقارنة بين العوائد المتوقعة للاستثمار والمتمثلة أساسا في مخاطر البلدان في حد ذاته، و تنتوع هذه المخاطر من سياسية و مخاطر السيادة و مخاطر الصرف، بالإضافة إلى التذبذب وفي جميع الأحوال يعتبر هذا الثنائي التقليدي أهم محرك لعملية التوزيع الدولي.

وتتميز الأسواق الناشئة - رغم المخاطر الاستثمار فيها - بالعوائد المرتفعة، وهذا يمثل أهم عنصر جاذب للاستثمار الدولي، و ارتفاع معدلات النمو فيها يشكل مؤشرا فعالا في عملية بناء أهداف واستراتيجيات المستثمرين، كما أنها تحمل توقعات متفائلة عن مستقبل هذه الأسواق، فمثلا في 1996، قدر البنك الدولي أن معدل النمو السنوي في البلدان المتقدمة يصل إلى 2.7% خلال فترة 1994 إلى 2009 مقابل 4.8% في البلدان الناشئة بشكل عام، أي الضعف تقريبا ومع النشاط الكبير الذي شهده القطاع الخاص في الاقتصاديات الناشئة، والدعم المقدم له من قبل الحكومات في إطار التحويلات الهيكلية لهذه الاقتصاديات، زاد إقبال رؤوس الأموال الأجنبية: استثمارات مباشرة، استثمارات المحافظ المالية

والقروض البنكية وكل التدفقات الأجنبية والتي تتبع تلك الإصلاحات والتغيرات الاقتصادية وخاصة التي تتعلق بقوانين الاستثمارات وكذلك مكانة القطاع الخاص¹.

ولقد أصبح الآن بإمكان هذه الأسواق الناشئة أن تستحوذ على حصص متزايدة من الإنتاج العالمي ، من خلال موقعها الجغرافي وعدد سكانها وثرواتها الطبيعية ، ويمكن أن تصل إلى معدل نمو حوالي 6% مع التطور الملحوظ للقطاع الخاص ، ونظام اقتصاد السوق المبني على الحرية الاقتصادية ، وهذا يعني أن الاقتصاد الواعد بالنمو الاقتصادي مع الاستقرار السياسي يشكلان عوامل النجاح بالنسبة للأسواق الناشئة لجذب الاستثمارات الدولية إليها ، وتعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما يتعلق بسياساتها اتجاه الاستثمارات. وعموماً يمكن القول إن انفتاح الأسواق المالية الناشئة للاستثمار الأجنبي ، ومحاولة توفير كل عوامل الجذب لهذه التدفقات المالية ، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى وربما تعتمد في ذلك على ميزات العوائد المرتفعة ، وهذا معناه أن الأسواق الناشئة – ومن أجل اندماجها المالي في الحركة العالمية – دفعت ثمننا لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب .

الفرع الثالث: عدم الارتباط في العوائد مع الأسواق المتقدمة

ويستخدم هذا المفهوم في تحليل مخاطر المحفظة المالية ، حيث يعتبر بعض المحللين الماليين أن عدم ارتباط العوائد بالأسواق المتقدمة يلعب دوراً مهماً في نجاح الاستثمارات في الأسواق الناشئة ، ويقصد بعدم الارتباط هنا ضعف معامل الارتباط بين العوائد على الأسواق المتقدمة والعوائد على الأسواق الناشئة ، بمعنى أن أي تغيير في عوائد الأسواق المتقدمة لا يؤدي بالضرورة إلى التأثير على عوائد الاستثمار في الأسواق الناشئة وهذا الارتباط الضعيف جداً يترجم من جهة نظر هؤلاء المحللين بأنه يوجد أرباح محتملة من وراء عملية تنويع المحفظة في الأسواق الناشئة . ولما كان المستثمر الدولي يبحث عن أفضل تشكيلة لمحفظته المالية والوصول إلى أفضل العوائد بأقل المخاطر وحسب المختصين في هذا الميدان من خلال الخبرات المتراكمة لديهم فإن تشكيل محافظ مرجحة بأوراق مالية على الأسواق الناشئة يمثل درجة ضعيفة من المخاطر من تلك المرجحة بأوراق مالية في أسواق البلدان الصناعية².

¹ - محمد عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال الناشئة و أثارها على المتغيرات الاقتصادية دراسة تطبيقية مقارنة على كل من (مصر ، إسرائيل، تركيا)، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة عين شمس، مصر، 2002، ص ص 49 51.

² - هالة السعيد حلمي، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، رسائل البنك الصناعي، العدد 62، سبتمبر 2000.

المطلب الرابع: أهمية الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الناشئة

ظهرت الأسواق المالية الناشئة استجابة للطلب المحلي على رؤوس الأموال و كذا نتيجة لرغبة العديد من المستثمرين المحليين و الأجانب لاستثمار أموالهم في الدول الأقل نموا حيث أثبتت عمليات الإصلاح في الدول النامية إلى جانب عوامل أخرى، حدوث تدفقات مالية ضخمة لمجموعة من الدول النامية كانت عاملا مهما لنموها.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الأجنبي و أشكاله

تعددت التعاريف المتعلقة بالاستثمار الأجنبي و أشكاله و فيما يلي نحاول عرض التعاريف الخاصة به و التعرف على بعض أشكاله.

أولاً: تعريف الاستثمار الأجنبي

- يعرف رأس المال الأجنبي حسب التعريف القانوني بأنه: النقود والأوراق المالية والتجارية والآلات المعنوية المملوكة لأشخاص طبيعيين أو معنويين، لا يتمتعون بجنسية البلد المضيف.
- أما التعريف الاقتصادي، فهو: كل الأموال الموجودة خارج المنظومة الاقتصادية المحلية بغض النظر عن ملكيتها سواء كانت ملكية وطنية أو أجنبية¹.
- يعرفها البعض الآخر: على أنه عبارة عن كل استخدام يجرى في الخارج لموارد مالية يملكها بلد ما من البلدان².

ثانياً أشكال الاستثمار الأجنبي:

نفرق بين نوعين من الاستثمار الأجنبي³:

1. الاستثمار الأجنبي المباشر: وفقا لهذا النوع القائم به له حق إدارة المشروع سواء المشاركة جزئيا أو بالإشراف الكامل و ذلك تبعا لأشكاله.

¹ - بندر بن سالم الزهراني، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، رسالة الماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 26.

² - فارس فضيل، أهمية الاستثمار الأجنبي في الدول العربية مع دراسة مقارنة: (الجزائر، مصر، السعودية)، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص 4.

³ - الطاهر موسى عطية، إدارة الأعمال الدولية، دار النهضة العربية، ط2، مصر، 2001، 163.

2. الاستثمار الأجنبي غير المباشر: القائم به لا يحق له إدارة أو رقابة المشروع الذي أنجز عن طريقه سواء كان الاستثمار في الأوراق المالية أو الأشكال الأخرى له.

الفرع الثاني: العوامل المساعدة على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى أسواق رأس المال

تنقسم العوامل المحددة لتدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق الناشئة في مجموعتين¹:

أولاً: العوامل الخارجية (عوامل الدفع): و أهمها:

1. انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية (خاصة السوق الأمريكي):

حدث في بداية التسعينات انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل في معظم الدول المتقدمة نتيجة للتخفيضات الكبرى في أسعار الخصم التي أجرتها السلطات النقدية في العديد من هذه الدول (كما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية من تخفيض لخدمة الدين الخارجي على الديون ذات أسعار الفائدة المعومة)، ذلك بهدف تنشيط الاستثمار ورفع معدل النمو أو المحافظة على بقائه عند مستوى مرتفع دون التأثير بالاتجاهات الانكماشية الناتجة عن الأزمات المالية الدولية، و قد نتج عن انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل انخفاض العوائد على الاستثمارات الأخرى، ففي الولايات المتحدة الأمريكية كانت سنة 1989 أسعار الخصم 7% و تراجعت لتصل سنة 2011 إلى 0.75%.

و نتيجة انخفاض العوائد على الاستثمار في الأسواق المتقدمة إلى اتجاه المستثمرين بتلك الدول للتحويل إلى مصادر استثمار بديلة للحصول على عوائد أعلى، و قد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظراً لما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة.

2. التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة:

قامت العديد من الدول بغية تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية بإجراء تعديلات و استحداث تشريعات بهدف تخفيض تكلفة المعاملات في أسواقها و وصول مقترضى الدول النامية إلى أسواقها المالية في الدول المتقدمة، و قد نتج على تلك التغيرات حدوث تغيرات في المناخ الاستثماري بأسواق تلك الدول. فقد قامت الدول المتقدمة بتقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية المصدرة من طرف الأجانب لجذب المزيد من تلك الاستثمارات، كما تم تبسيط معايير التقييم المتعلقة بإصدار السندات في السوق الياباني، و في الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت

¹ - بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013، ص ص 190-191

المادة(44أ) و التي تسمح لمصدري الأوراق المالية للأجانب سبل أسهل للوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية و إجراءاتها في تسجيل كل الأوراق المصدرة، و قد ترتب على ذلك زيادة استثمارات هذه الشركات في أسواق الأوراق المالية الناشئة.¹

3. زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية:

إن زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية يترتب عنها تقليل درجة المخاطر، و تظهر أهمية الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي في محفظه الأوراق المالية خصوصا لمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، مثل صناديق المعاشات، شركات التأمين، حيث أن تلك المؤسسات تستوعب نصيبا متزايدا من الادخار العالمي، فأصبح يفضل المستثمرون ذو الطابع المؤسسي في الدول المتقدمة التي تعادل استثمارها 9.1% من أصولها الاستثمار في أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة بمعدل 4.8% من أصولهم.

ثانيا: العوامل الداخلية (عوامل الجذب): و هي متكونة من عاملين اثنين:

1. عوامل الجذب المتعلقة باقتصاديات الدول الناشئة:

و تتعلق هذه العوامل بالدور الذي يمارسه الأداء الاقتصادي في التأثير على مستوى النمو المالي و بالتالي على تطور سوق الأوراق المالية و يتمثل فيما يلي:

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات نمو مرتفعة، حيث في العشر سنوات الأخيرة تباينت الفروق بين الدول المتقدمة و الدول الناشئة فيما يخص معدلات النمو الاقتصادي فقد جاءت لصالح الدول الناشئة و لذا عززت قدراتها في جذب المستثمر الأجنبي.
- إتباع سياسة الخصخصة: إن اتجاه دول الأسواق الناشئة إلى انتهاج لخصخصة أصول شركاتها أدى إلى زيادة المعروض في هذه الأسواق و تنويعها، و هو ما أتاح فرصا للمستثمرين المحليين و الدوليين لاقتناص الفرص فيها، و بالتالي أدى إلى نمو هذه الأسواق و رفع قيمة التعاملات بها بمعدلات مرتفعة و جعلها تجذب كثيرا من الاستثمارات في أسواق رأس المال.
- انخفاض معدلات التضخم: إن خفض معدلات التضخم يعتبر واحد من أهم الأهداف التي سعت برامج الإصلاح الاقتصادي بالدول النامية إلى تحقيقها نظرا لما في ذلك من آثار ايجابية على الاقتصاد الكلي.

¹ - عيد المطلب تدوي، مرجع سابق، ص 84.

- استقرار أسعار الصرف: هناك علاقة عكسية بين تقلبات أسعار الصرف و بين تدفقات الاستثمار الأجنبي بصفة خاصة الاستثمار الأجنبي و إلى تدفق المزيد من الاستثمار الأجنبي.

2. عوامل الجذب المتعلقة بأسواق رأس المال:

و من أهم هذه العوامل:

- ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي: و في بعض الأحيان يفوق حتى معدل النمو في الأسواق المتقدمة، و هذا يعود لاهتمام المستثمرين الأجانب بالفرص المتاحة بهذه الأسواق.
- ارتفاع معدل نمو قيمة التداول: وهذا راجع لحيازة المستثمرين أصول مالية مصدرة في هذه الأسواق.
- ارتفاع عوائد الاستثمار و الأرباح: و تتميز الأسواق الناشئة العوائد على الأصول المتداولة بها عن العوائد التي يتحقق بالأسواق المتقدمة، و نفس ذلك بارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة نتيجة أن هذه الأسواق تتسم بالحساسية و التقلبات، و أيضا لعدم توافر كفاءة نظام المعلومات بها، لهذا لا يقبل المستثمرون على الاستثمار بهذه الأسواق إلا عند تقديم عوائد مرتفعة على الاستثمار.

الفرع الثالث: مخاطر الاستثمار الأجنبي على الأسواق الناشئة:

إن لسوق الأوراق المالية الناشئة لها أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية لهذه الدول، إلا أنها تحمل معها مخاطر أهمها:¹

أولاً: انخفاض في قيمة العملة:

قد يحدث انخفاض في قيمة العملة ربما نتيجة مضاربة مصرفية أو نقدية يقوم بها الأجانب، أو قد تكون نتيجة لانخفاض في أسعار بعض سلع التصدير الرئيسية أو ارتفاع في بعض أسعار سلع الاستيراد الرئيسية، و هو ما يترتب عليه انخفاض في تدفقات رأس المال إلى الداخل و يؤدي ذلك الأمر إلى دفع المستثمرين في أسواق رأس المال إلى تحويل أموالهم خارج البلاد و قد يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع الأصول المحلية التي يملكونها و يشترون بحصيلتها عملة أجنبية.

ثانياً: ارتفاع أسعار الفائدة العالمية:

تثير الزيادة في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية احتمال وقوع أزمة مصرفية، و ذلك لعدة أسباب أهمها:

¹ - محمد عبد المطلب بدوي، مرجع سابق، ص 87.

- يتعين على المصارف في البلدان النامية أن ترفع أسعار فائدها حتى تحافظ على استثمارات مستثمرين البلدان الصناعية الذين يستطيعون تحقيق عوائد أعلى في بلدانهم حينئذ، و يتم تحميل التكاليف على عاتق المقترضين المحليين، مما يزيد من احتمالات الإعسار.
- قد تلحق هجمات المضاربة أضراراً جسيمة باستقرار النظام المصرفي للبلد النامي و تحدث هجمة المضاربة على نقد ما عندما يحول المودعون الأجانب و المحليون أموالهم فجأة من المصارف المحلية إلى نقد أجنبي، و نتيجة لذلك يواجه النظام المصرفي في كثير من الأحيان تدافعا على سحب الإيداعات، و تحدث هذه الهجمات نتيجة لتلقي المستثمرون معلومات تؤثر على جاذبية الإبقاء على أموالهم داخل البلد.
- إن الزيادات في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية تخلق أزمة للاقتصاد الكلي حيث تتلاك الشركات عاجزة عن سداد قروضها لمصارف المحلية علاوة على المصارف الأجنبية، و يؤدي الرفع في أسعار الفائدة البلدان إلى انخفاض قيمة أسعار الصرف في البلدان النامية، بحيث يحتاج المقترضون المحليون إلى مزيد من النقد المحلي لتسديد ديونهم بالنقد الأجنبي.

ثالثاً: عدوى انتقال أزمة من دولة إلى الدولة المستثمر فيها الأموال:

تنتقل العدوى المالية بعدة أسباب فقد تبدأ سلسلة الأحداث ببلد يشهد خفضاً في قيمة عملته، و بالتالي يصبح من الأرخص على المستهلكين الأجانب أن يشتروا صادرات هذا البلد من البيع، و تجد البلدان الأخرى التي تصدر نفس السلع في موقف تنافسي، و عندئذ تتعرض البلدان الأخيرة لضغوط تخفيض سعر صرفها.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال تطرقنا في هذا الفصل للإطار النظري للأسواق المالية، استطعنا الخروج ببعض المفاهيم و تقديم فكرة شاملة عن ماهية الأسواق المالية، من حيث مفهومها و وظائفها، وتم عرض الخصائص المميزة لها، و العوامل التي تؤدي إلى نجاح السوق المالي والتي تم تصنيفها إلى عوامل موضوعية وأخرى شكلية لها تأثير في إنجاح السوق، كما أن هناك شروط لتكوين وإنشاء أي سوق مالي لا بد من توافرها، وتم التطرق إلى تقسيمات السوق المالي المختلفة والتي تنقسم إلى سوق النقد و سوق رأس المال و هذه الأخيرة بدورها تتمثل بالأساس في سوق الأوراق المالية التي تجتمع بها الطالبون و العارضون للأموال، فهي القناة التي تيسر تدفق الأموال من الفئات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الفئات الاقتصادية التي تعاني العجز المالي، في وجود لوسطاء ماليين كحلقة وصل بين المستثمرين و المدخرين، و توفر لأنواع مختلفة من أسواق الأوراق المالية منها المنظمة "بورصات" و غير المنظمة، وأسواق غير منظمة، و مصنفة إلى عدة تصنيفات بحسب معايير معينة، مما ساعدها على زيادة جذبها للمستثمرين، و إقبال الأفراد و الشركات على ادخار أموالهم، و هذا إضافة لتمييزها بخصائص لا تتوفر في غيرها من الأسواق، و قيامها بوظائف عديدة أدت بالثقة فيها أكبر.

كذلك تطرق الفصل إلى أنواع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المنظمة والتي غالباً ما تكون من أسهم عادية وممتازة وسندات طويلة الأجل أوراق مالية قابلة للتحويل وأوراق مالية تصدرها الحكومة.

و في الأخير و هو المبحث الثالث الذي تناولنا فيه الأسواق المالية الناشئة .

الفصل الثاني

الإطار النظري لكفاءة

الأسواق المالية الناشئة

تمهيد:

تقوم الأسواق المالية بدور كبير في تمويل التنمية في جميع الدول لاسيما النامية منها؛ وذلك لما تقوم به من جلب رؤوس الأموال خاصة الأجنبية في ظل التحرير المالي وذلك لما توفره الأسواق الناشئة من فرص غير متاحة في مثيلاتها المتقدمة؛ وذلك في ظل ارتفاع مخاطر التمويل بالاستدانة كأزمة المديونية بالمكسيك مما دفع بالدول المتقدمة إلى فرض شروط ذات تكلفة مرتفعة على الدول ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة، ففي ظل هذه الظروف سارعت العديد من الدول إلى تنمية أسواقها المالية بغية توفير بديل لتمويل التنمية عن التمويل بالاستدانة من خلال جلب رؤوس أموال أجنبية؛ ولقيام هذه الأسواق بالدور المنوط بها لا بد أن تتوفر هذه الأسواق المالية على الشرط الرئيس وهو توفرها على الكفاءة.

بعد تناولنا لحقيقة الأسواق المالية، وأهميتها ودورها في تنمية الدول وخصوصا الدول الناشئة؛ بات من الضروري التحدث عن كفاءة هذه الأسواق، لأن أي انهيار في هذه الأسواق يسبب تبعات جسيمة على اقتصاديات تلك الدول، و يصبح بمثابة مصدر لتدمير الثروة والتوزيع غير العادل للدخل بين أصحاب المصالح خاصة في ظل العولمة المالية، كما يرجع بالاقتصاد خطوات ومراحل عديدة إلى الوراء؛ ومن ثم عرقلة مراحل الإصلاح والتنمية. و قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول ستعرف فيه إلى مدخل لكفاءة السوق المالية الناشئة من مفهوم و متطلبات و خصائص، أما المبحث الثاني فسلط الضوء على مستويات كفاءة الأسواق المالية الناشئة و مؤشراتهما، و المبحث الثالث خصصناه للعوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي الناشئ.

المبحث الأول: مدخل لكفاءة السوق المالي الناشئ:

توجد عدة أدوات مختلفة لضبط إيقاع النشاط الاقتصادي لكل من انتظام الرأسمالي والنظام الاشتراكي ففي الأنظمة الاشتراكية تعتمد على المخطط المركزي بينما في الأنظمة الرأسمالية تحل الأسواق المالية محل المخطط المركزي، فيفضل تلك الأسواق بتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة للاستثمار غير أن نجاح الأسواق في أداء تلك المهمة مرهون بكفاءتها.

فمن الضروري التعرض لمفهوم كفاءة أسواق المال الناشئة الذي سيخصص لها المطلب الأول ويتبعه المطلب الثاني يتعرض متطلبات السوق المالي الناشئ الكفاء وكل ذلك قبل أن نتناول خصائص كفاءة السوق المالي الناشئ التي سيخصص لها المطلب الثالث.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية الناشئة

يوصف الأداء الجيد لسوق المالي في أغلب الأحيان بعبارة بالأسواق المالية الكفوءة، هذا المصطلح الذي شاع استخدامه لتحليل قدرة الأسواق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها و حسن استخدام مواردها، سنحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء عليه من خلال: تعريف الكفاءة بصفة عامة، مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ، شروط كفاءة السوق التامة.

الفرع الأول: تعريف الكفاءة

لكي يتسنى لنا استقراء مفهوم دقيق للكفاءة نورد فيما يلي التعاريف التي تناولت هذا المصطلح:

يقصد بالكفاءة "الاستخدام الرشيد للموارد المتاحة و الذي يحقق اقل مستوى للتكلفة دون التضحية بوجود مخرجات المؤسسة"¹ و هو ما يعرف بكفاءة التكلفة أي قدرة المنشأة على تخفيض نفقاتها من أجل حجم معين من المخرجات.²

– كما تعرف الكفاءة على أنها: "نسبة المخرجات الفعلية (المحققة) على المخرجات القياسية أو المخططة"³.

¹ – ثابت عبد الرحمن إدريس، كفاءة وجود الخدمات اللوجستية: مفاهيم أساسية و طرق القياس و التقييم، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 145.

² – علي السلمي، إدارة الأفراد و الكفاءة الإنتاجية، ط3، مكتبة الغريب، القاهرة، بدون سنة النشر، ص22.

³ – نبيل إبراهيم محمود، تحليل التغيرات الاقتصادية: الإنتاجية و الكفاءات، دار البداية، الأردن، 2008، ص 65.

– كما تعبر الكفاءة عن الاستخدام العقلاني و الرشيد في المفاضلة بين البدائل و اختيار أفضلها بشكل يسمح بتقليل التكاليف أو تعظيم الربح إلى أقصى درجة ممكنة، و يكون ذلك عند اختيار أسلوب عملي معين للوصول إلى هدف معين، إذن الكفاءة بهذا المعنى تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة و الوقت و الربحية.¹

من خلال ما سبق يمكن استنتاج أن الكفاءة تعني: قدرة المؤسسة على تحقيق زيادة في الإنتاج و تقليل التكاليف، بمعنى حسن استغلال الموارد المتاحة من أموال و قوى بشرية و تجهيزات الإنتاج أي رفع إنتاجية الموارد المتاحة من حيث المردود الكمي و النوعي و بأقل نفقات ممكنة.

الفرع الثاني: مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ

يعتبر الاقتصادي الشهير بول "سامويلسن" Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية و علاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد و عدم الواقعية.²

فالسوق الكفوة هي التي يعكس سعر السهم فيها كافة المعلومات المتاحة عنها مهما كانت هذه المعلومات سواء تمثلت في القوائم المالية أو في معلومات تبنيتها و سائل الإعلام أو في التسجيل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية³، أو قد يكون مصدر المعلومات أيضا في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.⁴

وانطلاقا مما سبق الذكر يمكن القول أنه في ظل السوق الكفوة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية (العادلة أو الذاتية)، التي ينتج عنه عائد يعوض المستثمر عما ينتج عليه الاستثمار في ذلك

¹ - عبد الرحيم شبيبي و بن بوزيان جازية، تقييم كفاءة أداء النظام المصرفي، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية و الاقتصادية، بشار الجزائر، 24-25، 2006، ص 1.

² Elory Dimson and Massoud Musssavian, A brief History of Market efficiency, WP Published in European Financial Management, London Business Schools Vol.4N1, March 1998, P 91.

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 79، ديسمبر 2004، ص 65.

⁴ - محمد عثمان مصطفى، نموذج مقترح لمعلومات العوائد المالية في ظل فرضية السوق الكفاء، مجلة التجارة و التمويل، العدد الثاني، جامعة طنطا، 1995، ص 10.

السهم من مخاطر¹، أي بالأحرى تكون القيمة السوقية للسهم متمثلة في القيمة الحالية للمداخل المستقبلية الناحية عن امتلاك السهم مخصومة بمعدل عائد يكفي بتعويض المستثمر عن المخاطر².

السعر العادل: وهو القيمة المحورية لسعر الورقة المالية حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينتج عليه الاستثمار في الورقة المالية من مخاطر.

يتضمن السوق المالي أنواعا مختلفة من المستثمرين وذلك حسب درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال وتتمثل في:

- أ. المستثمرين قليلي الخبرة وتمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا على الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية.
- ب. المستثمرين المحترفين وهم الذين لهم قدر عال من الخبرة وتحتل تصرفاتهم ضغطا إيجابيا على الأسعار في اتجاه القيم المحورية.

ونتيجة هذا التفاوت بين المستثمرين من حيث الخبرة فإنه يكون من المتوقع وجود انحراف بين القيم السوقية للورقة المالية والقيم المحورية لها وبالتالي يصبح بإمكان بعض المستثمرين بتحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين أي أرباح المستثمرين المحترفين على حساب أرباح المستثمرين قليلي الخبرة وتكون عادة هذه الظاهرة في حالة ما إذا كانوا حملة الأوراق المالية للمؤسسات التي يعملون فيها هم المديرون وكبار المتعاملين. حيث يتوافر لهؤلاء قدر كبير من المعلومات والبيانات السرية التي بواسطتها يحققون أرباح غير عادية على حساب غيرهم من المستثمرين التي لم تصل لهم تلك المعلومات بالقدرة الوقت المناسبين³.

لكي يكون السوق كفؤا يجب أن يتوفر عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء وبسبب هذا الاعتقاد يحتمل أن يسعى كل واحد منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها وهو ما يؤدي إلى

¹ - نصيب رجم و عبد الواسع الدقاف، أثر الإعلان عن التقارير المالية السنوية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية: دراسة حديثة على سوق عمان للأوراق المالية، بحث قدم خلال الملتقى الدولي حول السوق المالي بين النظري و التطبيق، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة عنابة، أكتوبر 2008، ص1.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص6.

³ - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص24.

تغير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمتها الحالية (الحقيقية) وعندها يتحقق للسوق المعني الكفاءة المطلوبة ومنه لا تتحقق أرباح غير العادية التي كان يسعى إلى تحقيقها.¹

- يمكن أن نقول أن كفاءة السوق المالية تكون بعد تحقيق الأهداف التالية:²

○ التخصيص الأمثل للموارد.

○ التقييم الدقيق للمبادلات.

○ تقديم خدمات بأقل تكلفة.

الفرع الثالث: شروط كفاءة السوق التامة:

تلعب السوق المالية في ميدان الحياة الاقتصادية دورا مهما لها، إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية، والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد ولها دورا حيويا في خدمة التمويل والاستثمار، ولإنشاء سوق مالية فعالة لا بد من توافر الشروط التالية:³

- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، وتعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.
- نشاط متنوع لمؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها منها وتعبئة المدخرات وتوليد الاستثمارات.⁴
- توفر مناخ استثماري ملائم ويقصد به مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتفتحه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، وبالتالي فإن المناخ الاستثماري

¹ - منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة توزيع المعارف بالإسكندرية، مصر، 1995، ص 14.

² - J. Jeulie et topsa calian, finance, Edition Vuibert paris, p75.

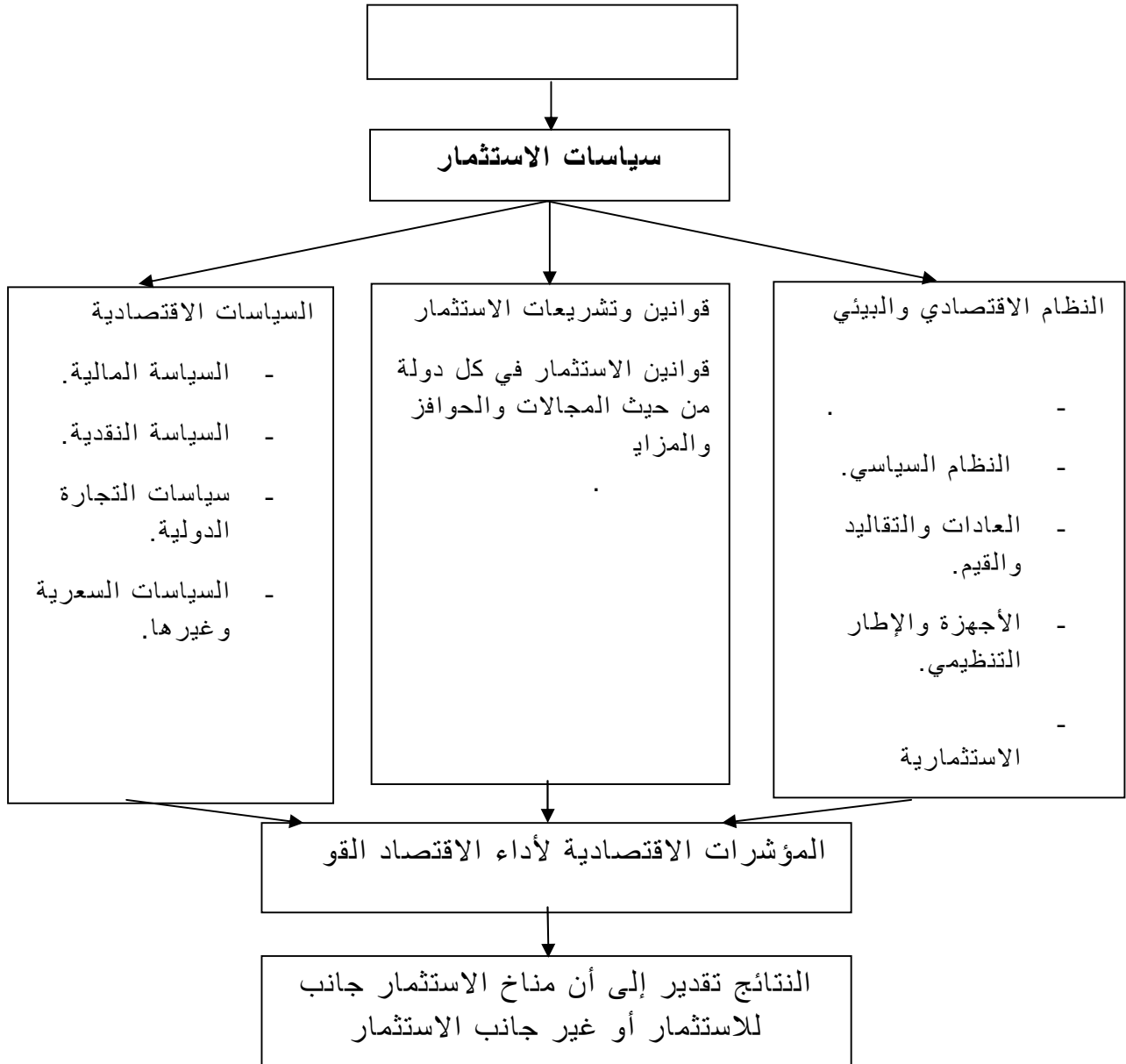
³ - دريد آل شبيب و عبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي- حالة شركة وورلدكم الأمريكية- ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع، كلية العلوم الإدارية و المالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، أيام 15—16/03/2005، ص ص 15-16.

⁴ - أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 264.

ينطوي على مجموعة من المكونات والمقومات والأدوات والمؤشرات التي تشير في مجموعها إلى ما إذا كان هناك تشجيع للاستثمار أو عدمه.¹ (الشكل رقم 12).

- انعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب وعدم وجود قيود كمية للمعاملة (الأوامر) مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.

الشكل رقم (12): مناخ الاستثمار وسياساته:



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص391.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص319.

- و عليه فيجب توفر الشروط التالية لكي نستطيع أن نقول أن السوق يتمتع بالكفاءة و هي كالآتي:
- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية
 - Informationly efficient وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنح هذه الكثرة الاستثمار أو الهيمنة لأحدهم على السوق
 - ويصبح المستثمرين أقرب إلى متلقي السعر ¹. prise taker
 - توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن السوق من القيام بدورها.
 - توافر التقنية المناسبة المتمثلة في شبكة اتصالات متقدمة وشبكة الكترونيات متطورة لربط الأسواق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.
 - المرونة: وهو الاتسام بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين وأيضا تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء، لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليما.
 - توافر الإفصاح والعلائية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها في نشرة مكتوبة، وحتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور الشركات يجب على هذه الشركات أن تلتزم بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافة عن مشروعاتها، وبما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم وبيعت الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.²
 - انخفاض تكلفة المعاملات يؤثر على تكلفة القرار الاستثماري، بحيث أن ارتفاعها يؤدي إلى الحد من التوسع في الاستثمار.³
 - وجود الاستمرارية والتنظيم فيها فلا بد أن تكون البورصة سوق مستمرة.
 - وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر ومحاسبة من عن ذلك الإطار القانوني.

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص 281-282.

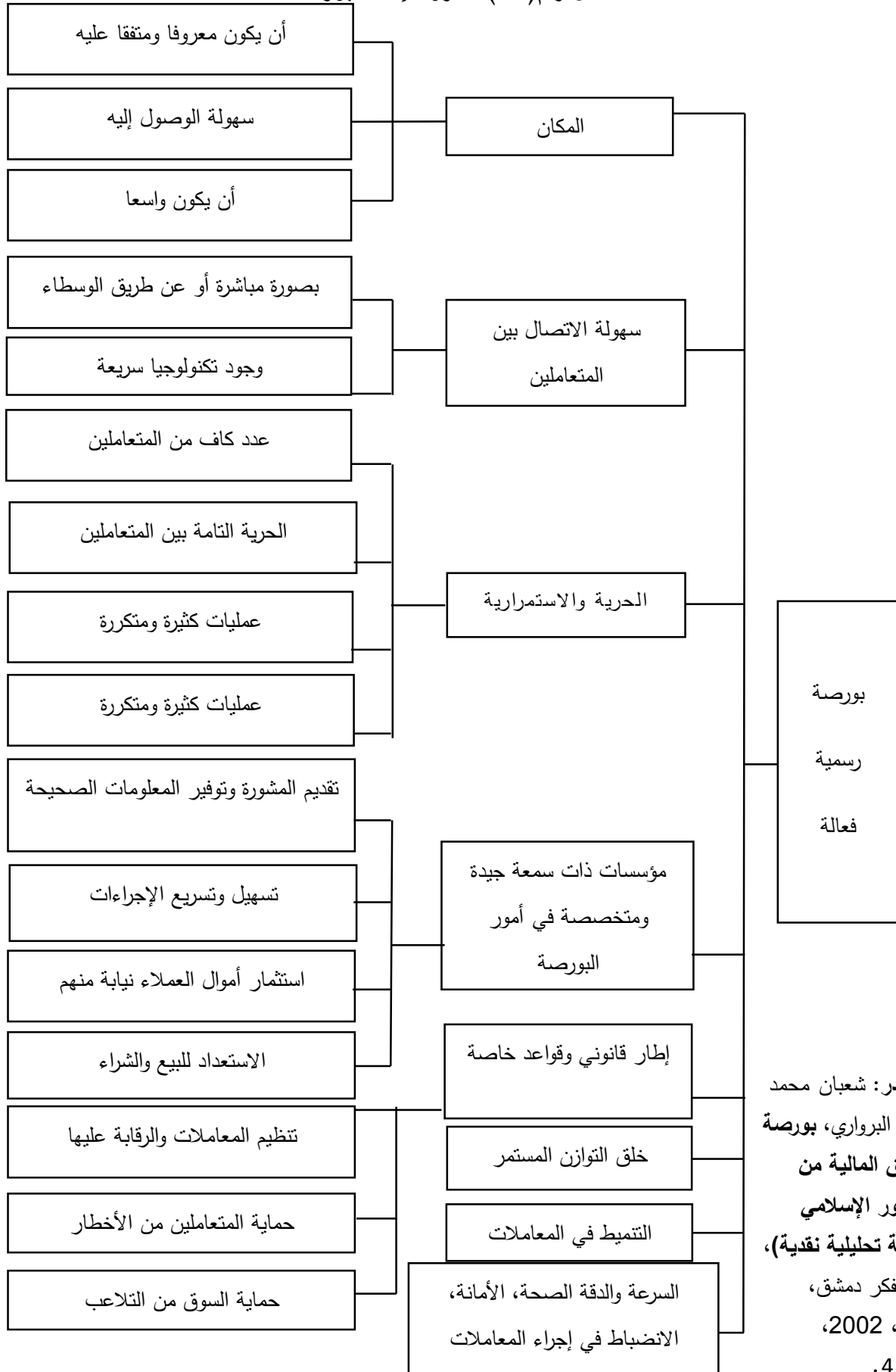
² - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص ص 21-22.

³ - إيهاب توفيق دسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية الإسكندرية، مصر، 2000، ص 28.

- النمطية وذلك بجعل العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد (Standardization)، والتميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.
- وتقاس عادة فاعلية أية بورصة بالمقاييس الآتية:¹
1. مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.
 2. مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.
 3. مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسري.
- والشكل الموالي رقم (13) يوضح شروط إقامة بورصة فعالة:

¹ - شعبان محمد إسلام البر واري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر دمشق، سوريا، 2002، ص ص 41-43.

الشكل رقم (13): شروط إقامة بورصة فعالة.



المصدر: شعبان محمد
إسلام البروراي، بورصة
الأوراق المالية من
المنظور الإسلامي
(دراسة تحليلية نقدية)،
دار الفكر دمشق،
سوريا، 2002،
ص 40.

المطلب الثاني: متطلبات السوق المالية الكفوة الناشئة

وفقا لمفهوم السوق الكفاء فإنه يضمن تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية، ومن خلاله يمكن إدراج أقسام السوق المالي الكفاء من حيث التخصيص الكفاء للموارد المالية و من حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي.

الفرع الأول: كفاءة التسعير (الخارجية): price efficiency : يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويعني بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير وهذا ما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وكذلك تصل المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وهذا يعني أن الفرصة متاحة وأن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة وهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات¹، بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادية fair game marte فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد تتحقق أرباح غير عادية في هذا السوق الأمر غير مستحيل وذلك قد يتلقى مستثمر عديم الخبرة أو المستثمر الكسول بخسائر فادحة وذلك راجعا لدخوله للسوق دون تحليل للمعلومات المتاحة وهذا لا يعني أن السوق عديم الكفاءة بل يرجع ذلك لكسل وجهل المستثمر ذاته للمعلومات المتاحة.²

الفرع الثاني: كفاءة التشغيل (الداخلية) opertional efficiency :

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العمولات للوسطاء الماليين دون أن تباح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مغالي فيه.³

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001 ، ص191.

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص198.

³ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص205.

الفرع الثالث: الكفاءة الكاملة

ويقصد بالكفاءة الكاملة أن السوق المالي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم أي حدوث استجابة فورية للسعر السهم نتيجة تلك المعلومات التي قد تكون معلومات سارة أو غير سارة، هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر أو آخر على تلك المعلومات ومنه لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.¹

و عليه تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:²

- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.
- تمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.
- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية وهذا يجعل جميع توقعات المحليين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات.
- تهييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.³

الفرع الرابع: الكفاءة الاقتصادية

ونقصد بالكفاءة الاقتصادية هي مدى تأثر السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة وهذا يحفزه نحو الدخول في تنافس للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف.

¹ - عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص 236.

² - درير كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 206.

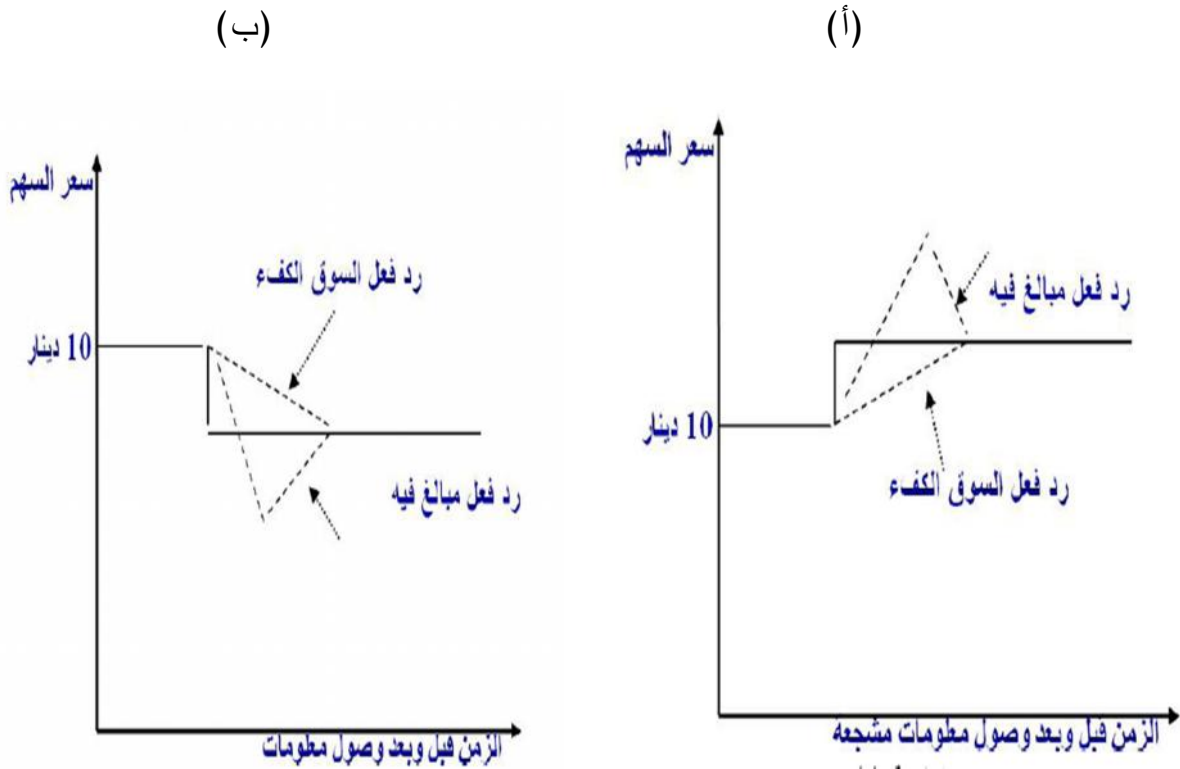
³ - صلاح الدين حسن السيبي، مرجع سابق، ص 26.

والكفاءة الاقتصادية هي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الأسعار في السوق ومنه يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت.¹

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم. مما 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 لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل .

وفي الشكل الموالي رقم (14) يبين حركة الأسعار في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق:

الشكل رقم (14): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: منير إبراهيم الهندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1995، ص21.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص207.

تفسير الشكل:

- يشير الشكل رقم (14) (أ) إلى أنه في اليوم الأول كانت القيمة السوقية للسهم 10 دينار وفي نفس اليوم وصلت أنباء سارة إلى السوق بشأن المنشأة المعنية وفي ظلها ارتفعت القيمة إلى الأعلى.
- وإذا كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع سعر السهم فوراً إلى أكثر من 10 دينار وهو ما يعكسه الخط الداكن.
- أما فيما يخص الكفاءة الاقتصادية للسوق فإن الأمر يختلف، إذ يمضي بعض الوقت حتى تتم تحليل المعلومات والخروج منها بنتيجة بشأن القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم. وهذا يعني وجود فاصل زمني منذ وصول المعلومات وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمة الحقيقية وهو ما يعكس الخط المنقطع والمنحنى المرسوم بالنقط، واللذين يعكسان سيناريوهين مختلفين:
- السيناريو الأول: إن بيت السمسرة أبلغ عملاءه المهيمنة بالمعلومات فور ورودها وقبل أن يصل إلى استنتاج نهائي بشأن ما ينبغي أن تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، على ضوء هذه المعلومات قد يسارع بعضهم بإصدار أوامر شراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أكثر يصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة يبلغها لأولئك العملاء تقتضي بأن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، وبالطبع يمضي مزيداً من الوقت قد تصدر أوامر الشراء ليأخذ سعر السهم في الارتفاع -تحت وطأة زيادة الطلب- إلى أن يصل إلى قيمة الحقيقية وهو ما يصوره الخط المتقطع.
- أما السيناريو الثاني: فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الأولية التي حصلوا عليها من بيوت السمسرة كان مغال فيه Overreactio لدرجة أن سعر السهم ارتفع على إثرها إلى أعلى من قيمته الحقيقية وهو ما يوضح المنحنى المرسوم بالنقط، وبوصول معلومات من بيت السمسرة تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، ومنه يتوقع أن تبدأ أوامر بيع في التدفق مما يؤدي إلى هبوط سعره ليصل إلى قيمته الحقيقية.
- وكما يبدو فإنه في ظل السيناريوهين تصل القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الحقيقية ولكن بعد مضي بعض الوقت الذي يتوقع أن يكون قصيراً.¹

¹ - منير إبراهيم الهندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص 15-16.

المطلب الثالث: خصائص السوق الكفوءة:

وتتمثل خصائص السوق الجيد فيما يلي:

- 1. السيولة:** حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية، والمقصود بالسيولة هي إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون تحمل خسائر ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة وبالتالي نعرف الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة حيث أنه إذا قلت سيولة الأصل تقل قابليته للتسويق.¹
- 2. العقلانية:** أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق.²
- 3. كفاءة تخصيص الموارد:** ويقصد بها تحويل فائض الأموال والموارد التي تتسم بالندرة، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية والفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد. وتتحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، وبالتالي يحقق النفع لكل الأطراف.³
- 4. شمولية السوق:** ونقصد بها أن السوق المالية تمتاز بالوساعة إذا كان حجم التداول كبير الناتج عن أوامر العرض والطلب حيث بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الوساعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقاً، فلو كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليل وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.
- 5. حيوية السوق:** عند حدوث خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق فيجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق، مع العلم أن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض وأسعار

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان،الأردن،2010، ص 104.

² - رسمية قرياقص، أسواق رأس المال، دار النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص180.

³ - حسني علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهوان عمان، الأردن، 1998، ص155.

الطلب ضيقاً ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً، وجود وسائل سريعة وريخيسة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.¹

6. **استمرارية السعر:** وهي أحد المكونات الرئيسية للسيولة ونقصد بها (استمرارية السعر) أن الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر، وتتميز السوق المستمرة بالسيولة طالما لم تحدث تبدلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.²

7. **الأمّن:** أي أنه لا بد من توفر الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من تقلبات الأسعار والفوائد وغيرها من المخاطر التي قد تكون في السوق المالية.

8. **المنافسة الكاملة:** ويطلق عليها أيضاً بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يوفر لهم أي لكل واحد منهم فرصاً متساوية ومتعادلة.³

9. **عمق السوق:** إن الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية الأسعار تتطلب وجود عمق في السوق ويقصد بعمق السوق هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، حيث إذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (في سعر الورقة المالية) يدخل هؤلاء البائعين والمشتريين فوراً للتداول مما يؤدي بذلك إلى ضبط التغيير الكبير في السعر ويكون العكس في الأسواق الضحلة وهي التي عكس العميقة، وفي الأسواق المالية العميقة تكون أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى وينتج من ذلك المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.⁴

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق الرأسمال في سورية. محاضرة ندوة الثلاثاء الاقتصادية حول "تطوير أسواق الرأسمال في سورية"، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سوريا، الثلاثاء 19 شباط 2002 ص ص 9-10.

² - مثنى عبد الإله ناصر، "كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11، ص 6.

³ - رسمية قريبا قص، مرجع سابق، ص 180.

⁴ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص ص 9-10.

المبحث الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية و مؤشراتهما

للسوق الكفاءة عدة خصائص و من بينها أن تعكس الأسعار بسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، وتوجد عدة وسائل تساعد في السوق المالية على قياس أدائه وإعطاء صورة واضحة لهذه السوق، وفي هذا المبحث يتم تناول المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية وهو في المطلب الأول أما في المطلبين الآخرين يتم التطرق إلى أدوات قياسه كفاءة السوق المالي، حيث في المطلب الثاني فيه التحليل الأساسي والفني وأخيرا المطلب الثالث يتحدث عن مؤشرات السوق المالي.

المطلب الأول: المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

إن الدور الذي تلعبه المعلومات في تحديد سعر الورقة المالية له أهمية كبيرة، فقد قام الباحثون بتحديد ثلاث صيغ رئيسية لكفاءة الأسواق المالية.

وتتحدد كل صيغة من تلك الصيغ على ضوء طبيعة وحجم المعلومات التي يعكسها سعر الورقة المالية، وهذه الصيغ الثلاث هي:

الفرع الأول: الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

ويتمثل هذا الافتراض في أن أسعار الأسهم التاريخية وبيانات حجم تداول الأوراق المالية لا تحتوي على معلومات يمكن استخدامها للحصول على ربح تجاري يفوق ما يمكن الحصول عليه من خلال الإستراتيجية البسيطة التي تتضمن "شراء الأسهم والاحتفاظ بها" إن هذا الأمر يشير إلى أن التحليل الفني لهذا الافتراض غير قيم¹.

يعني هذا أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة وبالتالي فإن تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية، إذ لا يوجد ارتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية، مما يثبت فكرة الحركة العشوائية لها.

¹ - طارق حماد عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 260.

اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: سلاسل الارتباط، المجاري المتتابعة...¹

ومن خلال مفهوم الفرضية الضعيفة فإنه يمكن أن نستنتج خصائص ومميزات السوق الضعيف على النحو التالي:²

- عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين.
- عدم وجود حجم تداول عالية أي قدرة المستثمرين المالية محدودة.
- ارتفاع نسبة التضخم.
- عدم وجود رقابة على السوق المالي بشكل جيد.
- الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية شركات تعود لعائلات وليس لعدد كبير من المساهمين أو يسيطر عليها عائلات معينة.
- المستثمر يتخذ قراره في الاستثمار في هذه الشركات على أساس سمعة الشركة مما تنتجه من سلطة أو خدمة وسمعة العاملين بها.

الفرع الثاني: الصيغة الشبه قوية (متوسطة) لكفاءة السوق

ويقال عنها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة ويقضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور،³ وعلى المستثمر الحاصل على هذه المعلومات الانتظار لفترة ليتأكد بأن هذه المعلومات تحقق ارتفاعا أو انخفاض في أسعار الأسهم، وأن الاستجابة في بادئ الأمر قد تكون صحيحة أو غير صحيحة⁴، لذا لا بد من الانتظار للتأكد من الاستجابة صحيحة وعندها تبرم الصفقة تغتم الفرصة لتحقيق العائد

¹ - محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 3، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص 85.

² - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 150-151.

³ - عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، سندات الاستثمار، المكتب العربي الحديث، ص 155.

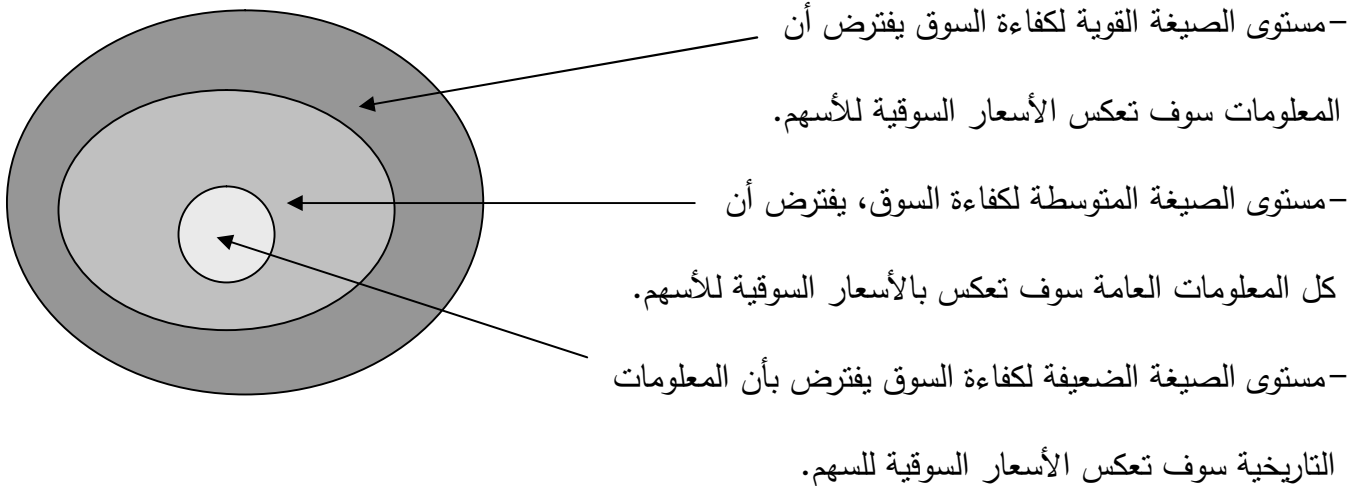
⁴ - محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، الطبعة الأولى، 2000، ص 139.

الغير عادي قبل أن يقترب سعر السهم من القيمة الحقيقية لهذا نجد أن هذه الفرضية تؤمن في التحليل الأساسي والتحليل الفني وعلى ذلك يعتمد المستثمر بالمعلومات لاتخاذ قراراته.¹

الفرع الثالث: الصيغة القوية لكفاءة السوق:

وتفترض هذه الصيغة بأن القيمة السوقية للأسهم تحدد من خلال كافة المعلومات العامة والخاصة التي يجب على المستثمر الحصول عليها بسرعة وبدون تكلفة وكذلك بقية المستثمرين في وقت واحد،² فإذا وجد هذا الشكل سيجد حتى الداخلون أنه من المستحيل كسبت عائدات غير عادية بصورة منسقة في سوق الأسهم³، وهذا يعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات المنشورة فحسب وإنما تعكس أيضا تلك المعلومات التي لم تنشر، اختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها صناديق الاستثمار المتاجرة الداخلية.⁴

الشكل (15): المستويات الثلاثة للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 149.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 124.

² - الدقوسي السيد إبراهيم، التوزيع الأمثل لمحفظه أسهم عادية في دولة نامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، المجلد الثالث، جدة، 1990، ص 46.

³ - Jean-Laurent vivianim, gestion de portefeuille, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 2001, PP 210-211.

⁴ - محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 85.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي و التحليل الفني للأوراق المالية

إن وجود المعلومات بأنواع مختلفة هذا العنصر الأساسي في السوق المالي كما نجد أيضا تحليلها هو الآخر حاسما في تشكيل البورصة وتحليل المعلومات في البورصة، ينقسم إلى اتجاهين التحليل الفني والتحليل الأساسي.

الفرع الأول: التحليل الفني للأوراق المالية

1. تعريف التحليل الفني: هو دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلا.¹

ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، حيث من خلال هذا التحليل يمكن تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل.²

وعلى هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة، وعليه يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً و ليس على مستوى ورقة مالية معينة.³

ويرتكز التحليل الفني على وسائل وتصنف إلى مجموعتين:⁴

المجموعة الأولى: تهدف إلى التنبؤ باتجاه السوق ككل عن طريق دراسة ما يمكن تسميته أدلة السوق، فبواسطة هذه الأدلة يحاول المحللون الفنيون التعرف على قعر السوق وبالتالي على بداية السوق الصاعد وبالوسائل ذاتها يحاول المحللون الكشف عن نهاية الموت الصاعد أو قمة السوق وأهم هذه الوسائل:

- نظرية داو (DOW THEORY).

- مؤشر مجلة باروفر للثقة.

- نسبة مشتريات صغار المستثمرين من الأسهم ومبيعاتهم.

¹ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الخامسة، ص47.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004/2005، ص129.

³ محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص171.

⁴ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2007، ص163.

أما المجموعة الثانية: يمكن تطبيقها على السوق ككل وعلى سهم شركة معينة للتعرف على تغيير واتجاه هذا المتغير مستقبلا¹ و أهم وسائل المجموعة الثانية:

- الرسوم البيانية المسماة: (CHARTS).

- المعدلات المتحركة: (MOVING AVERAGE).

- أحجام التعامل: (VOLUME OF TRADING).

2. مميزات التحليل الفني:²

- القيادة: حيث أن كامل التركيز على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر سواء كانت هذه التحركات بسبب عمليات تجميع أو تصريف أو غير ذلك.

- السهولة: تعد هذه الطريقة في التحليل اقل تعقيدا مقارنة بالأنواع الأخرى حيث أن المدخلات محدودة (العرض، الطلب، ردة فعل السعر).

3. عيوب التحليل الفني:³

- تتأثر كثيرا بالتقييم أو المنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قراءات خاطئة.

- في بعض الحالات يكون التحليل التقني متأخرا قليلا في اختيار التوقيت، فمثلا بوجود أخبار مهمة أو أرباح قد يتأخر المحلل في اتخاذ القرار حتى يجد أو يرى تأكيدات تبرر القيام بذلك.

- بوجود عامل التنبؤ قد تختلف قرارات الأشخاص المتخصصين بالتحليل التقني للمنحنى نفسه على الرغم من وجود قواعد عامة والأسباب كثيرة.

¹ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، 2007، الأردن، الطبعة السادسة، ص 38.

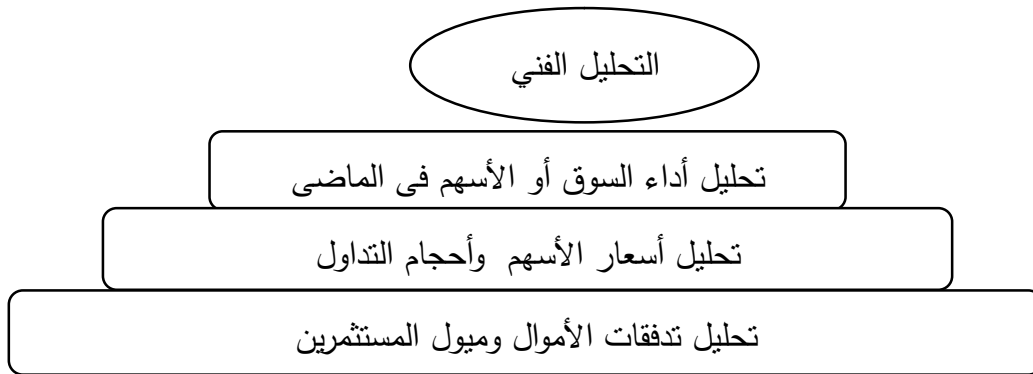
² - عصام حسين، مرجع سابق، ص 164.

³ - المرجع السابق، ص 165.

- بالنسبة لتحليل الأسواق الناشئة عموماً لا يعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار وذلك لقلة البيانات التاريخية نسبياً بالإضافة لقلة المتابعين والمتخصصين بهذا النوع من التحليل حيث أن زيادة المعرفة العامة بهذا النوع من التحليل يزيد من أهميته وإمكانية تطبيقه.

ويمكن تلخيص التحليل الفني من خلال الشكل التالي:

الشكل (16): التحليل الفني



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية طبع، نشر، توزيع، مصر، 2000، ص 252.

الفرع الثاني: التحليل الأساسي:

يتضمن تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... الخ¹، بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأيضاً يتضمن التحليل الأساسي أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة معدلات البطالة، والمدخرات... الخ².

ويقوم المستثمر الذي يتبنى مدخل التحليل الأساسي بمقارنة القيمة السوقية للورقة المالية بالقيمة الحقيقية لها، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة أقل من القيمة الحقيقية لها، فإن المستثمر يقبل على شراء هذه الورقة أو يحتفظ بها

¹ - فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002، ص 3.

² - عصام حسين، مرجع سابق، ص 58.

إذا كانت ضمن محفظته، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من القيمة الحقيقية لها فإن المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته.¹

ويرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل (مستويات) هي:²

- تحليل الاقتصاد.

- تحليل الصناعات.

- تحليل الشركات.

أولاً: تحليل الاقتصاد: ويستعمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على ما يلي:

○ تحديد النمو المتوقع.

○ التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل مستوى البطالة، مستوى التضخم والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوى الفوائد، مستوى دخل الفرد والذي يؤثر على قوته الاستهلاكية.

○ الوفرة أو العجز بميزانية الحكومة.

○ الوفرة أو العجز بميزان المدفوعات والتجارة الخارجية، الذي يؤثر على سعر صرف العملة.

فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها.³

ثانياً: تحليل الصناعات: تحليل الصناعات فيهدف للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعنى، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القدر بأي ركود يصيب الاقتصاد.

ثالثاً: تحليل الشركات: يهدف تحليل الشركات لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على قريناتها في هذا القطاع.

¹ - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الناشر المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص95.

² - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص103.

³ - Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, les marchés financiers et gestion de portefeuille, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 1976, pp 2-3.

إن متابعة أحوال الشركة باستمرار تمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات ايجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها.¹

ويمكن تلخيص التحليل الأساسي من خلال الشكل التالي:

الشكل(17): التحليل الأساسي



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية طبع، نشر، توزيع، مصر، 2000، ص251.

الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

الجدول رقم(03): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشآت.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق لأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض. -تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	دراسة متغيرات السوق الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
		- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال.

¹ - عصام حسين، مرجع سابق، ص ص 160،159.

<p>تفاعله فوق العرض والطلب.</p> <p>- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية.</p> <p>- إن السوق أفضل متنبأ لنفسه.</p> <p>- إن التحرك من سعر التوازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.</p> <p>- أن أسواق راس المال غير كفاء.</p>	<p>- إن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف.</p> <p>- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.</p>	<p>الافتراضات</p>
<p>- عوامل السوق نفسه مثل:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ أسعار الأوراق المالية. ▪ حجم التداول. ▪ عدد الصفقات وحجمها. ▪ سلوك المستثمرين. ▪ عمليات البيع على المكشوف. ▪ التوقيت الزمني. ▪ اتساع السوق والجو النفسي. 	<p>- عوامل اقتصادية عامة مثل الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات والملاحظات.</p>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>- مؤشرات ميول المستثمرين (النفسية).</p> <p>- مؤشرات تدفقات الأموال.</p> <p>- مؤشرات هيكل السوق.</p>	<p>- المؤشرات الاقتصادية العامة.</p> <p>- دورة حياة الصناعة.</p> <p>- التنبؤ بحالات النمو.</p> <p>- تحليل ظروف المنافسة.</p> <p>- تحليل التطورات التكنولوجية.</p> <p>- القوائم المالية المقارنة.</p> <p>- تحليل السلاسل الزمنية.</p> <p>- التحليل الرأسي للقوائم المالية.</p>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>

	<ul style="list-style-type: none"> - تحليل النسب. - التحليلات الخاصة. 	
<ul style="list-style-type: none"> - وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب. - يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. - تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير تناسب الظروف البيئية المتغيرة 	<ul style="list-style-type: none"> - تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني. - توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. - صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية متوازنة بالتحليل الفني. 	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية طبع، نشر، توزيع، مصر، 2000، ص ص 254-255.

المطلب الثالث: مؤشرات تطور الأسواق المالية

لتحديد مدى تطور السوق المالية و درجة تأثرها بالأداء الاقتصادي للبلد اهتمت الدراسات الحديثة بإضافة مؤشرات عديدة يمكن دمجها ضمن مفهوم كفاءة و تطور سوق رأس المال.

الفرع الأول: تعريف المؤشرات

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للمتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها.¹

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية في نقطة زمنية.²

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق انه يعتمد على التعبير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق واتجاهها، بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

¹ - عصام حسين، مرجع سابق، ص 35.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 151.

الفرع الثاني: استخدامات المؤشر في الأسواق المالية :

نظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي يؤديه ومن بين تلك الاستخدامات نذكر:¹

أولاً: تقدير مخاطر المحفظة: ويستخدم المؤشر لقياس المخاطر النظامية SYSTEMATIC RISK لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.²

- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي تتعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق.³

ثانياً: التنبؤ بالحالة الاقتصادية: يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

و بالإضافة إلى الاستخدامين الأساسيين السابقين يوجد استخدامات أخرى للمؤشرات يعتمد عليها في الأسواق المالية وهي كالآتي:

- الحكم على أداء المديرين وفقا لفكرة التنوع العشوائي يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما أن يحقق عائد جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحساب التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.⁴

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص13.

² - عصام حسين، مرجع سابق، ص40.

³ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص299.

⁴ - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، صص 233-234.

- يمكن للمستثمر مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.¹
- الحكم على أداء حافظة الأوراق المالية وذلك بمقارنة التغير في مردودية الحافظة مع التغير في مؤشر السوق.
- التنبؤ المستقبلي بوضع السوق، وذلك من خلال تحديد الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية والسياسية والأمنية وغيرها مع المتغيرات المتحركة في مؤشر سوق المال.²

الفرع الثالث: بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية:

ومن بين المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية يمكن إدراجها كآلاتي:³

أولاً: مؤشر حجم سوق الأوراق المالية:

1. الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق بالنسبة إلى إجمال الناتج المحلي الإجمالي للدول.

$$2. \text{ الرسملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

3. عدد الشركات المدرجة وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها بالنسبة إلى الفترات السابقة.

ثانياً: السيولة: ويتم تحديدها من خلال:⁴

1. نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي أي:

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 23.

² - الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، الجزائر، 2006، ص 454.

³ - حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرين (27)، مارس 2004، ص 38.

⁴ - الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمارات في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006، ص 265.

$$\frac{\text{حجم التداول}}{\text{إجمالي الناتج المحلي}} = \text{السيولة}$$

2. الدوران: نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.

$$\frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}{\text{رسملة السوق}} = \text{السيولة}$$

ثالثا: تقلبات العوائد: ويتم قياسها بمعامل الاختلاف الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية.

رابعا : درجة تركيز السوق: وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكثر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

الفرع الرابع: بعض المؤشرات المالية الدولية شائعة الاستعمال في الأسواق المالية:

المقصود بالمؤشرات المالية في الأسواق المالية هي مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي للسوق المالي وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعدد الأدوات المالية التي تعتمد لغرض استخراج المؤشر، حيث هناك مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفتترات القادمة. والبعض من هذه المؤشرات الشائعة الاستعمال عالميا هي:

أولا: مؤشر داوجونز الصناعي (Djia) :

يحتل مؤشر Djia مركزا مميزا في نظر المستثمرين بالعالم أجمع وقد تحصل على هذا الاهتمام باعتباره ابسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية اكبر سوق مالي في العالم فهم يعتبرونه البارومتر الذي يقاس به النبض العام لسوق الأوراق المالية بحيث يعكس للمستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق.¹

ويحسب هذا المؤشر بالمعادلة التالية:².

$$\text{DJIA} = \frac{\text{مجموع أسعار أسهم الشركات الثلاثين}}{\text{رقم خاص يسمى d}}$$

¹ - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 295.

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 173.

الرقم الخاص Divisor هو رقم غير ثابت يتغير بتغير هوية 30 لأكبر الشركات الصناعية الأمريكية لسوق الأوراق المالية الداخلة في حساب المتوسط الحسابي للأسعار وهدف Divisor هو تحديد الأثر المباشر الناتج عن حذف إحدى الشركات من المؤشر إضافة أخرى بدلا منها أو اثر تجزؤ الأسهم أو اثر الأسهم المجانية التي يتم توزيعها على المساهمين.

ثانيا: مؤشر ستاندار أند بور (Index 500 S&P):

تتضمن العينة التي يقوم عليها المؤشر ستاندر اند بور S&P500 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 20 منشأة نقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، وكلها منشأة كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو السوق غير المنظمة، حيث اشتق هذا المؤشر من أربع مؤشرات وهي: مؤشر الصناعة، مؤشر النقل، مؤشر منشآت المنافع العامة، مؤشر المنشأة المالية.¹

ثالثا: مؤشر ناسيداك (nasdak):

وهو مؤشر للسوق غير الرسمية (أي غير البورصة) ويشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية.²

رابعا: مؤشر نايس (nyse):

وهو مؤشر سوق نيويورك المالي ويحتوي على جميع القطاعات وأنواع الشركات الصناعية والخدمية والالكترونية.

- تهدف كل هذه المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع. وهناك جزء من المستثمرين يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية. وهناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها صحة هذه المؤشرات والعوامل هي:³

- التوقيت أو الزمن.

¹ - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 269.

² - مروان شموط كنجو، عيود كنجو، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتوريدات، مصر 2008، ص 5.

³ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 217.

- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (تأثير الشركات الكبيرة على الصغيرة).
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وجدوى التداول.

الفرع الخامس: أهمية المؤشرات المالية في الحياة الاقتصادية

تمثل أسهم الشركات المتداولة في سوق رأس المال الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، و إذا تحققت كفاءة سوق الأوراق المالية، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس مؤشر السوق ككل، من شأنه أن يعكس الحالة الاقتصادية للدولة بشكل جيد، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تعطي نظرة مستقبلية لما سيكون عليه السوق، و ذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

و هناك بعض المصطلحات التي تطلق على أسواق الأوراق المالية، موازاة مع اتجاهات مؤشرات أسواق أوراق المالية صعودا أو هبوطا، فعندما تتجه حركة مؤشرات الأسهم المتوقعة نحو الصعود أو التقدم، يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي.¹

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة السوق المالي

¹ - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية" دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013/2012، ص 56.

تكون السوق المالية كفؤة عندما تتوفر لديها شروط الكفاءة المتطرق إليها سابقا حيث أن هذا السوق قد يؤثر أو يتأثر بعده عوامل التي بينت عليها السوق وهي عوامل رئيسية فبدونها لا يكون السوق وجود، كما نعدم أن للسوق المالية الكفؤة معوقات ومشاكل تواجهها على مدى الحياة، وبالتالي فإن الأفراد في السوق الكفؤة يسعون جاهدا للتخلص من هذه المشاكل وللتوضيح أكثر سندرج عناصر هذا المبحث حيث في المطلب الأول: دور المعلومات في السوق المالية الكفؤة ، وفي المطلب الثاني: العلاقة بين السيولة والكفاءة ، بينما في المطلب الثالث: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار، وأخيرا نبين في المطلب الرابع: معوقات السوق المالية الكفؤة والحلول الممكنة لها.

المطلب الأول: المعلومة في السوق المالي الناشئ

تتوقف كفاءة سوق رأسمال على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها.

الفرع الأول: تعريف و دور المعلومة في السوق المالية الناشئة

أولا: تعريف المعلومة

تعرف المعلومة المتعلقة بتعاملات السوق المالية بأنها: عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد (المستثمرين) الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديد مضامينها من أجل استخدامها في صيغة القرارات الاستثمارية.¹

كما تعرف أيضا بأنها: بيانات محددة عن الأوراق المالية محل التداول في السوق المالية و عن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق، شرط أن يكون هذه البيانات ذات أثر فعال في اتخاذ القرار الاستثماري بشأن التعامل مع هذه الأوراق و بأسعار محددة.²

ثانيا: دور المعلومات في الأسواق المالية:

¹ - أرشيد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية في مصر، دار السيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 13.

² - نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، ص 149.

تعتمد كفاءة سوق المال على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة بها وتكاليف الحصول عليها.

تتمتع المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات بيع أو شراء الأوراق المالية المختلفة، وهذا لأن المعلومة تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وكما درسنا سابقاً أن لسوق رأس المال الكفاً خاصة وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين وكذلك على قدرة المستثمرين على تحليل وتفسير وفهم المعلومات.¹

إن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة، لذلك فإن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المتنوعة وفق لدرجة الخطر المرتبطة بها.²

كما أن المعلومة تلعب دور مهما كذلك على مستوى الاقتصاد ككل لأن توافرها (المعلومة) يحقق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يخص الاستثمار مما ينتج عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل.³

وخلاصة القول نقول أن نظام المعلومات المالية السائد له دور كبير في كفاءة سوق رأس المال فهي عامل من عوامل نجاح السوق المالي أي لا وجود للكفاءة الجيدة بعدم وجود معلومات وبيانات بالكم المناسب وفي الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة.

ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، لأن المعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم مخاطر تلك الورقة وتقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق.

الفرع الثاني: مصادر المعلومات:

¹ - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 88-89.
² - لطفي أمين السيد أحمد، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 190.
³ - محمد الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 90.

نحن ندرك أن المعلومة ضرورية في السوق المالي غير أن هذه المعلومة لها مصادر مختلفة من الضروري التعرف عليها:

أولاً: مصادر داخلية للمعلومات:

ويكون مصدر هذه المعلومات داخلي أي داخل المؤسسة كالتقارير المنظمة وغير المنظمة والتي تقوم الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات وفي آجال مختلفة، وإضافة إلى التقارير يوجد مصدر آخر من المصادر الداخلية وهم العمال حيث يقومون بنشر معلومات بطريقة غير الرسمية وكذلك هناك مصدر آخر وهو المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي هامة للغاية تعتمد عليها المؤسسة في التسيير والإدارة.¹ ولا شك أن مثل هذه المعلومات تلعب دوراً هاماً في التأثير على قيمة الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة، وتجدر الإشارة إلى أن قيام العاملين بالشركة أو المستثمرين أو السماسرة باستخدام مثل هذه المعلومات لغرض الحصول على مكاسب شخصية، وهذا بعد مخالفات للقانون نظراً لأنه مثل هذه الممارسات تؤدي إلى تحقيق مكاسب مادية لبعض الأطراف على حساب أطراف أخرى بصورة غير عادلة.²

ثانياً: مصادر خارجية للمعلومات:

وهي كل المعلومات التي تأتي من خارج المؤسسة يمكن الحصول عليها من خلال معلومات مدفوعة الثمن مثل الصحف والمجلات المالية المتخصصة، ومكاتب البحوث والدراسات...، ومعلومات أخرى صادرة من النشرات.³

كذلك قواعد البيانات وهنا تسمح للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغيير في سعر الأوراق المالية المتداولة.

التقارير التي تنشرها شركات السمسرة، وهي تقرير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو

بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.¹

¹ - محمد الفيومي، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990، ص 62.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 381.

³ - جلال إبراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2003، ص 215.

المطلب الثاني: العلاقة بين السيولة و كفاءة السوق المالي الناشئ

من المعتقد أن للسيولة تأثير ملموس على كفاءة السوق وهذا ما أجبرنا بالتعرف أولاً على السيولة ثم العلاقة بينهما.

الفرع الأول: تعريف السيولة:

ينصرف مفهوم سيولة الأوراق المالية إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة،² ويقصد بها هو أن يستطيع البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق، ويعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق مع توفر صفة الانتظام في الأسعار ويقصد بها استقرار الأسعار أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى، حيث أن المنشأة المصدرة للأوراق المالية ومعها أعضاء السوق تعمل على توفير قدر ملائم من السيولة للأوراق المالية المتداولة،³ وتتحد السيولة بالنسبة للعديد من الأصول المالية بالترتيبات التعاقدية.⁴

وهناك خصائص إذا توافرت في السوق المالي فإنه يتصف بالسيولة وهي كالاتي: عمق السوق، اتساع السوق، وسرعة استجابة السوق.

أولاً: عمق السوق:

إذا كان التعامل في السوق نشط فإنها تكون السوق عميقة،⁵ بمعنى وجود أوامر البيع والشراء بصيغة مستمرة للورقة المالية وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار ويؤدي ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية ، ويحدث العكس في السوق الضحلة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار حيث في حالة زيادة العرض ينخفض السعر مما يتعرض حامل الورقة المالية التي عرضها للبيع إلى خسائر كبيرة قد تجبره على تأجيل البيع وفي حالة

¹ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 7، 2010/2009، بسكرة، ص184.

² - فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، نشر مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1998/1999، ص65.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص557.

⁴ - عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص14.

⁵ - www.alaswaq.net, à 2010/04/22, h15:40 .

زيادة الطلب على البيع قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يريد الشراء قد ينتظر لفترة أخرى على أمل انخفاض السعر.¹

والمفهوم الشامل لعمق السوق هو وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.²

ثانياً: اتساع السوق :

إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية نقول أن السوق متسعة وذلك بتحقيق الاستقرار النسبي في سعرها. ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية، ولا داعي لقيام المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع ومنه فإن صانع السوق يقبل على هامش ربح صغير يبرره ارتفاع معدل دوران الورقة المالية.

ثالثاً: سرعة استجابة السوق:

ويقصد بخاصية استجابة السوق Resiliency القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ويضمن ذلك تقليل الخسائر الرأسمالية التي هي عرضة لحامل الورقة المالية مما يقلل من تردد في بيعها، ويضمن كذلك عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل.³

ولاشك أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات هذه الخصائص الثلاثة.

الفرع الثاني: العلاقة بين الكفاءة والسيولة:

لسوق المال تغيرات في أسعار الأوراق المالية وتنقسم هذه التغيرات إلى قسمين تغيرات عارضة وتغيرات غير عارضة، وتعكس التغيرات العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذي لا يتوافر لديهم أي معلومات. وينصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة مسبقة ويطلق على هذا الفريق بفريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من

¹ - عاطف وليد أندراوس، مرجع سابق، 66-65.

² - www.invexay.com، 2010/04/21، h 9:59.

³ - عاطف وليد أندراوس، مرجع سابق، ص 66.

التغيرات السعرية فإن الأسعار تتأرجح في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية. وسعر بيعها ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرض تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات.

بينما تعكس التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع. الأسعار غالى مستويات جديدة، ويتوقف مدى اتجاه التغيرات غير العارضة على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق، فإذا كانت المعلومات ايجابية وسارة تتجه الأسعار إلى الأعلى وفي الحالة الأخرى أي حالة ورود معلومات غير سارة حيث تتجه الأسعار إلى الأسفل، وهي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحداث.¹

إن الانسجام بين السيولة والكفاءة يكون واضحاً في ظل النوع الأول من التغيرات السعرية، فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء أي تغيرات عارضة لا تقوم على أساس من معلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما يتوافق مع مفهوم كفاءة السوق كما ينسجم مع متطلبات السيولة، ويعني ذلك بالتبعية أن أدوات تحقيق السيولة مثل سمة الانتظام وإجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقيق الكفاءة سوق في الفترات التي لاتصل فيها معلومات جديدة.²

وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو واضحاً بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أخذ المتطلبات الضرورية للسيولة هو توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار أي حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار من صفقة إلى صفقة، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية بل سنتحرك تدريجياً في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة والسرعة المطلوبة وهو ما يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب آخرين.³

ورغم التناقض الواضح في كثير من الأحوال بين السيولة والكفاءة إلا انه يمكن التوفيق بينهما، وقد برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام أساليب عدة أهمها:

- استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في الأسواق بشكل أسهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي انعكس بالإيجاب على كفاءة وسيولة السوق.⁴

¹ - المرجع السابق، ص 67.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 559.

³ - فريد النجار، مرجع سابق، ص 68.

⁴ - عاطف وليد أندراوس، مرجع سابق، ص 69.

- السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية سواء المنظمة وغير المنظمة في السوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشكل اتصالات الكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.¹

- عمولة السمسرة: تحولت من العمولة الثابتة إلى العمولة بالتفاوض بين العميل والسمسار، فانخفاض العمولة ومن شأنه يشجع على زيادة التعامل مما يؤدي إلى تحقيق الاتساع والعمق لسوق الورقة المالية، أيضا أن تخفيض العمولة من شأنه أن يسهم في تحويل مؤشر الكفاءة الاقتصادية إلى الكفاءة الكاملة.²

المطلب الثالث: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

تخضع سوق الأوراق المالية الكفاءة لما يسمى بظاهرة الحركة العشوائية random walk . والتي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغييراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضا أو ارتفاعا.

الفرع الأول: ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار:

ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية إلى 1900 للباحث الفرنسي Louis Bachelier حيث قام برصد المتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبينت له أنها تفتقد وجود أي ترابط بينهما بشكل يعني عدم وجود نمط محدد. لحركة هذه الأسعار وقد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي عبارة عن لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يضمن البائع أو المشتري تحقيق الإرباح على حساب غيره وقد رأى أيضا أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقريرا غير متحيز للسعر الذي سيسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وانتهى إلى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد.³

ولقد تطابقت نتائج ملاحظة (bachelier) مع نتائج دراسة كارل بيرسون (karl pearson). وهو إحصائي معروف حيث وصف الحركة العشوائية في دراسته التي نشرت عام 1905 حيث شبه الحركة العشوائية بالشخص المخمور فإذا تركت هذا الشخص المخمور في مكان ما وأردت العودة إليه تجده في نفس المكان.⁴

¹ - فريد النجار، مرجع سابق، ص 69.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 565.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 515.

⁴ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 152.

فتلك البقعة هي التقدير الغير متحيز للمكان الذي يمكن أن تجده فيه في أي لحظة في المستقبل،¹ لأن الشخص المخمور سيتحرك دون اتجاه محدد له لكل الاتجاهات ويعود إلى مكانه فإذا عدت إليه ولم تجده (إما جاء صديقه أو قريب له وأخذه إلى بيته وهذه المعلومات الحسنة، أو جاء شرطي وأخذه للتحقيق معه وهذه المعلومات السيئة).

فالسوق كالشخص المخمور يعتمد في حركة الأسعار على المعلومات فإذا كانت المعلومات حسنة تحسن سعر السوق وتوجه السعر إلى الارتفاع أما إذا كانت المعلومات غير حسنة أو منشأته فإن الأسعار ستتناقص.²

الفرع الثاني: العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:

إن أساس قيام مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين هدفهم هو تعظيم أرباحهم. ومنه فإنهم يسعون لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات غير أنه لطبيعة المعلومات التي ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منتظم وتلك الأخبار قد تكون سارة أو غير سارة ومنه لا يمكن لأي احد أن يتوقع شكل معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق لأن الحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية.³

لكن المعلومات الجديدة تأتي دون سابق إنذار فورود هذه المعلومات الجديدة تكون عشوائية فلذلك حركة سعر الأوراق المالية ستكون تنفذ بناء على المعلومات الجديدة التي لا تستطيع التنبؤ بها، ولو كان الاستطاعة التنبؤ بها لا تكون معلومات جديدة بل تكون معلومات شخصية من خلال الدراسة أو التحليل أو تطبيع أساليب التنبؤ.

والمعلومة المقصودة هنا هي المعلومات التي توزع على السوق كالمعلومات الجديدة وتواردها سيكون قطعاً عشوائياً فالأسواق الكفوة أيضاً تفيد أن الأسعار تسير عشوائياً أيضاً.⁴

فالحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي تعكس كل المعلومات الجارية فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فإن ذلك يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق، لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 516.

² - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 152.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 520.

⁴ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 153.

المطلب الرابع : معوقات السوق المالية الكفوءة والحلول الممكنة:

إن للسوق المالي عدة أسباب التي تعيق له طريق الكفاءات وهو ما سنتطرق له في هذا المطلب ونعرف الحلول التي تلغي المعوقات.

الفرع الأول: أسباب عدم كفاءة السوق المالي:

1. عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة من خلال السوق المالي وتأخير نشر هذه البيانات والمعلومات على المتعاملين مما يقلل من فوائدها للمستثمرين وعدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية وعدم الإفصاح عنها. مما يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.¹

2. المعلومات اللامتسقة تؤثر حالة وجود بؤر معلوماتية غير متجانسة في العمق والاتساع للمعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار في الاستثمار أو عدمه،² ومن المؤكد أن المعلومة اللامتسقة للمستثمرين ينعكس عدم تجانس التوقعات للبايعين والمستثمرين للأصول ولذلك يقود ألاتساق إلى السوق غير الكفوء في الأمد القصير وهو ما يمكن تقليل أثره في الأمد الطويل مع الإشارة إلى انه في حالة اللاتساق القوية فإن الآثار الناجمة تكون وخيمة على السوق وقد تؤدي إلى الانهيار.

3. قيام الوسطاء بتقييم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى.

4. انخفاض عدد المتعاملين وعدم توظيف المستثمرين لأموالهم في تداول الأسواق المالية بيعا وراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم منها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.³

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص212.

² - فريد نجار، مرجع سابق، ص285.

³ - دريد كامل آل شبيب، عبد الرحمان عيون، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، مؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، " استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، جامعة فيلاد ليفيا، الأردن، أيام 15-16/03/2005، ص8.

5. انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية أي استفادة المدراء والمنفذين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين. الآخرين في الأسواق المالية.¹

الفرع الثاني: سبل رفع كفاءة الأسواق المالية:

- تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي.²
- استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- الاستفادة من التطورات التكنولوجية الحديثة مثل افتتاح موقع الكتروني للسوق، وتطبيق النظام المحاسبي المالي الالكتروني.
- ضرورة العمل على تسريع انجاز المعاملات مثل نقل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري، فكلما كانت العملية سريعة قلت مخاطر المستثمرين وبالتالي زاد إقبالهم على السوق بيعا وشراء.
- الدور الرقابي لهيئة سوق الأوراق المالية: تعد الرقابة أحد أهم الاختصاصات التي تمارسها هيئة سوق الأوراق المالية، وذلك بهدف تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها وتوفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية والارتقاء بكفاءة السوق.
- وضع حدود لتغيرات الأسعار يعني وضع حدود دنيا وعليا لتغيرات أسعار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية مما يضمن استقرار الأسعار، وإذا افترضنا أنه قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع والشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود.³
- تطوير الموارد البشرية بعد التدريب من الركائز الرئيسية لمهارات العاملين وتطوير مستويات أدائهم.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص213.

² - بوكستاني رشيد، مرجع سابق، ص260.

³ - www.inveway.com à2010/04/ 24 ،h19:38 .

خلاصة الفصل الثاني:

يمكننا في نهاية هذا الفصل الذي تعرضنا فيه إلى:

- مفهوم كفاءة الأسواق المالية التي تعني مدى استجابة أسعار السوق للمعلومات المتاحة بكافة أنواعها، حيث أن للسوق الكفاءة خصائص منها: العقلانية وذلك أن يكون الهدف هو تحقيق الربح من خلال معالجة

المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري، كذلك شمولية وحيوية السوق واستمرارية السعر إضافة إلى الأمن وعمق السوق.

- يقصد بكفاءة التسعير (الخارجية) هي التي تصل فيها المعلومات الجديدة إلى المتعاملين بسرعة و بدون وجود فاصل زمني، و هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومة، بينما كفاءة التشغيل (الداخلية) يقصد بها مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحملوا المتعاملين تكاليف باهظة هذا فيما يخص كفاءة التخصيص، أما من الناحية المثالية فتتقسم إلى كفاءة كاملة وكفاءة اقتصادية الأولى لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجيدة الواردة إلى السوق وبين الوصول للنتائج، أما الثانية يقصد بها هي وجود فترة تباطأ زمني بين تداول المعلومة الجيدة وبين انعكاس آثارها على الأسعار.

- تتمثل فروض كفاءة الأسواق في الفرض الضعيف الذي يعتمد على المعلومات التاريخية، والفرض الشبه قوي هي تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور، أما الفرض القوي وتفترض هذه الصيغة بأن القيمة السوقية للسهم تحدد من خلال كافة المعلومات العامة والخاصة التي يجب على المستثمر الحصول عليها بسرعة وبدون تكاليف.

- يستعمل كل من التحليل الفني في دراسة حركة السوق من رسوم بيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل، والتحليل الأساسي الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة والظروف الصناعية وظروف المنشأة.

- إن مؤشرات الأسواق المالية تعتبر مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم فهو مستوى مرجعي للمستثمر.

- تتمتع المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمر على اتخاذ القرار، ومصادرهما قد تكون داخلية أو خارجية (داخل المؤسسة أو خارجها).

تكمن العلاقة بين الكفاءة وكل من السيولة والحركة العشوائية للأسعار في كلما كانت السوق بها سيولة عالية وحركة أسعارها أكثر عشوائية كانت أكثر كفاءة.

الفصل الثالث
تأثير كفاءة الأسواق
المالية الناشئة بالأزمة
المالية وحوكمة
المؤسسات

تمهيد:

لقد انطلقت كل نظريات وآراء الاقتصاديين من أن الأساس في الاقتصاد هو التوازن والاستقرار، وأن الاستثناء هو الأزمات، لكن وتيرة الأزمات المالية المتكررة و تلاحقها عالميا تعارضت مع ذلك حتى أصبحت القاعدة هي الأزمات والمشاكل الاقتصادية، وصار الاستثناء هو الاستقرار وهذا لما شهده تاريخ دول العالم من أزمات اقتصادية كل أزمة تختلف عن الأخرى وتتعدد أنواعها وتتنوع حسب المواقف والأحداث التي تنشأ بسببها تبدأ كأزمات إقليمية تصيب أسواقاً واسعة ، ثم غالباً ما تتحول إلى أزمات عالمية كما حصل في ثلاثينيات القرن الماضي وخلال الثمانينيات ثم التسعينيات من نفس القرن في السوق الآسيوية، وكما يحصل الآن في السوق الأمريكية التي تمثل ربع اقتصاد العالم.

وكان لابد من البحث عن وسيلة لتغيير هذه الصورة من خلال تطبيق حوكمة الشركات والتي ستمكن من إبراز سياسات الشركات والاستراتيجيات المتبعة في عمليات اتخاذ القرارات.

وقد برز مفهوم حوكمة الشركات والذي يقوم على أساس تنظيم العلاقات القائمة بين مجلس الإدارة في الشركات وبين مديري الفروع التنفيذيين ولجان التدقيق وكذلك المساهمين وأصحاب المصالح في الشركات. إذ أشار إلى أهمية حوكمة الشركات في تحقيق التنمية الاقتصادية عامة و رفع أداء و كفاءة الأسواق المالية الناشئة خاصة وتجنب الوقوع في الأزمات المالية لأن قياس الكفاءة كمؤشر للتنبؤ بالأزمات المالية وذلك من خلال ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية في الأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد والرشوة وسوء الإدارة، بما يؤدي إلى كسب ثقة المعاملين في هذه الأسواق والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة فيها و تصبح أكثر كفاءة ، وبالتالي تحقيق التقدم الاقتصادي المنشود.

المبحث الأول: مدخل للأزمات المالية

أصبحت ظهرت عدم استقرار الأسواق المالية موضوع قلق على المستوى العالمي ، تحثل صدارة اهتمام وسائل الإعلام والتظاهرات الاقتصادية العالمية ، خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة هذه الأزمات خلال العقود الثلاث الماضية ، هذه الأزمات التي ترتب عليها في كل مرة خسائر كبيرة تحملتها المؤسسات المالية ، وكانت في كل مرة سببا في بروز ظاهرة الكساد وتراجع معدلات النمو الاقتصادي ناهيك على أنه، وبفعل عولمة الأسواق المالية ، أصبحت الأزمات المالية تنتقل من سوق إلى آخر مما أعطى لها طابع الشمولية والعالمية ، لذا ارتأينا في هذا المبحث البدء بمفاهيم أساسية حول الأزمات المالية عامة ، حيث سنتطرق في المطلب الأول إلى مفهوم و خصائص الأزمة المالية ، بينما المطلب الثاني خصص لأنواع الأزمات المالية و العوامل المسببة لها، إضافة إلى الأزمة المالية العالمية في المطلب الثالث.¹

المطلب الأول: مفهوم و خصائص الأزمة المالية

يعتبر مصطلح الأزمة المالية من أكثر المصطلحات تداولاً في الأدبيات الاقتصادية، نظراً لخطورة هذه الأزمات على الأوضاع الاقتصادية للدول، و اختلفت الآراء حول مفهوم الأزمة المالية لهذا سنتطرق من خلال هذا المطلب لمفهوم وخصائص الأزمات المالية.

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

تعتبر الأزمات المالية عبارة عن محطات تمر بها الاقتصاديات في مسارها التاريخي. و هي تؤشر عن هشاشة و سوء أداء في النظام المالي لهذا البلد أو ذلك و بالرغم من أنه لا وجود لتعريف أو لمفهوم محدد للأزمة المالية، فإن معظم التعاريف المعطاة تركز على كونها اختلالاً عميقاً و اضطراباً حاداً و مفاجئاً في بعض التوازنات المالية يتبعها انهيار في المؤسسات المالية و مؤشرات أدائها مع امتداد آثار ذلك إلى القطاعات الأخرى.²

يمكن تعريف الأزمة من الناحية الاجتماعية بأنها تلك الحالة التي تؤدي إلى توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن و لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة³.

¹ - نيفين الحلواني محمد، إدارة الأزمات و السياحة، مكتبة الأنجلو المصرية، مصر، 2004، ص 9.

² - قدي عبد المجيد، الأزمة المالية و أثرها على الاقتصاديات العربية: الجزائر نموذجاً، المؤتمر الثاني القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الأردن، 14 و 15 أفريل 2009، ص 2.

³ - محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص 8.

أما المفهوم العلمي لها: "فيشير" إلى أنها موقف أو حدث مفاجئ غير متوقع فيه إثارة؛ وعنف؛ ومدته الزمنية قصيرة. ولكن "مايكل بريتش" يرى أنها ليست بالضرورة أن تكون قصيرة بل قد تمتد إلى عدة أشهر¹.

تعرف الأزمة على أنها لحظة حاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، وبذلك وجود صعوبة حادة أمام منحه القرار تجعله في حيرة بالغة² فالأزمة إذن بعدين هما:

1- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية

2- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار سريع وصائب لحل الأزمة، وإلا القرار يكون دون جدوى في مواجهة

الموقف الجديد والمفاجئ³

الأزمة بمعنى آخر: "هي نتائج مجموعة تتابعات تراكمية تغذي كل منها الأخرى إلى أن تصل إلى حالة الانفجار"⁴ والأزمة أيضا يمكن تعريفها على أنها "مرحلة حرجة تواجه المنظومة المالية، و ينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها. و يصاحبها تطور سريع في الأحداث، ينجم عنه عدم الاستقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، و يدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها، و إعادة التوازن لهذا النظام⁵.

أما مفهوم الأزمة الاقتصادي فهي ظاهرة تعرف بنتائجها، و من مظاهر انهيار البورصة، و حدوث مضاربات نقدية كبيرة و متقاربة، و بطالة دائمة.⁶

- أما الأزمة المالية فيمكن تعريفها كما يلي:

يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف⁷. أي يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول؛ والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي

¹ السيد عليوة، إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة والنشر و التوزيع، القاهرة، ص 13

² محسن احمد الخضيري: إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، مصر، ص54.

³ محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004، ص242.

⁴ محسن احمد الخضيري، رجوع سابق، ص55.

⁵ مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار و سياسات مواجهتها، الملتنقى الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية:

السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 52.

⁶ دنيال أرنولد، ترجمة عبد القادر شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم، المؤسسة الجامعية للنشر و التوزيع، بيروت، 2002، ص ص

11- 12.

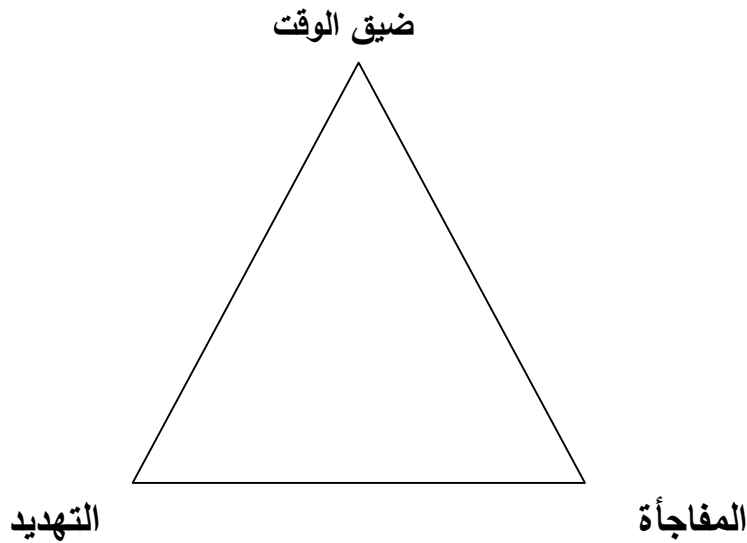
⁷ بوعون يحيوي نصيرة، الأزمات المالية العالمية و ضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، الجزائر، متبعة للطباعة، 2011، ص 17.

المحلي في أداء مهامه الرئيسية ؛ والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم ؛ مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة ؛وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية¹.

و انطلاقا مما سبق يمكن استخلاص مثلث الأزمة و الذي يمثل العناصر الأساسية للزمة و التي تتمثل فيما يلي:²

- عنصر المفاجأة: حيث تتصاعد الأحداث على نحو يفاجئ متخذ القرار.
- عنصر ضيق الوقت أو ضغط الوقت: بمعنى أن المتاح يقيد التصرف و اتخاذ القرار.
- عنصر التهديد للقيم و المصالح الأساسية و الأهداف التي تحتل أولوية بالغة بالنسبة لمتخذ القرار.

الشكل رقم: (18): العناصر الأساسية للزمة



المصدر: عماد صالح سلام، إداة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة و النشر، أبو ظبي، 2002، ص 23.

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

¹ - عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر ، عمان ؛1999،ص200

² - عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص 23،22.

- إن هذه الأنواع من الأزمات المالية وإن اختلفت طبيعتها فهي تشترك في نفس الخصائص التالية:¹
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها و قوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها.
 - المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد .
 - إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة .
 - إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.
 - بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابتهها تعد واجبا مصيريا.
 - إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.
 - إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.
 - استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا.²
 - سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة. كما توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية و التي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، و كذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية، و يترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة لتحقيق طموحاتهم الاستثمارية، و ندرج هذه المؤشرات فيما يلي:³
- ❖ الارتفاع في معدل البطالة و معدلات التضخم و المستوى العام للأسعار
- ❖ ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع و القروض.
- غياب الشفافية و الإفصاح و اللتين يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساهم على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية.

¹ - ماجد السلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الإستراتيجية و الحلول، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 20.

² - مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) ، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993 ،

ص ص 100 - 101

³ - ناصر مراد، مرجع سابق، ص 52.

- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.¹

الفرع الثالث: بعض المؤشرات لحدوث الأزمة

توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية و التي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية ، و كذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية ، و يترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة على تحقيق طموحاتهم الاستثمارية ، و ندرج هذه المؤشرات فيما يلي :²

- الارتفاع في معدل البطالة و معدلات التضخم و المستوى العام للأسعار .
- ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع و القروض المحلية.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي ، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك.
- غياب الشفافية و الإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية ، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعد على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية.
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق على الأسواق المالية ، و ما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

المطلب الثاني: أنواع و نتائج الأزمات المالية

تعد الأزمات المالية من أكثر المواضيع الاقتصادية تداولاً نظراً لطبيعتها، وارتباطها بدورات الأعمال، لذا سنتطرق لأنواع الأزمات و نتائجها ونقدم عرض لبعض الأزمات المالية.

¹ - ناصر مراد، مرجع سابق، ص 53.

² - إبراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2009، ص 21-22.

الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية

تتعدد أنواع الأزمات الاقتصادية والمالية وتختلف إلا انه يمكن تصنيفها على النحو التالي:¹

1- أزمات العملة : أو ما يسمى بأزمات سعر الصرف، أو أزمات النقد الأجنبي ، تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملات بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو هبوط حاد فيها أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته ورفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة ويميل بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع التقليدي أو الحركة البطيئة وبين أزمات ذات الطابع الحديث.

إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري، غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال ، مما يؤدي في النهاية إلى خفض قيمة العملة.

إما الحالة الثانية فان القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات جزئ مهم من الاقتصاد سواء أكان عاماً أو خاصاً ويمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية أو الرأسمالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى ضغط سريع على سعر الصرف.²

2- أزمات مصرفية: تعرف على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية.³

فالأزمات المصرفية تحدث عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك⁴، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار لوقت طويل بل عكس أزمة العملة، ولها تأثير أقصى على النشاط الاقتصادي ، وتحدث هذه الأزمة بالتبادل مع أزمة العمل⁵.

¹ - أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع الإشارة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص ص 14-18.

² - حشوف سهام، صحراوي إيمان، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من الأزمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف- أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 58.

³ - عبد الغاني حريزي، دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المصرفي، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولي و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 206.

⁴ - بلقاسم العباس ، أسباب الأزمات المالية و النماذج المفسرة لها، معهد العربي للتخطيط الكويت، عمان 2006، ص 12.

⁵ - بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيطة الكلية و أدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر، 2002، ص 06.

3- أزمات المديونية: تحدث هذه الأزمة إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرض أن التوقف عن السداد محتمل الحدوث، وتعني هذه الأزمة عدم قدرة بلد ما أو مجموعة من البلدان على تسديد خدمة ديونها الخارجية.¹

4- أزمات مالية شاملة: هي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة وتؤدي إلى آثار غير مرغوب فيها بالنسبة للاقتصاد الحقيقي ، ويتضمن هذا النوع صوراً مختلفة أهمها ما يلي:²

أ- أزمة سيولة: غالباً ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك، والتي قد تكون بسيطة إذا تعلق الأمر ببنك واحد ولكن إذا كان التزام على سحب الودائع ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفي ، فإن تنافس البنوك على التصرف في أصولها ومحاولة تسهيلها يؤدي إلى انهيار قيمتها ، ومن ثم تتحول هذه المشكلة من مشكلة سيولة إلى عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات.

ب- أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات: تنتج عن اختلالات هيكلية في التمويلات للمشروعات ، وعدم توافق هيكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية رؤوس الأموال عندما تتعرض المشروعات والبنوك إلى التعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها ، فتميل إلى الدخول في مجالات استثمارية مرتفعة المخاطر أملاً في الحصول على عوائد مرتفعة.

ت- أزمة انفجار فقائيع الأصول : تحدث هذه الأزمة عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعاً شديداً بسبب هجوم مضاربي عنيف حيث يعتقد كل مضارب انه بمعزل عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه في الوقت المناسب أو لتحقيقه مكاسب رأسمالية ضخمة تؤمنه من مخاطر الانهيار أو بصورة الأصول إلى قيمتها

الحقيقية يحدث الانهيار مثل ما حصل في أزمة الكساد العظيم 1929 في الولايات المتحدة الأمريكية.³

الفرع الثاني: نتائج الأزمات المالية

¹ - حرشوف سهام، صحراوي إيمان، مرجع سابق، ص 591.

² - أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص 14.

³ - حامدي محمد، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 95.

قبل حدوث التداعيات الكبيرة التي تخلفها الأزمات المالية من عمليات إفلاس و الخسائر الهائلة و الكوارث المالية و الاقتصادية فإن الأسواق تكون أولاً أمام مجموعة من المخاطر أهمها:¹

- 1 - **مخاطر السوق** : وهي مخاطر الظروف المتغيرة للسوق الناجمة إما عن التغيرات الاقتصادية الكلية (تغيرات هيكل الطلب ، هيكل الإنتاج) أو عن طريق تغير القيمة السوقية للموجودات بسبب ظروف الدورة الاقتصادية (حالتي الكساد والرواج).
- 2 - **المخاطر الائتمانية** : وهي المخاطر التي تتمثل بعدم مقدرة المدينين على الإيفاء بالالتزامات المترتبة بذمتهم بسبب مخاطر السوق المشار إليها أعلاه مما يرفع من حجم الديون المتعثرة ويدخل المصارف في حالة الإعسار الذي يكون عادةً بداية الأزمة للنظام المصرفي.
- 3 - **مخاطر السيولة** : وهي المخاطر التي تتجم عادةً عن إقدام المودعين على سحب ودائعهم بمبالغ كبيرة وبشكل جماعي في وقت لا تتوفر فيه لدى المصارف السيولة الكافية لتغطية هذه السحوبات وتعتمد شدة ودرجة هذا الخطر على قرارات إدارة المصرف المتعلقة بإدارة الأصول والمحافظة الاستثمارية لديها.
- 4 - **العدوى** : ويقصد بها انتقال المشاكل التي تواجه مصارف معينة بالتأثير على مصارف أخرى ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي ويعتبر الهروب الجماعي للودائع (أسلوب القطيع) من أكثر مظاهر العدوى التي تصيب النظام المصرفي .
- 5 - **الخطر المعنوي** : يتمثل الخطر المعنوي في إفراط تدخل الدولة أو المؤسسات المالية الدولية في تحديد اتجاهات سياسة الإقراض للنظام المصرفي عن طريق الالتزام بتوجيه القروض نحو قطاعات قد يكون فيها العائد على المدى القصير مرتفعاً جداً ، في حين أن توقعات التسديد على المدى البعيد غير مؤكدة إلا أنه يأمل أن يتم تحمل المخاطر المترتبة على ذلك من قبل الغير (الدولة أو المؤسسات الدولية) .

❖ نتائج الأزمات المالية

تترتب على الأزمات المالية سلسلة من الانهيارات ويمكن حصر نتائجها فيما يلي²:

¹ - عبد الله إبراهيم القويص ، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، العدد 4 ديسمبر 1998 ، ص05.

² - محجوب بدة و آخرون ، تأثير الأزمة على الدول العربية و منظمة أوبك ، مجلة الأبحاث الاقتصادية ، العدد 12 ، تصدر عن دار الأبحاث للترجمة و النشر و التوزيع ، الجزائر ، 2009 ، ص15

- ضياع مدخرات المودعين و ثروتهم .
 - ضعف الثقة في النظام المصرفي باعتباره وسيطاً بين المدخرين والمستثمرين.
 - توقف الكثير من المشروعات التي تعتمد في تمويلها على المصارف المتعثرة ، كما أن الكثير من الشركات العاملة لن تجد التسهيلات الائتمانية المطلوبة للحصول على متطلباتها التشغيلية ، ويرتفع معدل إفلاس الشركات مما يؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة.
 - تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض قيمة الأصول الرأسمالية مما يدخل النظام الاقتصادي في معضلة خصوصاً عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية.
 - توقع حدوث عجز في الميزانية العامة للدولة خصوصاً عندما تتدخل الحكومات في التأمين على الودائع أو تتحمل المسؤولية في الوفاء بها.
 - عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني ، وإذا كانت لديهم استثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق المالية فإنهم سيهرعون إلى سحب هذه الاستثمارات إلى خارج الدولة مما يشكل ضغطاً على أرصدة العملات الأجنبية وبالتالي يؤدي إلى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية.
 - تضاعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية خاصة المالية منها والسياسية القائمة.
 - انخفاض في الإنفاق العام و الخاص وزيادة عجز الحساب و تقادم في المديونية للخارج.
 - تدهور في مؤشرات البورصات العالمية، وانخفاض في أسعار الأسهم و خاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات، وبالتالي هبوط عام في الأسعار و حدوث بطالة .
 - حدوث انخفاض في الدخل الوطني وانكماش في التجارة الخارجية للدول المعنية بالأزمة.
 - فقدان ثقة المواطنين في البنوك وسحب إيداعاتهم منها .
 - ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات .
 - انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين ومعدل استخدام الطاقة الإنتاجية.
- وإزاء هذا الكم الكبير من المخاطر يعتبر تشغيل جهاز الرصد والإنذار المبكر للأزمات المالية والمصرفية أمراً لا غنى عنه وهناك حاجة مستمرة إلى تطوير أدوات هذا الرصد تجنباً لوقوع هذه الأزمات.

الفرع الثالث: عرض لمختلف الأزمات المالية

شهدت الأسواق المالية العالمية عدة أزمات في أواخر القرن التاسع عشر و بداية القرن العشرين و نهايته كذلك و بداية القرن الواحد و العشرين تسبب في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها و تباين أسباب حدوثها، و كان آخرها الأزمة المالية العالمية الراهنة و التي ، و فيما يلي نستعرض مختلف الأزمات ضمن النقاط التالية:

1- أزمة عام 1866 :

تعتبر هذه الأزمة من أقدم الأزمات التي عرفها العالم و تسمى أيضا بأزمة الجمعة الأسود و التي نتج عنها إفلاس العديد من البنوك البريطانية ، كان بدايتها بإفلاس بنك overend & Gurneymaison " "do'escompte" وكذلك بأزمة سيولة حادة بينك". Mid-Wales Railway Company. و توالى بعدها إفلاس العديد من البنوك متسببة بانهيار البورصة في يوم 11 ماي 1866 حيث عرف هذا اليوم بيوم الجمعة الأسود ، و انتقلت عدوى هذه الأزمة لتصيب كامل أوروبا¹.

2- أزمة الكساد العظيم 1929 :

تعد أشهر الأزمات المالية التي عرفها العالم في القرن العشرين و أقواها أثرا ، و جذورها تعود إلى نهاية الحرب العالمية الأولى حيث عرف الاقتصاد الأمريكي انتعاشا كبيرا بين سنوات 1922-1929- نتيجة تدهور الاقتصاد الأوروبي من جهة و ازدهار الصناعة الأمريكية بسبب استخدام أساليب التنظيم الصناعي الحديثة ، كما عرف الاقتصاد الأمريكي ارتفاع في المرودية الفلاحية و زيادة حجم الاستهلاك بفعل زيادة و تحسن الدخل الفردي ، رغم هذا الازدهار الاقتصادي فقد عرف الاقتصاد الأمريكي نقاط ضعف هامة منها عدم مسايرة وتيرة الاستهلاك لضخامة الإنتاج ، اعتماد الاقتصاد الأمريكي كثيرا على القروض سواء بالنسبة للإنتاج أو بالنسبة للاستهلاك بسبب التسهيلات المقدمة من طرف البنوك في هذا المجال، انتشار المضاربات في البورصة بشكل حاد، حيث ارتفعت أسعار الأسهم ارتفاعا كبيرا بشكل لا يتناسب مع الزيادة الحقيقية في أرباح الشركات ، وفي يوم 24 أكتوبر 1929 و الذي يعرف باسم الخميس الأسود تم طرح 19 مليون سهم للبيع دفعة واحدة فكان العرض أكبر بكثير من الطلب، مما أدى إلى هبوط أسعار الأسهم بنسبة % 13 ، و انهارت بذلك بورصة " وول ستريت "، ثم توالى الانهيارات في أسواق المال العالمية لتمتد آثار هذه الأزمة المروعة على الجانب الحقيقي للاقتصاد الأمريكي²، و كان من مظاهر هذه الأزمة ما يلي³:

-انخفاض شديد للاستهلاك الكلي

-انخفاض الاستثمارات في القطاع الإنتاجي

-ارتفاع معدلات البطالة لتصل إلى حوالي % 40 من قوة العمل الأمريكية سنة 1932 .

¹ - ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور و التداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس ، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 6.

² - مروان عطوان ، الأسواق النقدية و المالية : البورصة و مشكلاتها في عالم النقد و المال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الثاني الجزائر ،2000، ص 100-103.

³ - د. ثريا الخرجي ، الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها في الاقتصاديات العربية التحديات و سبل المواجهة ، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة الإسراء، الأردن 28-29 أبريل 2009، ص 8.

-امتداد آثار هذه الأزمة إلى بلدان أوروبا الغربية و مستعمراتها على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي ليفسح المجال أمام أفكار اقتصادية جديدة تزعمها المفكر الاقتصادي المشهور كينز.

3- أزمة الديون العالمية:

بدأت أزمة الديون على المستوى العالمي في الخمسينات ، و اتضحت بشكل بارز للوجود في بداية الثمانينات ، ففي ظل تحرير القطاع المالي و المصرفي و إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، شهدت البنوك التجارية و المؤسسات المالية الدولية توسعا كبيرا في الإقراض لحكومات الدول النامية، لكن كثير من تلك الحكومات تعسر عليها تسديد فوائد و أقساط تلك الديون، و لم تستطع الوفاء بالتزاماتها المالية التي قطعتها للبنوك و المؤسسات المالية العالمية الدائنة ، حيث شكل إعلان بعض هذه الدول مثل المكسيك سنة 1982 عن وقف دفع أعباء ديونها مؤشرا خطيرا لانتهيار النظام المصرفي العالمي.¹

4- الأزمة الآسيوية:

حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات عالية و متسارعة في مجال التنمية الاقتصادية خلال النصف الأول من التسعينات ، حيث حققت معدلات نمو عالية فاقت 8% سنويا خلال الفترة 1990-1996 و نتج عن ذلك انخفاض معدلات التضخم حيث وصلت إلى حدود 5% سنة 1997 بينما كانت في حدود 12 % في سنة 1995، و لكن و بداية من النصف الثاني من عقد التسعينات تعرضت هذه الاقتصاديات إلى مجموعة من الاختلالات كانت تخنفي وراء معدلات النمو العالية التي كانت تحققها دول هذه المنطقة (تايواند إندونيسيا، كوريا الجنوبية ،الفلبين)².

5- أزمة فقاعات شركات الإنترنت وتكنولوجيات المعلوماتية عام 2000 :

عرف قطاع تكنولوجيا المعلومات و الانترنت في الولايات المتحدة الأمريكية تطور كبيرا قبل سنة 2000 الأمر الذي أدى إلى إدخال أسهم الكثير من شركات هذا القطاع في سوق الأوراق المالية فارتفعت أسعار أسهم ، (Nasdaq) بالولايات المتحدة الأمريكية و الذي يعرف باسم مؤشر نازداك تلك الشركات بصورة كبيرة ، و لكن مع التخوفات والذعر الذي أصاب العالم من إمكانيات توقف أجهزة الإعلام الآلي و حصول اختلالات في الأنظمة الإلكترونية مع مطلع سنة 2000، أدى إلى هبوط حاد في مؤشر نازداك.³

و هذا ما يبينه الشكل التالي: مؤشر نازداك من 1994 إلى 2004.

¹ - فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية، التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها و الحلول الممكنة لمواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول:

الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 4.

² - محمد حافظ عبده الرهوان ، النقود و البنوك و الأسواق المالية ، كلية الشرطة ، مصر، 1999، ص 145-146.

³ - دثرثا الخزرجى ، مرجع سابق ، ص 10 .

الشكل رقم: (19): مؤشر نازداك من 1994 إلى 2004



المصدر: فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية، التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها و الحلول الممكنة لمواجهةها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سظيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 4.

المطلب الثالث: الأزمة المالية العالمية (2008)

تعتبر الأزمة الاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد العالمي منذ أغسطس 2008 من أسوأ الأزمات التي يمر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات، بل و تعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها و التخفيف من آثارها بشكل سريع و فعال، هذا ما جعلنا نبحث في مفهوم هذه الأزمة وأسبابها وأثارها من خلال ما سنتعرض له في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية

شهد العالم في نهاية سنة 2008 أزمة مالية احتلت جانبا مهما من صفحات الجرائد ووسائل الإعلام والندوات الاقتصادية والملتقيات العلمية نظرا لتداعياتها واختلاف الآراء حولها، حيث وقف العالم مشدوها أمامها.

يجمع الكثير من الباحثين و المتخصصين على أن الأزمة المالية الراهنة لم تكن وليدة اللحظة و إنما لها جذور تاريخية ارتبطت ببعض الأحداث الاقتصادية التي أثرت سلباً على أداء الاقتصاد الأمريكي.¹

فالأزمة المالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي و وصلت تبعاتها إلى اقتصاد أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات المليارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008، ولم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.²

لمعرفة بداية الأزمة نتطرق إلى الصورة المحيطة بالقروض العقارية.

يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يسكن فيه ويتدبر أمر معيشته فيه، و السياسة المتاحة أمامه تكمن من شراء

العقار تقسيطاً. وتكون الإجراءات المتبعة عادة هي:3:

1. الحصول على قرض بفائدة.

2. ثم شراء عقار بأموال القرض.

لكن شروط عقد القرض عادة ما تنص على أن:4:

☞ أسعار الفائدة متغيرة أي ليست ثابتة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي.

☞ إذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة.

☞ كما أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن

المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

¹ - حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار و الحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص3.

² - سامح نجيب، الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال و التوابع، الطبعة الأولى، مصر، مركز الدراسات الاشتراكية، 2008، ص7.

³ - ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية: 2008 جذورها و تداعياتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص8

⁴ - سامر مظهر قنطقي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008، ص28.

تتعدد و تنتوع أسباب الأزمة المالية العالمية، فهناك جملة من الأسباب تضافرت في آن واحد لإحداثها و يمكن تلخيص أهم هذه الأسباب في ما يلي:

أولاً: أزمة الرهن العقاري: إن جوهر الأزمة المالية العالمية يرجع إلى عملية شراء الأسر الأمريكية للمنازل عوض إستئجارها، و قد حملت القيادة السياسية الأمريكية شعارا بتوفير منزل لكل مواطن، مما شجع انتشار المكاتب العقارية و البنوك الاستثمارية في المجال العقاري¹. و نظرا لأن أسعار العقارات في ارتفاع مستمر مما دفع بالأسر الأمريكية على تملك هذه المنازل و رهنها في مقابل الحصول على قروض من البنوك إنفاقها على شراء منازل أو الاستهلاك الترفي. و لقد شجع الازدهار الكبير الذي عرفه سوق العقارات الأمريكية في الفترة 2001- 2006 البنوك على منح القروض العقارية إذ بلغت 700 مليار دولار². إلا أن عقد القرض يتضمن شروطا مجففة أهمها ما يلي:³

- أن أسعار الفائدة متغيرة و ليست ثابتة، و تكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن
- أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
- أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض و هذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب على ملكية أي جزء من العقار، إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

و لقد بلغت البنوك في تقديم هذه القروض حتى على حساب احتياطياته القانونية، و هذا في ظل غياب الدور الرقابي للبنك الفدرالي، فالقروض المقدمة بفوائد متدنية أوجدت سوقا نشيطة للعقارات و زادت في طلبها مما رفع العقارات، أي أن السعر السائد في السوق أعلى بكثير من السعر الطبيعي و بعد عجز العائلات الأمريكية عن دفع أقساط القروض، التي زادت قيمتها بسبب ارتفاع سعر الفائدة و في المقابل تراجعت قيمة العقارات بسبب حدوث

¹ - بالرقى تيجاني، مداخلة بعنوان ، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المينا و أسبابها في ضوء طروحات مفكري الاقتصاد الإسلامي، مداخلة ضمن الملتقى دولي منعقد في 20-21 أكتوبر 2009 بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص 346-347.

² - قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009، ص 11.

³ - ناصر مراد، الأزمة المالية العالمي: الأسباب، الآثار و سياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، أيام 20- 21 أكتوبر 2009، ص 4.

تشبع في السوق، نتج عنه نقص في السيولة لدى البنوك، فعجزت عن دفع أموال المودعين الذين تهافتوا على طلبها من البنوك.¹

ثانياً: توسعت الهوية بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي: لأن التوسع في القطاع المالي فاق الحد المعقول، بمعنى أنه تجاوز الاحتياطات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد ببعيد، و ذلك بعد ما اكسب رأس المال المالي (التمويل) حرية كبيرة في الحركة مع تنامي ظاهرة العولمة المالية و ما صاحبها من تفكيك للقيود على انتقال الأموال. إن حركة الأموال في القطاع المالي لا تخدم الإنتاج بل تخدم أغراض المضاربين و المقامرین و المتعطشين للأرباح الضخمة بدون جهد.²

ثالثاً: توريق الرهونات العقارية: و هو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم اختراع جديد اسمه المشتقات المالية و هو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، و أنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون).³

و هذا يعني إصدار البنوك أوراق مالية أو أسهم في ملكية عائد مجموعات متماثلة من القروض العقارية، نتيج

لمن يشتريها أن ينال حصة منها، و أن يتحمل بالتالي جزءاً من مخاطرها (التعثر مثلاً)، و لننتبه هنا أن

القروض العقارية أصل مالي يدر عائداً (أقساط القروض) للبنك أو الصندوق الاستثماري الذي يملكها، و أن أوراق الرهونات العقارية هي بالتالي أصول مشتقة، أي شكل من أشكال المشتقات المالية.

عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات الأخرى بضمان هذه المحفظة و هو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأول بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهونات العقارية.⁴

¹ - عبد السلام عقون، كمال رزيق، الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية و حلولها إسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 4.

² - أسماء دروم، نسرین بن زواي، الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 10.

³ - بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها و بيل معالجتها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، يومي 05-06 جوان 2009، ص 11.

⁴ - بريس عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية-أزمة الرهن العقاري- الملتقى الدولي الثاني بعنوان الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير 06/05 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة ص 12.

رابعاً: **صناديق التحوط و المضاربات:** شهدت السنوات القليلة الماضية ما يسمى بالابتكارات التمويلية و من بينها صناديق التحوط، و صندوق التحوط هو صندوق استثمار تقتصر عضويته على عدد قليل من المستثمرين و يسعى نحو الخسائر المحتملة بعدة وسائل منها البيع على المكشوف و إعادة الشراء و المستقبلات و الخيارات.¹

خامساً: **غياب الرقابة المالية الفعالة:** أثبتت الأزمة المالية الأخيرة ضعف الأجهزة الرقابية التي تركت المجال واسعاً للمؤسسات المالية التي لم تحترم القواعد الاحترازية و منحت قروضا لأطراف غير مؤهلين، كما توسعت في عملية التوريق بإصدارها لسندات مختلفة الجودة و وضعها في محفظة واحدة منحت لها مؤسسات التقييط نقاطاً تفوت جودتها. هذا زيادة على عدم تماثل المعلومة و انعدام الشفافية التي تجسدت في تقديم معلومات مظلمة عن الوضعيات المالية لمختلف الأطراف.²

سادساً: **التضخم الشديد في القطاع المالي:** بظهور نظام أسعار الصرف المعمومة و بروز فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة، و مجيء المنظمة العالمية للتجارة، فتحت الأبواب أمام تحركات الأموال عبر الحدود و كان لذلك تداعيات خطيرة أهمها فتح الباب لعمليات مستحدثة و التي أطلقت العنان لنمو قطاع مالي ضخم.³

سابعاً: **المتاجرة في المخاطر:** مع تعويم العملات ظهرت الحاجة إلى التحوط ضد التقلبات في أسعار الصرف، و قد ظهر ابتكار مالي جديد هو العقود المستقبلية في العملات، و ما المشتقات المالية إلا صورة أحدث للعقود المستقبلية، و مضمون هذه العقود واحد هو الاتجار في المخاطر، و هدفها واحد و هو توزيع المخاطر و التحوط و التأمين ضد ما يترتب عليها من خسائر.⁴

● إن السبب الحقيقي للأزمة المالية العالمية يتمثل في ضعف الرقابة و المتابعة و التقييم على المؤسسات المالية ، بحيث غابت الآليات الفعالة للرقابة على المسؤولين التنفيذيين الذين يشغلون وظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية ، مما جعلهم يتساهلون في منح قروض ائتمانية بمبالغ كبيرة دون مراعاة المعايير الدولية في الأصول الضامنة لهذه القروض.⁵

و الشكل الموالي يشرح أكثر الأسباب الحقيقية التي أدت لحدوث الأزمة المالية:

¹ - حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية و سياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009 ص 10.

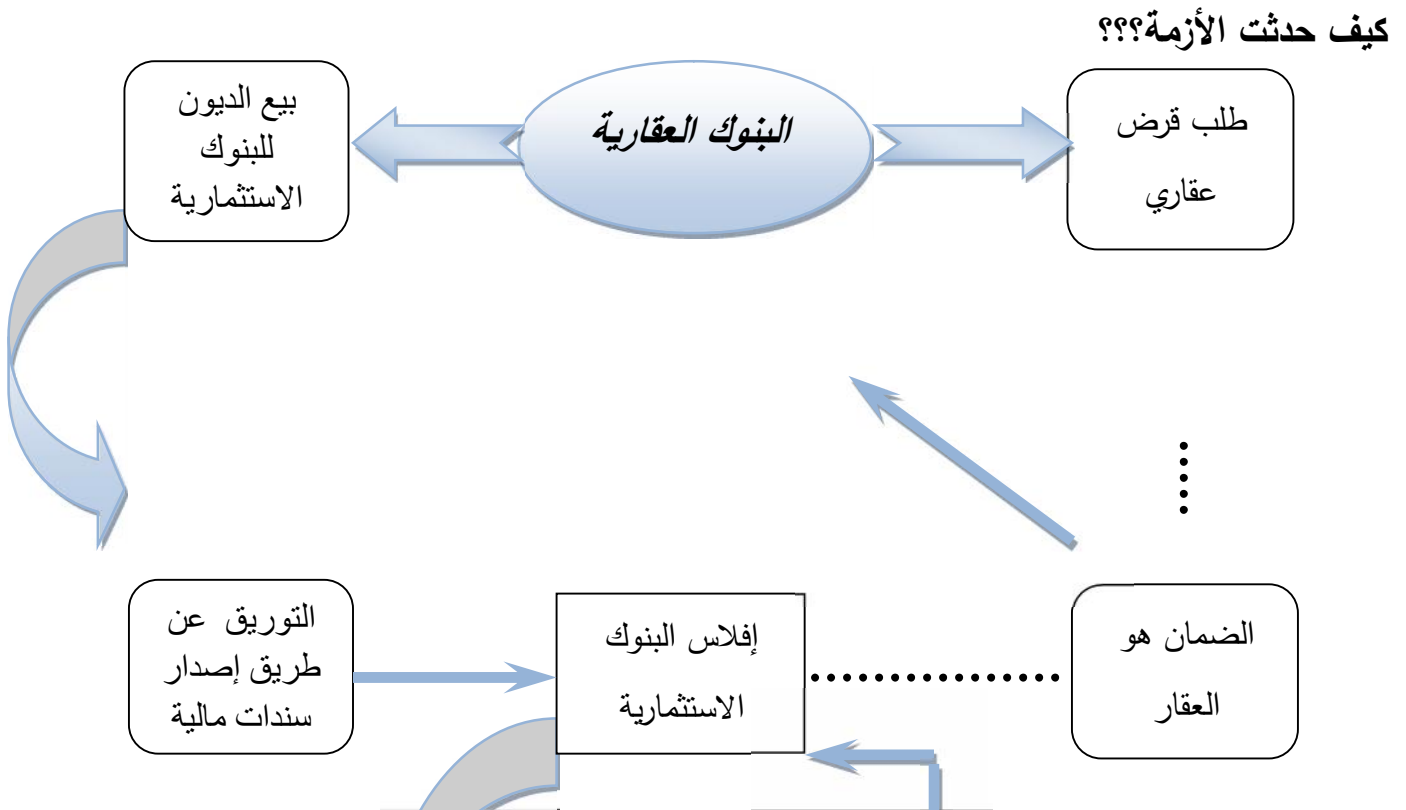
² - عبد الحق بوعتروس، محمد سبتي، السياسة النقدية و الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 149.

³ - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص 10.

⁴ - حسين عبد المطلب الأسرج، المرجع السابق، ص 10.

⁵ - عبد الحميد محفوظ الزقلي، وجهة نظر في الأزمة المالية العالمية، مجلة الرباط، العدد 44، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة،

الشكل رقم (20) :يوضح أسباب الأزمة المالية



المصدر : ناجي بن حسين , "عرض عام حول الأزمة المالية العالمية", جامعة منتوري قسنطينة كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير, PP
2008, ص 04, nadji.benhassine@yahoo.fr

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لحوكمة الشركات

تعاظم الاهتمام بالحوكمة في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والنامية خلال السنوات الأخيرة، وخاصة في أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين؛ وكذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي من تداعيات تلك الانهيارات المالية والمحاسبية لعدد من الشركات الأمريكية العالمية خلال عام 2002. والدول العربية حذت في ذلك حذو هذه الدول بمحاولتها تطبيق معايير الحوكمة.

والحوكمة باختصار يمكن أن تمثل إشراك جميع الأطراف في المؤسسة في عملية اتخاذ القرار أي لا يكون القرار مقتصرًا على مجموعة معينة في المؤسسة الواحدة، وكذلك أن تتوفر المعلومات لجميع الأطراف بشفافية ووضوح وتحديد مسؤولية وحقوق وواجبات جميع المسؤولين عن إدارة المؤسسة، وذلك لتجنب حدوث حالات الفساد الإداري، كما تهدف هذه العوامل إلى التأكد من أن المؤسسات تدار بطريقة سليمة وإنها تخضع للرقابة والمتابعة والمساءلة.

المطلب الأول: تعريف الحوكمة و الهدف منها

نظرا للاهتمام المتزايد بمفهوم الحوكمة خاصة بعد الانهيارات الاقتصادية و المالية التي شهدتها عدد من الدول شرق آسيا و أمريكا اللاتينية و روسيا في التسعينات من القرن الماضي، و كذلك ما شهده الاقتصاد الأمريكي في بداية القرن الحالي فقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية على دراسة هذا المفهوم و تحليله.

الفرع الأول: تعريف الحوكمة

تعود جذور حوكمة الشركات إلى Berle & Means اللذين يعدان أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك في عام 1932. وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة¹.

أما مصطلح حوكمة الشركات فتم البدء باستخدامه مع بداية عقد التسعينيات من القرن الماضي، إذ تزايد استخدام هذا المصطلح بشكل واسع في السنوات الأخيرة منه، وأصبح شائع استخدامه من قبل الخبراء، ولاسيما أولئك العاملون في المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية².

وعند التعرف إلى التجارب الدولية بشأن حوكمة الشركات، نلاحظ أن الولايات المتحدة الأمريكية كانت السبابة في هذا المجال إذ قامت بورصة نيويورك (NYSE) أي (New York Stock Exchange) باقتراح قواعد تلزم الشركات بتحديد مديريين مستقلين لحضور مجلس الإدارة وقامت الرابطة القومية لمديري الشركات بتشكيل لجنة متابعة مخاطر الشركات لتدعيم المديرين المستقلين والمراجعة الدورية للمخاطر المحتملة. أما في اليابان فقد أعلنت بورصة طوكيو بوضع دليل للتطبيقات الجيدة لحوكمة الشركات لكي تهتدي بها المؤسسات اليابانية في سبيل إعداد المعايير التي تتفق مع القانون التجاري الياباني³.

أما المفوضية الأوروبية فقد قامت بتكليف فريق عمل ببروكسيل لمهمة تطوير وتوحيد الإطار القانوني للشركات بهدف الإفصاح وحماية المستثمرين، أما في أمريكا اللاتينية فقد قامت سبع دول في سان باولو بتنفيذ مشاركتهم في رابطة لمؤسسات حوكمة الشركات⁴.

¹ - أبو العطا، نرمين، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد8، 2003، ص 48.

² - سليمان، محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري - دراسة مقارنة-"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 13.

³ - يعقوب فيحاء عبد الله ومحمد، إيمان شاكر، "دور معايير الحوكمة في الحد من الآثار السلبية للعولمة والخصخصة" مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد الخامس، 2007، ص 85.

⁴ - بتول محمد نوري، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في

المنظمات الحديثة، يومي 18 و19 ماي 2011، جامعة سعد دحلب بالبلدية، ص 6.

أما في المنطقة العربية فتعد جمهورية مصر الدولة العربية الرائدة في مجال تطبيق قواعد ومبادئ حوكمة الشركات، وتشير الدراسات إلى انه في عام 2001 تم الانتهاء من أول تقرير لتقويم حوكمة الشركات في مصر، والذي قام به البنك الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية،¹ ويذكر "الرحيلي" بأنه هناك جهود ومحاولات مماثلة في بعض الدول العربية الأخرى مثل لبنان، الأردن، تونس، المغرب وبعض دول الخليج الأخرى.²

لقد تعددت التعريفات المقدمة لمصطلح الحوكمة، بتعدد المهتمين بالمصطلح وانتماءاتهم السياسية والثقافية والاقتصادية والاجتماعية، بحيث يعبر كل تعريف عن وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف، وفيما يلي يقدم بعض التعاريف على سبيل المثال لا الحصر.³

– تعرف الحوكمة بالمفهوم الضيق بأنها النظام الذي بموجبه تتم إدارة الشركات والسيطرة عليها، وبالتالي فهي مجموعة من العلاقات بين جهاز إدارة شركة ما ومجلس إدارتها والمساهمين فيها وأصحاب المصلحة الآخرين. وتوفر الحوكمة الهيكل الذي من خلاله توضع أهداف الشركة وتحديد وسائل تحقيق تلك الأهداف ومتابعة الأداء.⁴

– أما التعريف الواسع فيضيف إلى ما ذكر أعلاه تعظيم مساهمة الشركة في الاقتصاد العام وبالتالي التطرق إلى العلاقة بين المساهمين والدائنين وعلاقة الشركة بأصحاب المصالح كالموظفين والموردين والعملاء والجمهور، والمسؤولية الاجتماعية للشركات مثل التبرعات الخيرية والاهتمامات البيئية وغيرها.⁵

تعريف الحوكمة من طرف بعض الهيئات الدولية:

• كما تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OCDE بأنها "نظام يتم بواسطته توجيه منظمات الأعمال و الرقابة عليها، حيث تحدد هيكل و إطار توزيع الواجبات و المسؤوليات بين المساهمين في الشركة قبل مجلس الإدارة و المديرين و غيرهم من أصحاب المصالح".⁶

¹ – أبو العطا نزمين، مرجع سابق، ص 50.

² – الرحيلي عوض سلامة، "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية -"، بحوث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005، ص 8.

³ – البنك الأهلي المصري، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات. النشرة الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، 2003، ص 11.

⁴ – سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري - دراسة مقارنة-"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 13.

⁵ – يعقوب فيحاء عبد الله ومحمد، إيمان شاكرا، مرجع سابق، ص 85.

⁶ – دهمش نعيم إسحق أبو زر عفاف، تحسين و تطوير الحوكمة المؤسسية في البنوك، مجلة البنوك في الأردن، العدد العاشر، المجلد الثاني و

العشرون، ديسمبر 2003، ص 27.

- فتعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات و التحكم في أعمالها".¹
- الحوكمة هي نظام لمواجهة الاستبداد الإداري في المؤسسات المختلفة ذلك الاستبداد الذي تخلقه العلاقة الهرمية بين الرؤساء والمرؤوسين أو بين مصدري القرارات والمتلقين لها ، وقد ظهر هذا المفهوم في البداية لمواجهة ظواهر الفساد والاستبداد التي أدت إلى انهيار عدد كبير من المؤسسات الاقتصادية بسبب عدم وجود آلية منضبطة لمحاسبة رؤساء هذه المؤسسات وغياب الشفافية ، وعدم أحقية العاملين في هذه المؤسسات أو الجمهور المتلقي لخدماتها في مناقشة قرارات هؤلاء المسؤولين وذلك على الرغم من أن هذا الجمهور هو صاحب المصلحة المباشرة المستهدفة من هذه القرارات²، و المقصود بالحوكمة هو ضمان مصالح جميع الأطراف المدراء Managers، والمستخدمون Employees، والمجهزون Suppliers، والزبائن Customers، والمراقبون Controllers، وأصحاب المصالح Stakeholders، والمساهمون Shareholders، والمجتمع Society.³

و من خلال التعريفات السابقة تتضح عدة معان أساسية لحوكمة الشركات أهمها:⁴

- مجموعة من الأنظمة الخاصة بالرقابة على أداء الشركات.
- تنظيم العلاقات بين مجلس الإدارة و المديرين و المساهمين و أصحاب المصالح.
- وجوب أن تدار الشركات لصالح المساهمين و المستثمرين.
- مجموعة من القواعد التي يتم بموجبها إدارة الشركة و الرقابة عليها وفق هيكل معين و منظم يتضمن توزيع الحقوق و الواجبات بين المشاركة في إدارة الشركة، مثل مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين و المساهمين.
- مجموعة من المفاهيم و الأهداف و الإدارة و الرقابة، و التي تتضمن حوافز مناسبة لمجلس الإدارة و الإدارة العليا لتتبع الأهداف التي وضعت من أجل إنماء المؤسسة و تطويرها و تحقيق المتابعة الفعالة و المستمرة و الإشراف على استخدام الأمتل لمواردها بكفاءة و نزاهة عالية.

¹ - محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة و معاييرها بنك الاستثمار القومي، جوان 2007، ص4 مقال متاح على الموقع الالكتروني :

<http://www.saaaid.net/Doat/hasn/hawkama.doc> a 15/03/2014 h22:30

² - مجذوب محمود سامي، دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات و أثرها على جودة القوائم المالية، بحث مقدم في مؤتمر الإسكندرية أيام 8-10 سبتمبر 2005 ، ص 84.

³ - الشمري صادق راشد، "الحوكمة دليل عمل للإصلاح المالي والمؤسسي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 17، 2008، ص 118.

⁴ - البشير محمد، كلمة افتتاحية لفعاليات المؤتمر العلمي المهني الخامس - جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، " التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة "، مجلة المدقق ، العدد ، 6 ، 2003 ، ص 56-57 .

■ يعتبر تعريف الحوكمة ذو أهمية كبيرة بالنسبة لمحتوى ونطاق قواعد الحوكمة، بالرغم من أن المسائل الأساسية مثل الشفافية والمساءلة والإنصاف والمسؤولية تبقى عناوين أساسية مهما اختلف التعريف. وبالتالي تكون الخطوط الأولى هي اعتماد التعريف الذي سيتم إعداد القواعد بناء عليه.

الفرع الثاني: أهداف الحوكمة

تهدف قواعد الحوكمة إلى ضبط وتوجيه الممارسات الإدارية و المالية والفنية واحترام الضوابط والسياسات المرسومة ، فهي تتناول الممارسة السليمة للقواعد وتساعد على جذب الاستثمارات، وزيادة القدرة التنافسية ومحاربة الفساد بكل صور ه سواء كان إدارياً أو مالياً أو محاسبياً، وتدعيم استقرار أسواق المال وتحسين الاقتصاد وذلك من خلال ما يلي¹:

1. حماية حقوق المساهمين: وذلك من خلال الاحتفاظ بسجلات لتثبيت ملكيتهم بالأسمم والشفافية بالمعلومات وتقديمتها في الوقت المناسب، فضلاً عن ضمان حقوق المساهم بما في ذلك حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والحصول على حصة من الأرباح السنوية.
2. تحقيق العدالة: وتعني الاعتراف بحقوق جميع الأطراف ذات المصالح بالشركة وبالشكل الذي يضمن تحقيق العدالة والمساواة بين المساهمين سواء كانوا داخل أو خارج الشركة.
3. حماية مصالح الأطراف المختلفة ذات العلاقة بالشركة: وهذا ما يتطلب زرع روح الانتماء والولاء للمتعاملين مع الشركة وفي مقدمة ذلك العاملين بها.
4. توفير المعلومات ودعم سلامة قنوات الاتصال: أن توفير المعلومات المفيدة ذات الحقائق المتمثلة بالدقة والملائمة لجميع الأطراف ذات العلاقة بعمل الشركة كل ذلك يعكس سلامة وصحة التحكم المؤسسي في الشركة فضلاً عن سلامة أنظمة الرقابة الداخلية والخارجية وتطبيق القواعد والقوانين كلها تدعم حوكمة الشركات وبما ينعكس في سلامة أداء الشركة.
5. إستراتيجية الشركة: تنتهج الشركات مجموعة من الإستراتيجيات التي تستهدف من ورائها البقاء ضمن دائرة المنافسة وتحقيق الميزة التنافسية من خلال إضافة قيمة لها في القطاع أو السوق الذي تعمل به. إذ يتم من خلالها تحديد نقاط القوة والضعف في الشركة وفعاليتها مع الفرص والتهديدات البيئية وبعتماد منهجية التحليل الاستراتيجي².

¹ -النواس رافد عبيد، "اثر حوكمة الشركات على جودة أداء مراقب الحسابات - أنموذج مقترح"- مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد رقم 14، العدد 2000،50، ص 243.

² - البشير محمد، "التحكم المؤسسي ومدقق الحسابات"، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، المؤتمر العلمي المهني الخامس تحت شعار التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة، عمان، الأردن، 2003، ص 3.

6. التأكد من قدرة المساهمين في ممارسة سلطتهم بالتدخل في حالة ظهور المشاكل، و مساندة جهود الإدارة على المدى الطويل.¹

7. تدفق الأموال المحلية و الدولية و تشجيع جذب الاستثمار.²

وتسعى حوكمة الشركات من خلال الأهداف إلى تحقيق ما يلي:³

1. تحسين أداء الشركات و ذلك بتعزيز وتفعيل أداء الشركات وتعظيم القيمة السوقية
2. وضع الأنظمة الكفيلة بمعالجة الغش وتضارب المصالح والتصرفات غير المقبولة مادياً وأدائياً وأخلاقياً.
3. وضع أنظمة الرقابة على إدارة الشركات وأعضاء مجلس إدارتها.
4. وضع أنظمة لإدارة الشركة وفقاً لهيكل يحدد توزيع كل الحقوق والمسؤوليات فيما بين (المشاركين) مجلس الإدارة والمساهمين.
5. وضع القواعد والإجراءات المتعلقة بسير العمل داخل الشركة لتحقيق أهدافها.
6. العمل على توفير الضمانات الكافية للحد من الفساد الإداري والمالي.

الفرع الثالث : مبادئ الحوكمة

لعل أهم مبادئ الحوكمة هو ما أصدرته منظمة التعاون والتنمية (OECD) في عام 1999 تحت عنوان مبادئ حوكمة الشركات، وهي ليست المبادئ الوحيدة، كما أنها تعمل بمثابة مرجعيات للاستعانة والاسترشاد بها، وهي ليست ملزمة ولا تستهدف تقديم توجيهات تفصيلية للقوانين والتشريعات الخاصة بالدول المختلفة، وإنما تترك الأمور لكل دولة للاختيار وفقاً لظروفها الاقتصادية والاجتماعية الخاصة، وبما يتناسب معها،⁴ وهي كالتالي:

أ تأكيد أساس الإطار الفعال لحوكمة الشركات : تعين أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تنمية أسواق تتسم بالشفافية والكفاءة، كما يتعين أن يتمشى مع حكم القانون وأن يصيغ بوضوح تقسيم المسؤوليات بين السلطات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية.⁵

¹ - عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاته، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006، ص ص 78، 79.

² - مجلة اقتصاد و أسواق، العدد (57)، مارس 2008، السنة الخامسة، ص 15.

³ - إبراهيم محمد عبد الفتاح، "نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية"، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الأول تحت شعار التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2005، ص 30-31.

⁴ - محسن أحمد الخضيرى، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، مصر، 2005، ص 128

⁵ - يوسف، محمد طارق، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات"، بحث وأوراق عمل لمؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007، ص 7.

ب حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية: يتعين أن يقوم إطار حوكمة الشركات بحماية ممارسة المساهمين لحقوقهم وتيسير ذلك.¹

ج معاملة المساهمين بإنصاف: يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات المعاملة المنصفة لكافة المساهمين بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب، إذ يجب أن تتاح لهم جميعاً الفرصة للحصول على معالجة فعالة عند حدوث انتهاك لأي من حقوقهم.²

د دور ذوي الشأن في حوكمة الشركات: يتعين أن يسلم إطار حوكمة الشركات بحقوق ذوي الشأن، تلك الحقوق التي أرساها القانون أو الاتفاقيات المتبادلة بل ويتعين عليه تشجيع التعاون النشط بين المؤسسات وذوي الشأن في إيجاد الثروة وخلق الوظائف والعمل على استمرار المشروعات التي تتمتع بموقف مالي قوى.

هـ مسؤوليات مجلس الإدارة: يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات أن الشركة يجرى إرشادها إرشاداً إستراتيجياً وكذلك المتابعة المتواصلة الفعالة للإدارة التي يمارسها المجلس ومثول المجلس للمحاسبة أمام الشركة والمساهمين. و الإفصاح والشفافية: يتعين أن يكفل إطار حوكمة الشركات الإفصاح - في الوقت المناسب وعلى نحو دقيق- عن كافة الأمور الجوهرية المتعلقة بالمؤسسة، وتشتمل تلك على الموقف المالي للشركة وأداءها وملكيته وحوكمتها.³

يستنتج من هذه التعريفات أن الشفافية تتضمن وضوح التشريعات و دقة الأعمال المنجزة داخل التنظيمات و إتباع تعليمات و ممارسات إدارية واضحة و سهلة للوصول إلى اتخاذ قرارات على درجة كبيرة من الموضوعية و الدقة و الوضوح.⁴

والغاية من مبادئ حوكمة الشركات هو استقرار الأسواق المالية وتخفيض التلاعب فيها وحماية المستثمرين وهذا وما تزيد من أداء وكفاءة الأسواق.

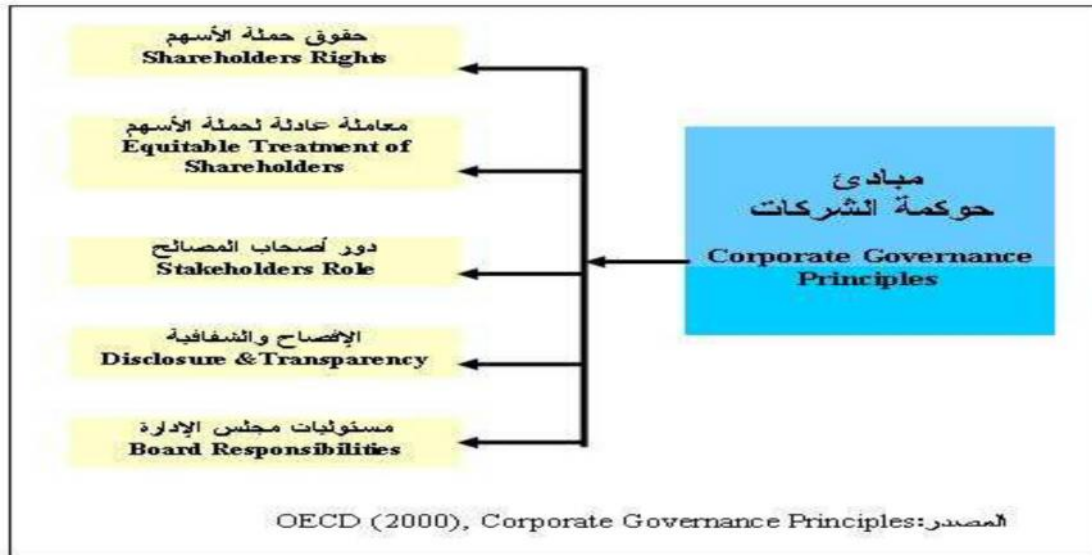
الشكل رقم(21): مبادئ حوكمة الشركات

¹ - آل خليفة إمام حامد، "صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة"، بحوث وأوراق عمل لمؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007، ص 98.

² - فاطمة الزهراء طاهري، عيسوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، ورقة عمل للملتقى الوطني الأول حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد الإداري، أيام 06/07/2012، الجزائر، ص 9.

³ - جون سوليفان، الكسندر شكولنيكوف، أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع: .
http://www.cipe-arabia.org . à 21/03/2012 , h 22:27

⁴ - سعيد علي الراشدي، الإدارة بالشفافية، دار كنوز المعرفة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص 16.



المطلب الثالث: أهميه حوكمة الشركات و محدداتها :

إن نطاق حوكمة الشركات قد يتسع لأكثر مما سبق ذكره لتمتد أهدافه وأهميته خارج حدود مصلحة الشركة ذاتها ومصلحة حملة الأسهم وأصحاب المصلحة الآخرين ، وفي هذا المجال نرى ، انه من الأهمية تناول هذا الجانب بمزيد من البحث والتحليل وذلك من خلال إبراز أهمية حوكمة الشركات في المجالات الاقتصادية ، فضلا عن أهميتها في المجالات القانونية إضافة إلى الأهمية بالنسبة للمساهمين وبالنسبة للشركة.

الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية و القانونية للحوكمة:

لقد تعاضمت في الآونة الأخيرة أهمية حوكمة الشركات بشكل كبير لتحقيق التنمية الاقتصادية وتوفير الحصانة القانونية وتعزيز الرفاهية الاجتماعية للشعوب.¹

أولاً: - الأهمية الاقتصادية:

تعد حوكمة الشركات ذات أهمية بالنسبة للاقتصاد كله ، إذ إن هناك ارتباطا وثيقا بين حوكمة الشركات ونظام الاقتصاد في أي بلد ، فالمشاكل الناجمة عن ضعف حوكمة الشركات لا تعزى فقط إلى فشل الاستثمارات ، وإنما تمتد إلى ابعاد من ذلك متمثلة في ضعف مستويات الثقة العامة في الأعمال كلها ، حيث أن المسألة لا تعد مجرد انهيار سمعة القليل من الشركات أو ضعف الاحترام للبعض من مدرائها بل إن المسألة تشير إلى فقدان مصداقية النظام الاقتصادي كله ، وعليه يجب النظر إلى تحسين حوكمة الشركات وكأنه يمثل كسباً لكافة الأطراف ذات الصلة ، فهو يعد كسبا للشركة من خلال تحسين الأداء وتخفيض تكاليف الحصول على رأس

¹ - التميمي عباس حميد يحيى، "اثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات العراقية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في فلسفة المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2008، ص 74.

المال , وبعد كسبا لحملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة وفي المدى الطويل¹ , وأخيرا فهو يعد كسبا للاقتصاد القومي من خلال النشاط المستقر والمستمر والأكثر كفاءة للشركات التي تعمل في ظلّه² .

ثانيا:- الأهمية القانونية:

تتمثل الأهمية القانونية لحوكمة الشركات في قدرة المعايير التي تستند إليها حوكمة الشركات على الوفاء بحقوق كافة الأطراف المستفيدة في الشركة مثل حملة الأسهم والمقرضين والعاملين وغيرهم , وتعد القوانين والمعايير المنظمة لعمل الشركات (مثل قوانين الشركات وقوانين الأسواق المالية والمعايير المحاسبية والتدقيقية) العمود الفقري لإطار حوكمة الشركات , إذ تنظم تلك القوانين و المعايير العلاقة بين الأطراف المهتمة بالشركة والمعنية بالاقتصاد كله , ويشير Zingales في هذا الصدد إلى إن الأشكال المختلفة للعقود بين كافة الأطراف المعنية في الشركة تمثل حجر الأساس في تنظيم العلاقات التعاقدية بينهم بالشكل الذي يعمل على ضمان حقوق كل طرف منهم هذا وتأتي أهمية حوكمة الشركات من الناحية القانونية و المحاسبية للتغلب على سلبيات تنفيذ التعاقدات التي يمكن أن تنتج عن الممارسات السلبية التي تنتهك صيغ العقود المبرمة أو القوانين والقرارات والنظم الأساسية المنظمة للشركة .³

وفي المقابل تعد القوانين والأنظمة صمام الأمان الرئيس الذي يضمن حوكمة جيدة للشركات كما إن كلا من معايير الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية الأخرى يجب إن تشكل عصب مبادئ حوكمة الشركات , هذا وقد اقترحت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) سنة 2002 بان يتم إصدار قواعد أو دساتير لحوكمة الشركات Codes Of Corporate Governance يمكن أن يتم تضمينها بكل من قوانين أسواق رأس المال والشركات مع ضمان كفاءة المناخ التنظيمي والرقابي , حيث يتعاطم دور أجهزة الإشراف في متابعة الأسواق وذلك بالاستناد إلى دعامتين هامتين هما الإفصاح والشفافية والمعايير المحاسبية السليمة .⁴

الفرع الثاني: الأهمية بالنسبة للشركات و المساهمين

¹ - محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص23.

² - عبد الرحمان المجدان، حوكمة المؤسسات وإمكانية نجاحها في العراق،_المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 2، 2006، جامعة الروح القدس، لبنان، ص 21.

³ - عيد الوهاب نصر على، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006، ص23.

⁴ - عيد الوهاب نصر على شحاتة، المرجع السابق ، ص ص79،78

أولاً: الأهمية بالنسبة للشركات:¹

- تمكن في رفع الكفاءة الاقتصادية للشركة من خلال وضع أسس للعلاقات بين مديري الشركة و مجلس الإدارة و المساهمين.
- تعمل على وضع الإطار التنظيمي الذي يمكن من خلاله تحديد أهداف الشركة و سبل تحقيقها من خلال توفير الحوافز المناسبة لأعضاء مجلس الإدارة التنفيذية لكي يعملوا على تحقيق أهداف الشركة التي تراعي مصلحة المساهمين.
- تؤدي إلى الانفتاح على الأسواق العالمية و جذب قاعدة عريضة من المستثمرين(بالأخص الأجانب) لتمويل المشاريع التوسعية، فإذا كانت الشركة لا تعتمد على الاستثمارات الأجنبية، يمكنها زيادة ثقل المستثمر المحلي و بالتالي زيادة رأس المال بتكلفة أقل.
- تحظى الشركات التي تطبق الحوكمة بزيادة ثقة المستثمرين لان تطبيق الحوكمة يصمن حماية حقوقهم و لذلك نجد إن المستثمرين في الشركات التي تطبق الحوكمة جيداً ، قد يقوموا بالتفكير جيداً قبل بيع أسهمهم في تلك الشركة حتى عندما تتعرض لآزمات مؤقتة تؤدي إلى انخفاض الأسعار أسهمهم لثقتهم في قدرة الشركة على التغلب على تلك الآزمات مما يجعل تلك الشركة قادرة على الصمود في فترة الآزمات.

ثانياً: الأهمية بالنسبة للمساهمين: أما أهمية الحوكمة داخل الشركة بالنسبة للمساهمين فتكمن فيما يلي:²

- تساعد في ضمان الحقوق لكافة المساهمين مثل حق التصويت حق المشاركة في القرارات الخاصة بأي تغييرات جوهرية قد تؤثر على أداء الشركة في المستقبل.
- الإفصاح الكامل على أداء الشركة و الوضع المالي و القرارات الجوهرية المتخذة من قبل الإدارة العليا يساعد المساهمين على تحديد المخاطر المترتبة على الاستثمار في هذه الشركات.
- زيادة قيمة استثمارات حملة الأسهم إلى أقصى درجة ممكنة على المدى الطويل، وذلك عن طريق تحسين أداء الشركات، و ترشيد اتخاذ القرارات فيها. ويتضمن ذلك إعداد حوافز وإجراءات تخدم مصالح حملة الأسهم، و تحترم في نفس الوقت مصالح غيرهم بالشركة.³

¹ - بورصتي القاهرة و الإسكندرية، حوكمة الشركات، ص ص 5،6 على الموقع الالكتروني :

www.egyptse.com/pdf/aug-05_Egypt_Code_of_CG_a.pdf a 20/05/2014 ;h 22:00 .

² - الدوجي، علي حسين، "حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل ونزاهة التقارير المالية"، مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد السابع، 2009، ص 14.

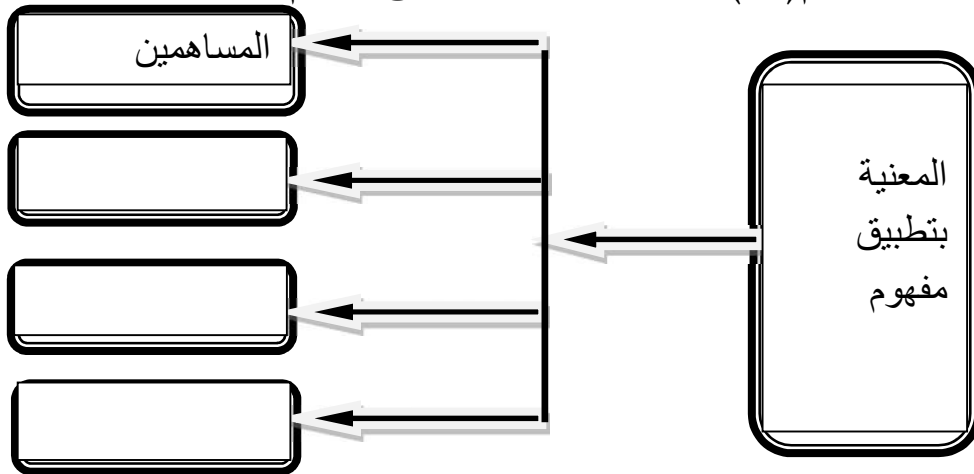
³ - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، على الموقع:

* ولا يمكن فصل ملامح الحوكمة تلك عن المناخ العام الذي تعمل فيه الشركات. فتذكر منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "أن حوكمة الشركات ليست سوى جزء من محيط اقتصادي أكثر ضخامة تعمل في نطاقه المنشآت، والذي يضم، على سبيل المثال، سياسات الاقتصاد الكلي ودرجة المنافسة في أسواق المنتج، والبيئة القانونية والتنظيمية" ، يضاف إلى ذلك عوامل، مثل: أخلاقيات الأعمال، ومدى إدراك الشركات بالمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمعات التي تعمل فيها الشركة، والتي يمكن أن يكون لها أثر على سمعتها، ونجاحها في الأجل الطويل.

الفرع الثالث: الأطراف المعنية بتطبيق حوكمة الشركات

يجب ملاحظة أن هناك أربعة أطراف رئيسية تتأثر و تؤثر في التطبيق السليم لقواعد حوكمة الشركات، و تحدد إلى درجة كبيرة مدى نجاح أو الفشل في تطبيق هذه القواعد، و الموضحة فيما يلي¹:

شكل رقم(22): الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات



المصدر: محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص17.

1. **المساهمين:** يقصد بالمساهمين، الحائزين على الأسهم في الشركة ذات الأسهم و حاملي الحصص في المؤسسات ذات القانون الأساسي لشركة ذات مسؤولية محدودة. و يتمتعون بحقوق محددة وفقا للقانون و بالوثائق التعاقدية الأخرى، و من خلال تنفيذ قواعد الحوكمة، يتم استهداف التقيد و التمسك بالحقوق بدلا من

¹ - محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 18.

تسهيل نشاط المؤسسة بواسطة الأحكام الخاصة و السماح بذلك للمساهمين بإبراز حقوقهم بطريقة أكثر نزاهة و شفافة.¹

2. الإدارة: و هي المسئولة عن الإدارة الفعلية للشركة و تقديم التقارير الخاصة بالأداء إلى مجلس الإدارة ، و تعتبر إدارة الشركة هي المسئولة عن تعظيم أرباح الشركة و زيادة قيمتها بالإضافة إلى مسؤوليتها تجاه الإفصاح و الشفافية في المعلومات التي تنشرها للمساهمين.

3. أصحاب المصالح: و هم مجموعة من الأطراف لهم مصالح داخل الشركة مثل الدائنين و الموردين و العمال و الموظفين، و يجب ملاحظة أن هؤلاء الأطراف يكون لديهم مصالح قد تكون متعارضة و مختلفة في بعض الأحيان، فالدائنون على سبيل المثال، يهتمون بمقدرة الشركة على السداد، في حين يهتم العمال و الموظفين على مقدرة الشركة على الاستمرار.²

4. مجلس الإدارة: و هم من المساهمين و أيضا الأطراف الأخرى مثل أصحاب المصالح.

¹ - سليم عثماني و فريق العمل المكلف بتحرير الميثاق الجزائري للحكم الراشد للمؤسسة (GOAL)، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، انجاز، تصميم و إنتاج TBWA/DJAZ، 2009، ص ص 30-31.

² - جون سوليفان وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد و العشرين، ترجمة سمير كرم، إصدار المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003، ص 17-

المبحث الثالث: علاقة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية وحوكمة الشركات

أصبحت حوكمة الشركات عاملاً رئيسياً يؤثر في نجاح أعمال الأسواق الناشئة. وفي الوقت الذي يخلق فيه الاقتصاد العالمي فرصاً متزايدة، وكذلك تهديدات تنافسية، يعد تأسيس ممارسات رشيدة لحوكمة الشركات جزءاً مهماً من أية إستراتيجية تهدف للنجاح. وبالنسبة للشركات، يعمل تطوير الحوكمة بها على جذب استثمارات أكثر في مقابل تكلفة أقل، ويعزز إستراتيجية الشركة وتنفيذها، كما يوضح حدود تحمل المسؤولية، ويحمي المساهمين، ويجذب موظفين أكفاء ويحتفظ بهم. وبالنسبة للمساهمين ذوي الحصة الحاكمة (الأسر المؤسسة في الغالب)، توضح حوكمة الشركات الأدوار، وتسمح بالاحتراف المتواصل لكبار التنفيذيين، وفي الوقت ذاته تضمن تحمل المسؤولية، وترفع من قيمة المؤسسة. وبالنسبة للمجتمع ككل فهي تحد من وقوع حالات الفساد، وتقلل من مخاطرة الأزمات، وتحسن الإنتاج.

المطلب الأول: علاقة الأزمات بحوكمة الشركات

لقد شكل تكرار و انتشار عدوى الأزمات المالية عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق و الاهتمام لما ينتج عنها من آثار سلبية حادة و خطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي و السياسي للدول المعنية لتنتقل بعد ذلك إلى الدول الأخرى، حيث من أهم أسباب انهيار الشركات خلال الأزمة الأخيرة هو افتقار إدارتها إلى الممارسة السليمة في الرقابة و الإشراف و نقص الخبرة و المهارات بالإضافة إلى نقص الشفافية و عدم إظهار البيانات و المعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية لهذه الشركات ، لذا تعتبر الحوكمة المخرج السريع و الحل المتكامل و الفعال لكل هذه السلبيات.

الفرع الأول: الأزمة الاقتصادية الحالية و علاقتها بالحوكمة

إن العلاقة بين الأزمة المالية العالمية و الحوكمة بالغة الأهمية، حيث كشفت الأزمة حالات كثيرة للفشل في قواعد الحوكمة و تركيبة مجالس الإدارة و إدارة المخاطر، بالإضافة إلى فشل الجهات التنظيمية و الرقابية في كثير من الدول في تقدير بصورة سليمة و صحيحة حجم المخاطر و لم تترجمها إلى إجراءات تنفيذية واضحة و بسيطة.¹

و لقد تبين للجميع أن من بين الدوافع التي أدت إلى تفاقم الأزمة الاقتصادية و المالية الحالية هو عدم التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات خاصة فيما يتعلق بإدارة المخاطر و أجور المسيرين هذين المبدئي هما المعايير الأخلاقية التي تنص عليهم معظم مبادئ حوكمة الشركات الصادرة من المنظمات الاقتصادية و الهيئات الرقابية العالمية.²

كما أكد المشاركون في مراجعة مبادئ حوكمة الشركات الخاصة بمنظمة التعاون الاقتصادي و التنمية أن الفجوة في تنفيذ حوكمة الشركات في القطاع المالي أسهمت بشكل يقين و كبير في انتشار الأزمة المالية، و أن حوكمة الشركات أيضا تساعد بشكل كبير في إدارة المخاطر المالية.³

نرى أن نظام الأجور و العلاوات و المكافآت لعب دورا مهما في هذه الأزمة و تعتبر من مخلفات الأزمة الاقتصادية، فمع تفاقم الأزمة المالية ظهرت إلى الوجود مسالة علاوات و مكافآت مسيري الشركات خاصة منها تلك التي يتم تداول أسهمها بالبورصة و الذي يعتبر منافي لمبادئ حوكمة الشركات حيث أن هذه الأخيرة تنص على ضرورة أن يكون توافق بين أجور المسيرين و الأهداف طويلة الأجل للمؤسسات و لمساهميها و تنص نفس المبادئ على أن الأجور التي يتقاضاها المسيرين يجب أن تكون محسوبة على أساس مؤشرات كمية تركز على الأهداف الإستراتيجية دون مراعاة الأداء المحقق من العمليات قصيرة الأجل.⁴

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية من وجهة نظر الحوكمة

¹ - ناصر السعيد، دور حوكمة الشركات في الأزمة بالتطبيق على دول مجلس التعاون، ملتقى حول: آثار الأزمة المالية و بعض الحلول المقترحة، نظمتها هيئة الأوراق المالية و السلع، أبو ظبي يوم 2009/01/26 متاح على الموقع:

http://awareness.sca.ae/news/pages/2009: 1 -26.aspx ,à18/04/ 2014 ,h 20 :50

² - عبد الرحمان العايب، بالرقى تبجاني، إشكالية حوكمة الشركات و التزاميه احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة، الملتقى الدولي حول الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار- عنابة، 18-19/11/2009، ص 11.

³ - شريقي عمر، دور و أهمية الحوكمة في استقرار النظام المالي، الملتقى العامي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 12.

⁴ - عبد الرحمان العايب، بالرقى تبجاني، مرجع سابق، ص 12.

يوجد العديد من أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية و من بين هذه الأسباب التي تنتج من ضعف الحوكمة و هي كما يلي:

-الجشع والمقامرة : صناديق التحوط والصناديق السيادية:

شهدت السنوات الماضية ، ما يسمى بالابتكارات التمويلية ومن بينها صناديق التحوط و الصناديق السيادية و صندوق التحوط هو صندوق استثمار،العضوية فيه مفتوحة لعدد قليل من المستثمرين.

ويقوم هذا الصندوق بموافقة الجهة الرقابية الخاضع لها بأنشطة متعددة . و تحصل إدارته في مقابل ذلك على رسوم إدارة وحوافز حسن الأداء إذا تخطى العائد المحقق نسبة معينة يتم الاتفاق عليها،والمفروض أن تسعى صناديق التحوط نحو اتقاء الخسائر المحتملة التي قد تتعرض لها في الأسواق التي تستثمر فيها ، ويتم ذلك عادة بعدة وسائل من بينها البيع على المكشوف . وقد تستخدم صناديق التحوط الرافعة المالية- أي الاقتراض إلى جانب الأموال الأصلية - بحيث تزيد من حجم عملياتها ، أملا في تحقيق ربح أكبر.

-غياب الشفافية: و يتجلى ذلك في قيام البورصات و البنوك بالتستر على خسائرها، و عدم إظهار المعلومات الحقيقية في قوائمها المالية، بحيث يتم التعتيم عن الخسائر و الديون المعدومة، و نجد أن مدراء البنوك و البورصات ينشرون قوائم مالية غير حقيقية، لا يشرون فيها إلى الديون المعدومة، و محتولة استفادة من هذه المعلومات، ناهيك عن وجود تواطؤ بين رجال السياسة و أرباب المال و مدراء المؤسسات المالية، و لقد ساعد في ذلك ضعف رقابة أجهزة الدولة، و ترك الحرية الكاملة للسوق، بحيث أربعة أخماس أعمال المؤسسات المالية كان يتم خارج الميزانية.¹

الفرع الثالث: وجهة نظر الحوكمة لحلول الأزمة المالية الحالية

إن الدراسات و الأبحاث أثبتت أهمية الحوكمة في معالجة الأزمات المالية، و لعل الأزمة الراهنة التي يشهدها الاقتصاد العالمي أعادت طرح الموضوع بشكل بارز، وجعلت التطبيقات السليمة في مجال إدارة المخاطر و ممارسة رقابة فعالة صمن أولويات تطبيق حوكمة جيدة و من بين الحلول الممكن تطبيقها من منظور الحوكمة لحل أو تفادي مخاطر الأزمة المالية الحالية أو أي أزمة كانت كالآتي:

¹ - عبد السلام عقون، كمال رزيق، الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسمايلية و حلولها إسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة، جامعة فرحات عباس - سطيف،- أيام 20- 21 أكتوبر 2009 ، ص 4.

- بالمعنى الواسع للدولة عليها أن تضطلع بدور بالغ الأهمية في هذه العملية نظرا إلى دورها في حماية المصلحة العامة التي تغلب على المصالح الفكرية أو الجزئية التي تظهر داخل المجتمع، فالدولة هي صانعة القواعد القانونية و هي المسؤولة عن مراقبة تنفيذها و هو ما يوجب دعم أجهزة الرقابة على الأسواق المالية.
- ضرورة أن ينهض القانون بدور هام في مراقبة النظام المالي الذي يحكم الأدوات المالية المبتكرة.
- ضرورة إعادة توجيه نظام إدارة الأسواق صوب حوكمة أفضل تتمتع بشافية أكبر، و على الصعيد الدولي لا بد من إعادة التفكير في دور و تركيب و إدارة العولمة الاقتصادية و المالية و تعزيز القواعد المنظمة بشكل متعقل.
- في وقت الأزمة فإن عملية التنظيم سوف تساعد على إنعاش الاقتصاد و لكن يجب أن يلاحظ في ذات الوقت أن كثرة القواعد التنظيمية قد يكون من شأنه أن يخنق الاقتصاد الذي أضحي لاهثا بالفعل، على أنه في ذات الوقت فإن التراخي في التنظيم الرشيد سوف يقود بالضرورة إلى أزمة يمكن أن تكون أكثر خطورة.¹
- العمل على وضع لجان للحوكمة على مستوى الأسواق المالية.²
- إن السبب الرئيسي في الكارثة المالية الحالية هو الجشع و الالتفاف على التشريعات و الأنظمة الرقابية و التي وجدت أصلا لحماية الأسواق من المغامرة و التهور و المضاربة غير المتحطة بأموال المودعين و المستثمرين.
- تنشيط دور الرقابة الصارمة على الأسواق المالية العالمية، و إعطاء مزيد من الشفافية على معاملاتها و ردع أصحاب الصفقات المشبوهة.
- وضع ضوابط أكبر على عمليات الإقراض العقاريين و على عمليات تداولها بين المصارف كأصول مستثمرة، كما أنه لا بد من تصحيح هامش الإقراض العقاري مع تغير قيمة العقار في السوق.³
- تعزيز ممارسات حوكمة الشركات، خاصة من خلال تطوير كفاءات و مسؤوليات أعضاء مجالس الإدارة، الذين يجب أن يبقوا على إطلاع دائم على أحدث مستجدات القطاع المالي ليتمكنوا من القيام بالمهام الخاصة بهم، كما يمكن أن يخضعوا إلى التدريب عند الضرورة، و يجب على مجالس الإدارة إجراء تقييم سنوي لأداء أعضائها الذين يجب أن يكونوا مسؤولين أمام المساهمين.
- ربط كل من الأداء على المدى البعيد، و مستوى المخاطر بالنسبة للشركة بمكافآت المسؤولين التنفيذيين و هيكله الحوافز، كما ينبغي توفير مزيد من الإفصاح و الشفافية بشأن نظام مكافآت المسؤولين التنفيذيين، و يجب أن تقوم الشركات بإخضاع نظام المكافآت لتدقيق المساهمين و موافقتهم.⁴

¹ - أحمد فتحي سرور، محاضرات منشورة حول دور القانون في حل الأزمة المالية و الاقتصادية، واشنطن، نوفمبر 2009، على الموقع الإلكتروني: www.parliament.gov_eg/NRrdonlyres/298CD1FF-5800.../Unnamed.pdf le 18/05/2012 ; h 19 :29

² - شريفي عمر، مرجع سابق، ص 12.

³ - حسين بورغدة، مرجع سابق، ص 18.

⁴ - مريم الشريف جنيط، علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 20.

– إلزام كافة الشركات بالمزيد من الإفصاح و الشفافية فيما يخص البيانات المالية و قوائمها، إذ كنا نعتقد بأن نقص الشفافية هي من سمات الدول المتخلفة و إذا بنا نكتشف من خلال هذه الأزمة بأن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى الاقتصاديات المتقدمة حيث وقعت هذه الكارثة و السلطات الرقابية ليست كما يبدو تماماً على علم

بكامل التزامات و مديونيات المؤسسات المالية.¹

المطلب الثاني: الأزمة المالية في الأسواق المالية الناشئة

قد وصلت الأسواق الناشئة إلى مرحلة من النمو المتميز في هذا العقد، شأنها شأن الاقتصاديات الصناعية المتقدمة. وهذا خلق نوعاً جديداً من الحس العام بأن هذه الأسواق الناشئة باتت تتحكم في مصيرها و "انفصلت" عن الدورات التجارية في الدول الصناعية. وانطلاقاً من هذه الرؤية، بدت الأسواق الناشئة تتجنب التأثير بالأزمة الرئيسية الثانوية. ولكن هناك الآن مخاوف متزايدة من أن هذه الاقتصاديات، قد تتعثر في حال تفاقم الأزمة المالية التي تدفع الولايات المتحدة إلى ركود عميق وطويل الأمد. و بعبارة أخرى، فإن الأسواق الناشئة قد لا تزال صاعدة على أذيال البلدان الصناعية.

الفرع الأول: تطورات الأزمة واضطراب الأسواق المالية

تطورت أزمة الأسواق المالية الناشئة التي تفجرت في أغسطس/آب 2007 حتى أصبحت أكبر صدمة مالية منذ الكساد الكبير، ملحقة الضرر البالغ بالأسواق والمؤسسات الأساسية في النظام المالي. وقد بدأ الاضطراب بسبب الارتفاع السريع المستمر في حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية العالية المخاطر في سياق عملية تصحيح رئيسية تشهدها سوق المساكن في أميركا وما أعقبها من ارتفاع حاد في فروق العائد على الأوراق المالية المضمونة بتلك الرهون العقارية بما في ذلك التزامات الدين المضمونة بأصول على نح و يجتذب مراتب ائتمانية مرتفعة. غير أن التداعيات اللاحقة سرعان ما امتدت من خلال نظام مالي شديد الاعتماد على الرفع المالي لتسبب في خفض السيولة في سوق المعاملات بين البنوك وإضعاف كفاية رأس المال وفرض تسوية طارئة لأوضاع مؤسسات وساطة مالية كبرى وإحداث اضطراب عميق في أسواق الائتمان والحث على إعادة تسعير المخاطر في مجموعة كبيرة من الأدوات المالية المختلفة.

¹ – بحث حول الأزمة المالية و دور أجهزة الرقابة المالية على الموقع الإلكتروني:

ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة لم يسبق لها مثيل في السيولة، حيث قفزت أسعار الفائدة على المعاملات بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر بما يتجاوز بكثير أسعار الفائدة على الإقراض لليلة واحدة والمستخدم كآداة للسياسة النقدية، وحدث هذا في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها، وبسبب الزيادة المستمرة في عدم اليقين المحيط بمدى قدرتها المالية وتوزيع خسائر البنوك من حيازات الأوراق المالية المرتبطة بالرهون العقارية العالية المخاطر وغيرها من أشكال الائتمان. وانتشرت حالات نقص السيولة بصورة أوسع نطاقاً حيث لجأت البنوك إلى تخفيض خطوط الائتمان وزيادة هوامش الضمان للأوراق المالية وزيادة طلبات إيداع هامش الوقاية من الوسطاء الماليين الآخرين¹.

الفرع الثاني: الأسواق الناشئة الأفضل أداءً في مرحلة ما بعد الأزمة

كانت أسهم الأسواق الناشئة في معظم الأحيان تمثل خيبة أمل في المشهد الاستثماري في فترة ما بعد الأزمة المالية. ورغم النمو الاقتصادي النشط والتدخل من قبل البنوك المركزية الغربية التي دعمت معظم فئات الأصول - خلال عملية إخضاع عوائد سندات الأسواق الناشئة لأدنى مستوى وصلت إليه على الإطلاق - يظل مؤشر إم إس سي آي القياسي لأسواق السندات الناشئة أقل بنسبة 25% في المائة من الذروة التي وصل إليها قبل الأزمة².

المطلب الثالث: حوكمة المؤسسات أداة للحفاظ على كفاءة واستقرار الأسواق المالية الناشئة

أصبح العالم ينظر إلى حوكمة الشركات على أنها البلمة الشافية الذي من شأنه أن يحقق الجودة والتميز، فهي أداة أساسية لتحسين الأداء وكفاءة أسواق المال مما يؤدي إلى تطوير التنمية الاقتصادية في مختلف الدول التي تتبنى سياسة التوجه نحو السوق، ذلك لأن ممارسات الحوكمة الرشيدة تضمن نزاهة المعاملات المالية من خلال مختلف مبادئها وأدواتها، حيث أن تطبيق حوكمة الشركات يكون ضد الفساد المالي في الشركات، كما يكون أيضاً ضد التلاعب في الأسواق المالية أي أنها تضع الحدود بين الحقوق الخاصة والمصالح العامة وتمنع إساءة استخدام السلطة، وهذا ما أدى إلى مطالبة الشركات المدرجة في الأسواق المالية بالمزيد من الشفافية والرقابة، لأن مستقبل الأسواق المالية منها الناشئة يعتمد على تحسين الحوكمة والإدارة الرشيدة سواء داخل الشركات الكبرى، أو في البيئة المحيطة به. لذلك أصبحت حوكمة الشركات إحدى شروط الانضمام إلى البورصات.

الفرع الأول: معايير الحوكمة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الناشئة

¹ - علي عبد الله شاهين، "الأزمة المالية العالمية أسبابها، وتداعياتها، وتأثيراتها على الاقتصاد"، مقال منشور على الموقع:

www.iugazo.edu.pa/ar/colgupload/news/documents consulté le 25/12/2008 ;h 15:45

² - ناصر السعيد، مرجع سابق، ص 84.

تمثل حوكمة الشركات الأساس لبيئة أعمال منتجة ومستقرة ، وهي تعد في غاية الأهمية بالنسبة للأسواق المالية والشركات التي تسعى إلى الوصول لمكانة مرموقة في الاقتصاد العالمي، كما أصبحت الحوكمة وسيلة لتعزيز الثقة في اقتصاد أي دولة ودليل على وجود سياسات عادلة وشفافة وقواعد لحماية المستثمرين والمتعاملين، ومؤشراً على المستوى الذي وصلت إليه إدارات الشركات في الالتزام المهني لقواعد حسن الإدارة والشفافية والمحاسبة ووجود إجراءات للحد من الفساد، وبالتالي زيادة جاذبية الاقتصاد للاستثمارات المحلية والخارجية وتحسين قدرته التنافسية¹

وبدراسة أسواق رأس المال وخاصة الأسواق الناشئة نجد أن معظمها تطبق نظام الحوكمة على الشركات المدرجة لديها وهذا يعتبر شرطاً أساسياً حتى تتمكن الشركات من قيد أسهمها لدى هذه البورصات، وبذلك من أهم المعايير التي تقوم عليها الحوكمة للرفع من كفاءة الأسواق المالية المدرجة بها هي كالتالي:

1. تعتبر حوكمة الشركات أداة فعالة لزيادة ثقافة التزام التمسك بأداب وأخلاقيات العمل وأداة لتحقيق مستوى عالي من الشفافية والإفصاح وصدق البيانات والمعلومات والإفصاح الكافي عنها للجمهور أي تنقل للمستثمرين معلومات دقيقة عن الأسعار مما يسمح لهم بتسييل استثماراتهم عبر الأسواق المالية، حيث أنها لا يوجد أهم من المعرفة خاصة التي تتحقق في الوقت المناسب قبل حدوث الخطر أو زيادتها مما يمكن من تجنب حدوثه أو تجنب خسائره المعتبرة. فكلما كانت وسائل إيضاح المعرفة موضوعة في إطار نماذج مصممة جيداً ومنطق عليها وقابلة للتحليل الاستخدام و التوظيف كلما كانت المعرفة محققة وكانت الشفافية فعالة والإفصاح متكاملًا شاملاً. وبذلك فإن الممارسات الفعالة لحوكمة الشركات للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية التي تساعد على تحقيق الشفافية الإفصاح لهذه الأسواق و تدفق الاستثمارات إليها²

2. تقوم حوكمة الشركات بزيادة من الثقة في الاقتصاد القومي وتعمق دور سوق المال وزيادة قدراته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار، والمحافظة على حقوق الأقلية من صغار المستثمرين، مما يشجع على نمو القطاع الخاص، ويدعم قدراته التنافسية ويساعد على تمويل المشروعات، وتحقيق الأرباح، وتقليل المخاطر.

¹ - كمال بوعظم، زبيدي عبد السلام، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات - مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية-، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، 18- 19 / 11 / 2009 جامعة باجي مختار - عنابة. ص 54.

² - فاطمة الزهراء طاهري، عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، المؤتمر الوطني الأول حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 05 / 06 / 07، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 15.

3. إن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية تعتبر عاملا مهما في تخفيض تكلفة رأسمال الشركة و ضمان استمراريتها في أداء أعمالها، حيث أن الحوكمة تسهم في جذب الاستثمارات الأجنبية و المحلية، و تساعد على الحد من هروب رؤوس الأموال و مكافحة الفساد المالي و الإداري¹.

4. إن تطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة له أهمية كبيرة و خاصة للشركات المدرجة في الأسواق المالية، حيث تشكل عنصرا مهما من عناصر تقييم الشركة، و عامل اطمئنان للمستثمرين بما يؤدي إلى كسب ثقة المتعاملين في السوق المالي، كذلك أصبح مديرو الاستثمار المحترفون يأخذون - بعين الاعتبار و بجدية - مدى تطبيق الشركات المساهمة لقواعد الحوكمة، إذ تشكل قيمة مدركة لديهم و لها سعر مضاف لسهم الشركة، إن لم نقل أن لها دورا كبيرا في اتخاذ قرار الاستثمار أو عدمه في شركة معينة، ليس ذلك فحسب، بل أصبحت قواعد الحوكمة من بين المعايير التي تعتمد عليها شركات التصنيف الائتماني في ترتيب شركات معينة أو تصنيف اقتصاديات لدول مختلفة².

5. كما أن إتباع قواعد حوكمة الشركات من بينها إتباع معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين و الدائنين، يساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في الأسواق المالية حتى في الدول التي لا يتم فيها تداول معظم أسهم شركاتها في بورصات الأوراق المالي. إذ تؤكد التقارير الصادرة عن المؤسسات المالية الدولية (FMI, IB) أن الأزمة المالية العالمية 2009/2008، كان سببها ضعف الإفصاح و الشفافية لدى الشركات و المؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال الأمريكية، و بالتالي فإن الأزمة نتجت أساسا عن التلاعب (التضخيم) في القوائم المالية لتلك الشركات و عدم التقيد بمبادئ و معايير حوكمة الشركات التي نصت عليها منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية³.

6. أظهرت البحوث التي أجريت مؤخرا، أن الدول التي توافرت بها حماية أقوى لمصلحة مساهمي الأقلية عن طريق حوكمة الشركات، تمتعت أيضا بوجود أسواق مالية أكثر ضخامة و أكثر سيولة كما تظهر المقارنات بين الدول التي تضع قوانينها على أساس تقاليد قانونية. و أن تلك الدول ذات النظم الضعيفة تكون فيها معظم الشركات مملوكة أو تحت سيطرة قلة من المستثمرين الحاكمين بدلا من هيكل الملكية واسع الانتشار⁴.

الفرع الثاني: المستفيدون من حوكمة الشركات في الأسواق المالية الناشئة:

تؤكد العديد من الدراسات الدولية أن هناك ارتباطا وثيقا على مستوى الأسواق المالية الناشئة بين أداء الأسهم من حيث اتجاهات الأسعار و مستويات العائد و مدى التزام الشركات بتطبيق المعايير و المبادئ المتعلقة بمفهوم الحوكمة بما

¹ - المرجع السابق، ص 16.

² - كمال بوعظم، مرجع سابق، ص 54.

³ - المرجع السابق، ص 48.

⁴ - مجلة اقتصاد و أسواق، العدد 57، مارس 2008، ص 14.

يضمن نجاح إدارة الشركات في الحفاظ على حقوق المساهمين وتميبتها.¹

حيث الشركة التي تدار بشكل جيد تعطي قيمة للمستثمرين والمقرضين والعاملين والعملاء، بل والمجتمع على حد سواء. كما أن الحوكمة الرشيدة للشركات تساهم في خلق مناخ جيد للأعمال، مما يشجع الاستثمارات المحلية والأجنبية، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره لخلق فرص عمل وزيادة رفاهية المواطنين.

أولاً: استفادة الشركات

الشركات التي تدار بشكل جيد يكون أداؤها أفضل. فالشركات التي تطبق أسس الحوكمة الرشيدة تتوقع تخفيض تكلفة رأسمالها، ومن ثم تستطيع أن تجتذب مستثمرين على نطاق أوسع، ومعظمهم من الذين يسعون للاستثمار طويل الأجل. كما أنه من المتوقع أن تتحسن إدارتها في مجالات مثل إعداد إستراتيجية للشركة، علاوة على أنها تضمن أن الاستحواذ والدمج يتم لأسباب عملية سليمة، وإن نظم منح مكافآت العاملين فيها مبنية على أساس تميز الأداء. ومن الأهمية بمكان أن تقلل الشركة من احتمالات تعرضها للمخاطر المختلفة بما في ذلك تعرضها للدعاوى القانونية. كما أن الشركة إذا تصرفت بمسئولية وبعدل يمكن أن تبنى علاقات مثمرة وطويلة المدى مع كل أصحاب المصلحة بما في ذلك الدائنين والعاملين والعملاء والموردين ومجتمعهم المحلي.²

ثانياً: استفادة المستثمرون وحملة الأسهم:

يدرك المستثمرون احتمالات حصولهم على عائد أكبر من الشركات التي تدار بشكل جيد، ومن ثم فهم مستعدون لدفع مقابل حصولهم على هذا العائد المرتفع. كما أنهم يدركون قيمة حماية استثماراتهم من التعرض للخسارة بسبب الجشع والإهمال واستهتار المديرين أو محاباتهم لذوى الصلة بهم. فالحوكمة الرشيدة تحمي حقوق المستثمرين، وخاصة حقوق الأقلية من حملة الأسهم، بما في ذلك حقهم في إبداء رأيهم في شأن إدارة الشركة وفي المعاملات الكبرى، إضافة إلى حقهم في معرفة كل ما يرتبط باستثماراتهم. كما أن الحوكمة توفر للمستثمرين نسبة أكبر من السيولة وذلك ببنائها للنقطة والكفاءة في أسواق المال، الأمر الذي يتيح لهم فرصة أكبر في تنويع أصولهم وبيعها إذا أرادوا ذلك. وأخيراً فإن إجراءات الحوكمة الرشيدة لمواجهة احتمالات فشل الأعمال تحمي الدائنين وتحد من مسئولية حملة الأسهم.³

¹ - صلاح زين الدين، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي

جامعة دمشق 15 - 16 تشرين الأول أكتوبر 2008.

² - حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، على الموقع:

<http://www.cipe-arabia.org> . à 21/03/2012 , h 22 :44

³ - جون سوليفان، الكسندر شكونيكوف، أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع:

<http://www.cipe-arabia.org> . à 27/04/2012 , h 21:27

ثالثاً: استفادة أصحاب المصلحة والمجتمع

تتطلب الحوكمة الرشيدة احترام الشركات لالتزاماتها تجاه العاملين بها وعملائها ودائنيها ومورديها والمجتمعات التي تعمل فيها. فكل هذه المجموعات تستفيد من أمانة وجودة العمل في هذه الشركات والقدرة على الاعتماد عليها، ومن ثم يحصد المجتمع ككل مزايا إدارة الشركات بشكل جيد، فذلك يوفر فرص عمل ويبني الثقة في الاقتصاد ويمنع تبديد الموارد.

وتتضمن هذه المزايا الضخمة للمجتمع منع وقوع أزمات مصرفية، إضافة إلى تنمية أسواق مال أكبر وأكثر سيولة. كما أن البلاد التي تتم فيها الأعمال بشكل مسئول وتحترم الملكية الخاصة تجتذب نسبة أكبر من الاستثمارات الأجنبية. و بالإضافة إلى ذلك فإن مزايا زيادة الإنتاجية والتجديد والابتكار الناتج عن المنافسة الشريفة والعادلة يمكن أن يفتح الباب أمام النمو الاقتصادي في مجالات جديدة تما ما.

وحوكمة الشركات تكون في كثير من الأسواق الناشئة عنصراً أساسياً لتغيير العلاقة بين رجال الأعمال والدولة، ذلك أن إضفاء عنصر الشفافية على هذه العلاقة نتيجة للحوكمة الرشيدة يساعد على استبعاد المحسوبية والمحاباة، بل وعلى العكس من ذلك يسهل قيام علاقة أكثر انفتاحاً بين القطاع والحكومة¹.

الفرع الثالث: حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة

أولاً: حوكمة الشركات أحد أهم متطلبات القيد بالبورصة

تشكل الشركات المقيدة بداول البورصة أكثر النماذج المعروفة شيوعاً بالنسبة لتحليل حوكمة الشركات. ويتركز معظم اهتمام صانعي السياسات، وأجهزة الإعلام والمستثمرين، إلى جانب قدر كبير من الأدبيات الأكاديمية عن حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة. وقد كانت إصلاحات السياسات والمبادرات الأخرى لحوكمة الشركات في شرق آسيا، وأمريكا اللاتينية، وحديثاً جداً في الولايات المتحدة، عبارة عن استجابة وردود أفعال لفضائح الحوكمة في الشركات المقيدة بالبورصات، حيث فقد المساهمون من الجمهور استثماراتهم، إلى جانب التقليل من قدر نزاهة الأسواق العامة لرأس المال. وفي الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، أصبحت الموضوعات الأساسية للحوكمة في الشركات المقيدة بالبورصات هي محط الاهتمام، عادة وذلك بسبب العلاقة بين الوكلاء الرئيسيين والمساهمين المشتتين والمديرين المسيطرين. وعلى النقيض فإنه في جميع الأسواق الصاعدة، بل وفي معظم الأسواق المتقدمة الأخرى، فإن إحدى الركائز الأساسية في موضوعات الحوكمة عادة ما تكون هي معاملة مساهمي الأقلية من جانب كبار المساهمين ذوي النسب الحاكمة. وينبغي أيضاً أن يقوم موظفو الاستثمار بتطبيق المعايير المتوقعة من

¹ - إرشادات تطبيق قواعد الحكم الصالح في الشركات المدرجة الأسواق المالية، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2010، على الموقع:

الشركات المقيدة بالبورصة على الشركات الخاصة التي قد تكون لديها خطط للطرح العام للأسهم في الأجل القصير أو في الأجل المتوسط.¹

ثانياً: الخطوات المتوالية لحوكمة الشركات الخاصة بالشركات المقيدة في البورصة و هي كالآتي:²

المستوى (1) :ممارسات حوكمة الشركات المتعارف عليها:

(أ) الالتزام بحوكمة الشركات:

- التأكد من ممارسة الجوانب الشكلية من حوكمة الشركات.

- حفظ الشركة بعدد من السياسات المصاغة أو بميثاق لحوكمة الشركة يتناول كحد أدنى حقوق المساهمين والتعامل معهم ودور مجلس الإدارة والشفافية والإفصاح

(ب) هيكل مجلس الإدارة وعمله:

- نعتد مجلس إدارة بصفة دورية وينتشر بشكل مستقل عن الإدارة التنفيذية للشركة.

- يحصل أعضاء مجلس الإدارة على معلومات مناسبة ووقت كافٍ للتحليل والتشاور من أجل ممارسة مهامهم المتعلقة بالإشراف على اتجاه الشركة وتمييزها.

- يشتمل المجلس على أعضاء ليسوا من ضمن الموظفين التنفيذيين بها ولا تابعين لها ولا هم أعضاء ضمن مجموعة المساهمين المسيطرين.

(ج) الشفافية والإفصاح:

-تعد قوائم الشركة المالية وفقاً لنظام دولي للمحاسبة وتراجعها شركة مستقلة معترف بها دولياً.

-لدى الشركة نظام قائم من الضوابط الداخلية والمرجعة المحاسبية الداخلية يتسق دائماً مع المراجعين الخارجيين ويعد مسؤول أمام مجلس الإدارة.

¹ - علي أحمد زين، محمد حسني عبد الجليل صبيحي، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المؤتمر حول مبادئ وممارسات حوكمة الشركات للمنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة في نوفمبر 2006، ص 76.

² - مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، على الموقع:

-تلتزم الشركة بشروط الإفصاح كافة بموجب القوانين السارية والنظم والقواعد التي تحكم القيد (الإفصاح العادل).
يتم التعامل مع المستثمرين والمحللين الماليين بالتساوي فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات.

د) معاملة المساهمين الأقلية:

-تحصل المساهمين على إخطار في الوقت المناسب بانعقاد اجتماعات المساهمين بالإضافة إلى جدول الأعمال مع السماح لهم بالمشاركة في التصويت أثناء تلك الاجتماعات.

-تعامل الشركة جميع المساهمين المنتمين لفئة واحدة من الأسهم بالتساوي بالنسبة لحقوق التصويت والاكنتاب ونقل ملكية الأسهم.

- يتم التعامل مع جميع حملة الأوراق المالية بالتساوي فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات.

- يحصل المساهمون على معلومات دقيقة في الوقت المناسب تتعلق بعدد الأسهم في كل فئة التي يحملها المسيطرين والتابعين للشركة (تركيز الملكية).

المستوى (2): الخطوات الإضافية لضمان تحقيق حوكمة الشركات:

أ) الالتزام بحوكمة الشركات:

-حددت الشركة موظف مسؤول عن ضمان التزامها بميثاق الشركات وسياساتها ومراجعة هذا الميثاق وهذه السياسات بشكل دوري.

-تفصح الشركة بشكل دوري للمساهمين عن ميثاق حوكمة الشركات والممارسات ودرجة التزام هذه الممارسات بالمواثيق الاختيارية لأفضل الممارسات في هذه الدولة.

ب) هيكل مجلس الإدارة وعمله:

- يتضمن المجلس عضوين أو ثلاثة مستقلين عن الإدارة والمساهمين المسيطرين.

-لدى المجلس لجنة مراجعة محاسبية أغلبها من الأعضاء المستقلين، وتوصي هذه اللجنة باختيار المراجعين الخارجيين وتعد مسؤولة الإشراف على تنفيذ توصيات المراجع.

-تكوين مجلس الإدارة (الاختصاصات / مزيج المهارات) يتناسب مع مهام الإشراف المتصل بالتقييم السنوي.

ج) الشفافية والإفصاح:

-تنتشر الشركة تقارير ربع سنوية تحتوي على تقارير قطاعية بالإضافة إلى النتائج الخاصة بكل سهم.

-تعد الشركة جميع القوائم المالية والتقارير بناء على معايير المراجعة الدولية أو تراجعها US GAAP شركة مراجعة معترف بها دولياً.

د) معاملة المساهمين الأقلية:

- تمثيل جيد لمساهمي الأقلية يتمثل في آليات التصويت التجمعي وغير ذلك من الآليات.
- وضعت الشركة بوضوح سياسات قابلة للتطبيق تتعلق بالتعامل مع حقوق أقلية المساهمين عند تغيير السلطة.
- تتبنى الشركة سياسة واضحة وعملية للإفصاح التام وفي الوقت المناسب للمساهمين فيما يتعلق بكافة الصفقات أو التعاملات الهامة مع الشركات التابعة للمساهمين المسيطرين وعن كافة العمليات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة التنفيذية (تضارب المصالح) مع الإفصاح التام وفي الوقت المناسب عن كافة الاتفاقات المبرمة فيما بين المساهمين.

المستوى (3): الإسهام الأساسي في تحسين حوكمة الشركات على المستوى القومي

أ) الالتزام بحوكمة الشركات:

-تلتزم الشركة بجميع التوصيات المتعلقة بميثاق أفضل الممارسات الاختياري القائم في الدولة.

-يحتوي المجلس على لجنة للحوكمة.

ب) هيكل مجلس الإدارة وعمله:

-حتوي مجلس الإدارة على لجنة للمراجعة الحسابية تتكون فقط من أعضاء مستقلين.

-تعمل لجنة من لجان مجلس الإدارة تتكون فقط من الأعضاء المستقلين على إقرار جميع الصفقات الهامة المبرمة مع التابعين للمساهمين المسيطرين أو مع أعضاء مجلس الإدارة أو الإدارة.

-توجد لجان متخصصة أخرى منبثقة من المجلس تختص بموضوعات فنية أو فض نزاعات المصالح المحتملة (مثل الترشيح والمرتبات وإدارة المخاطر).

-يعاد انتخاب المجلس كاملاً لا بشكل سنوي.

ج) الشفافية والإفصاح:

-لدى الشركة ممارسات للإفصاح عن الشؤون المالية وغير المالية تتفق مع أعلى المعايير الدولية.

-تتاح جميع صور الإفصاح والاتصالات بالمساهمين على شبكة الإنترنت في الوقت المناسب.

(د) معاملة المساهمين الأقلية:

لدى الشركة آليات فعالة للتصويت من أجل حماية أقلية المساهمين من التصرفات التي تتسم بالتحيز ضدهم عند تركيز الملكية أو تضارب مصالحهم مع مصالح المساهمين المسيطرين.

المستوى (4): القيادة:

(أ) الالتزام بحوكمة الشركات:

الشركة معترف بها دولياً بوصفها زعيم قومي لها موقع بين رواد العالم في حوكمة الشركات.

(ب) هيكل مجلس الإدارة وعمله:

يتكون معظم أعضاء المجلس من الإدارة المستقلين.

(ج) الشفافية والإفصاح.

(د) معاملة المساهمين الأقلية:

تاريخ الشركة في المساواة بين المساهمين يشهد التزام يتسق مع توقعات السوق الدولية.

خلاصة الفصل الثالث:

إن حوكمة الشركات أداة ضرورية لتحسين أداء الشركات وتطوير الديمقراطية التي تتبنى سياسة السوق بشكل عام، ومن ثم فالمزايا المتوقعة لتطبيق الحوكمة في الأسواق الناشئة ضخمة للغاية. فإقامة أسواق موثوق بها لها مؤسسات سليمة وتطبق مبادئ الحوكمة على كل أنواع الأعمال يؤدي إلى ازدهار التجارة والاستثمارات والريادية في الأعمال، ذلك أن حوكمة الشركات تعمل كنظام متكامل يتطلب قاعدة مؤسسية قوية) سيادة القانون، ومؤسسات السوق، وحقوق الملكية(، وممارسات سليمة داخل الشركات، وعوامل خارجية صحيحة مثل ضغوط السوق والإشراف التنظيمي المناسب. فهذه الإصلاحات في نظم الحوكمة مهمة للغاية بالنسبة للمتخصصين في حوكمة الشركات وفي القطاع الخاص على حد سواء، إذ تساعدهم على إعداد الاستراتيجيات التي تؤدي إلى تحسين أداء الأعمال وممارسة الديمقراطية.

كما أنها تعد من أهم القضايا التي تشغل بال وفكر رجال المال والاقتصاد وتسيطر على عقول العلماء والمفكرين، فمن السهل وضع الأسس والضوابط وإبراز المزايا والخصائص، ولكن الصعوبة تتمثل في حسن تطبيقها والاستفادة منها إذ تكمن في كيفية تطبيقها على أرض الواقع.

فالحوكمة الرشيدة تضمن للإفراد قدرا مناسباً من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم واستقرار و تقدم الأسواق المالية والاقتصاديات والمجتمعات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأوراق المالية وبذلك تمثل الدعامة الأساسية لنجاح السوق وتفعيل أدائه وكفاءته في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق. وبذلك نستنتج من هذا الفصل أن حوكمة الشركات ومبادئها من شأنها تعزيز كفاءة الأسواق المالية و تساهم في تفادي الوقوع في الأزمات المالية .

الفصل الرابع

كفاءة بورصة ماليزيا و

دورها في الاقتصاد

تمهيد

تعتبر الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف و مهام تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة.

فسوق الأوراق المالية بماليزيا كغيرها من الأسواق ، تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها و تنشيطها لما تمتاز به من خصائص، تسمح لها بأن تكون ملاذا آمنا لحماية مدخرات الأفراد و الشركات، و زيادة اتساع و عمق البورصة، و ما توفره من ميزة اختيار لنوع الورقة المالية المراد الاستثمار فيها،

و في وجود قسم الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزية، لإصدار و تداول الأوراق المالية الإسلامية و منها بالخصوص إصدارات الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة و الشركات، زاد في نجاح التجربة الماليزية، مما جعلها مركزا للصناعة المالية الإسلامية عالميا، و هذا في وجود لهيئات رقابة رسمية و شرعية، تعمل على توفير المناخ المناسب لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية تقليدية كانت أم إسلامية، بتكييفها وفق الأحكام الشرعية.

كما أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية في ماليزيا اهتمام الكثير من الماليين ، و ذلك للدور الحيوي و الفعال الذي تقوم به في خدمة التمويل و الاستثمار. فوجود لسوق أوراق مالية مزدهرة من حيث حجم التعاملات سرعة دورانها و تطور الأدوات و عدد الشركات المدرجة ، يؤدي بنا لمعرفة درجة كفاءة هذا السوق و مدى توفر المعلومة و نسبة الإفصاح عن البيانات المالية بها، لأن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين .

و يمكن إدراج محتوى هذا الفصل في المباحث التالية:

المبحث الأول يتكلم عن سوق الأوراق المالية الماليزية.

و المبحث الثاني دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.

و المبحث الثالث و الأخير يدرس مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة) و دورها في الاقتصاد.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية

لقد اتجهت الأنظار العالم في السنوات القليلة الماضية إلى شرق و جنوب آسيا لنتطلع بإعجاب بالغ إلى المعجزة الآسيوية التي تتحقق على أيدي النور الآسيوية في كافة المجالات بما فيها القطاع المالي، حيث فرضت أسواق المال الآسيوية نفسها بين أكبر و أعرق الأسواق العالمية التقليدية، و من بين فريق النور الجدد برزت التجربة التي يقودها أحد أولئك النور ليحول الأنظار من توجهها القديم لمنطقة الخليج إلى جنوب شرق آسيا و بالتحديد ماليزيا، و في هذا المبحث سنتطرق إلى لمحة عن اقتصاد ماليزيا و مفهومها و وظائفها، كذلك دور هيئة الأوراق المالية في تطويره، و أخيرا مؤشرات قياس الكفاءة و الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

المطلب الأول: لمحة عن اقتصاد ماليزيا

شهد الاقتصاد الماليزي ، قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مستوى اقتصاديات الدول المتقدمة، و لعل السياسات و الإصلاحات من قبل الحكومة، كان لها الفعل الإيجابي في تحقيق ذلك، غير ما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، و ذلك بتطور وسائلها و أدواتها، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو و التطور. و سنحاول في هذا المطلب التعرف على ماليزيا و اقتصادها.

الفرع الأول: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا، و هي قريبة من خط الاستواء، حيث أنها تقع بين خطي عرض 1-7 شمالا و تتكون من منطقتين هما شبه الجزيرة الملايوية و هي متصلة بقارة آسيا، و سراواك و هما ضمن جزيرة بورنيو، تطل ماليزيا من الشرق على بحر جنوب الصين حيث يقسمها إلى شطرين هما "شبه الجزيرة الماليزية" و "بورنيو"، و يحدها من الغرب مضيق مالاکا الذي يفصلها عن جزيرة سومطرة الاندونيسية، و شمالا تايلاند و من الجنوب ترتبط مع سنغفورة عبر جسر يمر فوق مضيق جوهور. تقدم لك ماليزيا مزيجاً فريداً من الحداثة العصرية المتمثلة في مدينة "كوالالمبور" إلى قمم "بورنيو" ثم الشواطئ الرملية البيضاء في "بورنيو" وحتى قرى "ساراواك" التقليدية¹.

تسود مناخ ماليزيا أجواءً استوائية تتسم بالرطوبة الشديدة واعتدال درجات الحرارة. تظهر الرطوبة نتيجة إحاطة البلاد بالمياه من كل جانب، ولكن لا تمتد تلك الأجواء الرطبة إلى الأراضي المرتفعة. تتراوح درجات الحرارة المتوسطة على مدار العام بين 20 و 30 درجة مئوية، وتشهد منطقة شبه الجزيرة الماليزية نحو 2500 مم من

¹ - نبيه فرج أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل و تقويم ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص ص 21-22.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

الأمطار في المتوسط، مع بلوغ ذلك المعدل أكثر من 5000 مم على الأجزاء الشرقية من البلاد. يأتي موسم "المونسون" بمعظم الأمطار ويستمر من نوفمبر وحتى فبراير. أما بالنسبة للساحل الغربي فيمتد موسم الأمطار به من سبتمبر إلى ديسمبر، بينما يستقبل الساحل الشرقي أكبر معدل أمطار من أكتوبر وحتى فبراير¹.

و فيما يخص المعطيات العامة على دولة ماليزيا يمكن إدراجها في الجدول التالي:

الجدول رقم(04): أهم المعطيات العامة لماليزيا

الاسم الرسمي	ماليزيا	معلومات عامة
العاصمة	كوالالمبور	
نظام الحكم	ملكية دستورية	
الملك	السلطان ميزان زين العابدين	
رئيس الوزراء	عبد الله أحمد بدوي	
المساحة	329.758 كلم ² .	
دين الدولة	أغلب سكان ماليزيا الدين الإسلامي، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، و ينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلماً ³ .	

http/ www.wikipedia.org/wiki/malaysi 08/05/2013 ; h 22 :44

المصدر: تاريخ الزيارة

الفرع الثاني: التنمية الاقتصادية في ماليزيا

إن التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية سائدة في العالم، و ذلك راجع في إخراج ماليزيا من تبعية تصديرها للمواد الأولية خلال استقلالها سنة 1957م للمطاط الطبيعي و زيت النخيل، و ما تبعه من تغير هذه الأسعار على المستوى الدولي مما جعل الاقتصاد الماليزي يقع تحت رحمة تغير أسعار الصادرات. و هذا ما أجبر الحكومة إلى استعمال إستراتيجية التنمية، التي تعتمد على إحلال الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية، و التي كانت تحت رحمة الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، إلى انتهاج سياسة تنوع الصادرات ، و عملت الحكومة على زيادة صادراتها من المنتجات الصناعية، و تخفيض ارتباطها بالمنتجات الأولية الموجهة للتصدير.

¹-http/www.arabmalaysia.com visited in 08/03/2014 ; h 09 :52.

²- قطب مصطفى سانو، آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية و المصرفية الإسلامية- تجربة ماليزيا نموذجا- بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوس الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون جامعة دبي 15-17 مايو 2005، ص 1554.

³- أنجلو فيناردوس، التمويل و المصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها و مستقبلها، ترجمة: أبوزر محمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي و المطابع، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 147.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

و تحصلت ماليزيا على الدعم من اليابان و الدول الغربية، للتحويل إلى بلد مصدر للمواد المصنعة، مما كان له الأثر الايجابي على التنمية في هذا البلد¹. رغم هذا، استمرت الفترة الممتدة من 1957 إلى 1969 بزيادة الناتج المحلي الخام بحوالي 86 بالمئة، و معدلات نمو بين 8 بالمئة إلى 10 بالمئة في السنة، و رجعت بالفائدة على العنصر الصيني الذي كان يتحكم في الاقتصاد بشكل كبير و جيد². كما استعملت الحكومة إستراتيجية طويلة المدى عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة تمتد من 1970 إلى 1990 و تهدف إلى إعادة توزيع الدخل بين فئات المجتمع العرقية، و ذلك بزيادة ملكية الملاويين في أمور التجارة و الصناعة لما يقارب من 30 بالمئة عند نهاية هذه الفترة مقارنة بما كانت تمثله بنسبة 2.4% في 1970م³.

بدأت المرحلة الأولى من التنمية في ماليزيا في عقد السبعينات، حيث اعتمدت على دور كبير على القطاع العام و البدا في التوجيه التصديري لعملية التصنيع، حيث بدأ التركيز على صناعة المكونات الالكترونية، و تميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة، مما ساهم في تخفيض البطالة و تحسين في توزيع الدخل و الثورات بين المجتمع الماليزي . و كان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة⁴.

عرف نمو الاقتصاد الماليزي السنوي معدل 6.6%، خلال الفترة 1950 إلى 2000 و كانت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الخام قفزت من 9% سنة 1950 إلى 20% سنة 1990، بينما الزراعة تراجعت من 29% سنة 1970 إلى 18% سنة 1990 لتسمح المجال للمواد المصنعة حيث تضاعفت مساهمتها من 13% إلى 27% خلال نفس الفترة.

حيث عرفت نسبة التضخم استقرار بين 1% و 5% ، و الادخار شهد ارتفاعا ملحوظا من 25% إلى 40% من الناتج المحلي الخام، في حين عزز قطاع الخدمات دوره في دعم النمو من 36% إلى 42 سنة 1990، لتتحول ماليزيا من بلد زراعي مصدر للمواد الأولية إلى دولة مصدرة للمواد المصنعة. أما الاستثمار الأجنبي المباشر تضاعف من 3% إلى 6% سنة 1990، و هذا ما أدى إلى تحسين الظروف المعيشية للسكان في هذا البلد و الدليل على ذلك أن نسبة الفقر تراجعت من 50% سنة 1970 إلى 8% سنة 2000 م⁵.

بينما المرحلة الثانية و التي تمتد من 1990 إلى 2020، و هي الفترة التي شهدت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات، و هي خطة تنموية تم وضعها من طرف رئيس الوزراء السابق (مهاتير محمد) و سميت بالخطة الإستراتيجية 2020، و التي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة بحلول أجل هذه الخطة مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما عليه في سنة 1991، حيث بلغ مجمل الدخل الخام 287.9

¹ -Hasan Zubair, fifty years of Malaysian economic development : policies and achievements, Review of Islamic Economics, vol 11, No2, Munich Personal RePEc archive paper, 2007,p103

² -Mahmud bin ahmed, islam and economic growth in malaysia, Master's thesis, Naval Postgraduate school, California, 2003, p58 .

³ - نبيه فرج أمين الحصري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل و تقويم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص ص 21-22

⁴ - عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، عدد رقم: 451، الكويت، ب ت ، ص 3.

مليار دولار سنة 2011،¹ كما سعت ماليزيا لتحقيق ناتج إجمالي خام إلى 920 مليار رينجت مع نهاية هذه الخطة، و ذلك يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7 لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة².

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية المفهوم و الوظائف

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، و الرائدة في إصدار للأدوات المالية المبتكرة و خاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المعروف المتداول، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الاحتلال البريطاني لها و هذا ما يجعلنا ضمن الأسواق المالية القليلة التي تحضي بالاهتمام و المتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات و العمليات المالية.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959، بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية و القصديرية.³

تأسست عام 1930 م جمعية "Samsara بورصة سنغافورة 'Singapore Stockbrokers' Association" و هي أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، و في تاريخ 9 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة و كوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية ، إذ يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة و نفس الأسعار، و ذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية.

و في سنة 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا رسميا و أسست بورصة مستقلة لها، و في تاريخ 14/12/1976 تم التقسيم الفعلي للبورصة و يتم تشكيل كلا من:

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا لتداول الأسهم.
- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة

¹-Banque mondiale available at : Donees.banquemondiale.org /pays/malaisie 09/03/2014

² - نبيه فرج أمين الحصري، مرجع سابق، ص32.

³ - جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير، غير منشورة ، جامعة اليرموك، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد و المصارف الإسلامية، السنة 2007/2006 غير منشورة، ص

" Kuala Lumpur Stock Exchange الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 م، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم KLSE " "Call Warrants" بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان (العام والخاص).¹ وبغرض تدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال وتحت رعاية وزير المالية "Malaysien Capital Market Masterplan" الماليزي الماليزية في تاريخ 22 فبراير/شباط 2001 م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:²

- 1) تشجيع إدارة الاستثمار و جعل بيئة استثمارية امثل للمستثمرين.
 - 2) إيجاد موقع تنافسي و كفاءة لمؤسسات السوق.
 - 3) جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
 - 4) تطوير بيئة حسنة و تنافسية لخدمات الوساطة.
 - 5) جعل أنظمة الرقابة قوية و منظمة.
 - 6) جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.
- و قد انتهجت ماليزيا هذه المراحل للوصول للأهداف السابقة:³
- المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في ه الفترة على تقوية الوسطاء و المؤسسات الاستثمار المحلي.
 - المرحلة الثانية: من 2004 إلى 2006 و تميزت هذه المرحلة بتعزيز و تقوية القطاعات الأساسية، و جعلها أكثر تنافسية و العمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.
 - المرحلة الثالثة: من 2006 إلى 2010 و تعد آخر مرحلة و تتميز بالانفتاح على الأسواق و الشركات الأجنبية، مع تحسين لمؤسسات السوق المحلي و المرافق الملحقة بها، و ذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

• لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضاً السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

¹ -Bank Negara Malaysia Annual Report 1995, p195.

² - <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html> /20/04/2014 ;a 19 :30

³ - محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص 12.

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية و الشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيرها.¹

- يمكن أيضا تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية على أنها السوق التي تظم لكل من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة و الطويلة الأجل ، و سوق الميزداك MESDAQ، و البورصة المالية للمشتقات، و مركز لبوان LABUAN .
- و هي أيضا سوق كبقية الأسواق تضم سوقين واحدة منظمة، و أخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة و طويلة الأجل، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، و باعتبارها ميدانا خصبا للمنافسين بين الشركات لاجتذاب و الحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن. و تتنوع الأدوات المالية في هذا السوق فهي تتمثل في أسهم و سندات تقليدية و أسهم و صكوك إسلامية و السندات الحكومية و سندات الشركات الخاصة، و شهادات صناديق الاستثمار و عقود المستقبلات و غيرها².

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما و أساسيا من أركان النظام المالي و الاقتصادي الماليزي، و تتبع أهمية هذا السوق من كون أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، و المشاريع التنموية في ماليزيا، و يتحقق ذلك من خلال قيامه بالوظائف التالية³:

1. يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، و يساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
2. تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية و الشركات المالية، و شركات التأمين، و صندوق التوفير للعاملين و الأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية و الاجتماعية، و تلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
3. يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس و معرفة مستوى النمو و التقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة و تعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و التدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

¹ - <http://staf.uum.edu.my/le.17/05/2014/>; a 20 : 10

² - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006 ، ص ص 380-383.

³ - أسامة محمد أحمد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال و الصناعة، العدد السابع عشر، 1999، ص 25.

4. تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، و ذلك بتوفير خدمة الوسيط لتجميع المدخرات و الصناديق للحصول على الموارد المالية، و رؤوس الأموال بهدف استثمار في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، و تطور الملكية للشركات نفسها.

5. يساهم السوق في عمليات التطور للاقتصاد الماليزي و ذلك بتجميع الموارد المالية، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة و تعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و التدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

6. أصبح سوق رأس المال الماليزي الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية و التأمينات الماليزية، و هيئة شؤون صندوق الحج، و الأفراد من جهة، و القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة، و الزراعة، والسياحة و الخدمات و الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، و للتوضيح أكثر يقصد بها الوساطة بين عرض الأموال و الطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، و هذا راجع لكون سوق أوراق المالية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي.

المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية و الجهات الرقابية عليه

إن سوق الأوراق المالية في ماليزيا ينقسم إلى عدة أقسام من أسهم و سندات و غيرها من أدوات حديثة، حيث أنه يحتاج هذا السوق إلى رقابة وإشراف من جهات ذات صلاحيات للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية. ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، وإخضاع سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي لتلك الجهات الرقابية المحددة، حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به، ويعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا.

الفرع الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

يتكون سوق الأوراق المالية الماليزية من عدة أقسام هي:

أولاً: سوق الملكية: إن سوق الملكية الماليزي هو عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيه المنتجات و الخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية¹، و بالإضافة إلى ذلك فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية "Bursa Malaysia" التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة " Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd "KLSEB" والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965 وتعديلاته لعام 1986 ، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و 1987 ،

¹ -Bursa malaysia, market, on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/> 14/03/2014

ومجموعة القوانين في الحياة والاندماج لعام 1987 ، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية. لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية و الخدمات لسنة 2011¹.

وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة في بورصة ماليزيا:

1) الأسهم العادية:

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها في حق التصويت و حق جزء من أرباح الموزعة... و تطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة تعود إلى أسباب و تقييمات متباينة.²

2) الأسهم الممتازة:

هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، و هي عموماً لا تحمل أي حق في التصويت و لكن قد يكون هذا الحق مع عدم دفع الأرباح لفترة معينة، و يمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى:

- أسهم ممتازة مشاركة: يحق لها المشاركة في الأرباح مع مكسب ثابت.
- أسهم ممتازة تراكمية: لها حق ثابت قبل الأسهم العادية كما تحمل حقوق متأخرات الأرباح.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل: و هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى عادة ما تكون عادية.

3) وحدات الاستثمار العقاري:

وهي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمع لها، كما تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار و سهولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة لحصول على عائد ثابت و احترافية في التسيير.

ثانياً: السندات: سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة الذي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضاً طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل. و من بين السندات الموجودة في سوق ماليزيا ما يلي³:

1) سندات حكومية:

¹-Securities commission Malaysia, available at :www.sc.com.my/legislation 16/03/2014 ;à 22 :20.

² - موقع بورصة ماليزيا قسم الأدوات :

http://www.bursamalaysia.com/xebite/bm/products_and_service. a 05/05/2014; h 10:00

³ - عاطف وليم أندروس ، مرجع سابق، ص 384.

وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، و قد اصدر هذا النوع من السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل.

(2) سندات الشركات:

و هي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية لهذا القطاع، و قد شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايد في السنوات الأخيرة في ماليزيا و خاصة بظهور السندات الإسلامية.

ثالثا: سوق المشتقات:

عند إدراك ماليزيا ضرورة تطوير نظامها المالي بصفة عامة و بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، و مع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة، و منه يمكن تعريفها على أنها البورصة التي يتم تداول منتجات المشتقات، و بدأ سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في جويليا 1980م و أول عقود المستقبلات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلات و خيارات و عقود آجلة.

و في 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) حيث تمتلك هذه الأخيرة لـ 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد و الباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا¹.

و تنقسم سوق المشتقات إلى الأقسام التالية:

(1) عقود المستقبلات: و فيها العقود التالية²:

- عقود مستقبلات السلع: و تنقسم إلى مستقبلات لزيت النخيل الخام (FCPO) طرحت في 1980، و عقود مستقبلات لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، و عقود مستقبلات لزيت نواة النخيل الخام (FPKO) طرحت في 2004م.
- عقود مستقبلات الملكية (الأسهم) : و تنقسم إلى مستقبلات لمؤشر كوالالمبور (FKLI)، و عقود مستقبلات الأسهم الواحدة (SSFS).
- عقود المستقبلات المالية: و تحتوي على عقود مستقبلات لمعدل الاقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة 3 أشهر طرحت سنة 2004 ، و عقود مستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 3 سنوات و

¹ -Bursa malaysia, corporate-history , on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/> 15/03/2014 ; h 22 :50.

² -Bursa malaysia, derivatives, on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/> 15/03/2014 ; h 09 :36

طرحت سنة 2003 ، و عقود مستقبلات لأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 5 سنوات و طرحت سنة 2002.

(2) عقود الخيار: و هو يقتصر على نوع وحيد و يتمثل في عقود الخيار الأسهم و هي الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI).

الفرع الثاني: الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية الماليزية

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، و بورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، و ضمان تسوية المبادلات، بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة في بورصة ماليزيا، ولذلك، اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية، وإخضاع سوق الأوراق المالية في ماليزيا ،حيث يخضع السوق لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية والجهات الفرعية ذات الصلة به، ويعتبر وجود هذه الجهات ضروري لضمان التزام كل المشاركين في السوق بالقوانين والتشريعات المنظمة للعمل وحماية حقوق المستثمرين في بورصة ماليزيا.

ومن الجهات الرقابية الهامة على بورصة ماليزيا ما يلي:

أولاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission of Malaysia SC" الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية ، و تقدم تقارير و حساباتها للبرلمان كل سنة.

وقد قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة، واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق رأس المال في ماليزيا في 1

مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993

Securities Commission Act و أسندت لها الوظائف التالية¹:

1. الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الاكتتاب "Prospectus" لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
2. السماح بإصدار سندات الشركات.
3. مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي.
4. الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا، و كذلك الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
5. الرقابة و الإشراف و تحديد العقود المستقبلية و الخيارات.

¹ - Securities Commissions, what we do, available at :
www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=09/03/2014; h 14 :30

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

تهدف هيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال هذه الوظائف إلى نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، أيضا تهدف إلى حماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى ذلك أنها حريصة على تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية عن البورصة.

ثانيا: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية:

أنت الهيئات الرقابية الفرعية كمساعد لهيئة الأوراق المالية في تأدية وظائفها، و كل ما يخص سوق الأوراق المالية الماليزية. البورصة الماليزية برهاد و المؤسسات التابعة لها و أهمها¹:

1. بورصة ماليزيا للأوراق المالية بيرهاد كوالالمبور:

تأسست في 4 ديسمبر 2003 و تعرف على أنها مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، و الحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، و ذلك لتحقيق وسط استثماري منظم يتميز بدرجة عالية من الشفافية و الوضوح، و تسعى البورصة الماليزية للأوراق المالية على منع العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، و ذلك بإصدارها القوانين و الإرشادات الخاصة للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل و خارج البورصة.

تقوم وزارة المالية الماليزية بمهمة الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، بينما الرقابة المباشرة على كافة أنشطتها هيئة الأوراق المالية هي المسؤولة عليها، وبناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية برهاد وهيئة الأوراق المالية الماليزية.

تقوم بورصة الأوراق المالية قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية بالاستناد إلى مجموعة من المبادئ و هي: ²

أ) قواعد واضحة الالتزام بها و سهلة.

ب) لخدمة و تسهيل الأعمال المالية يجب استخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل و تغيير القواعد التنظيمية.

ج) الحد من التنظيم الزائد عن اللزوم و ذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم و الفعالية التجارية.

د) تفادي القيود و الإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية، و ذلك بوضع قواعد مبتكرة و تنافسية.

2. بورصة المقاصة للأوراق المالية:

¹ - Asian bonds online, malaysia, market structure, overview, available at : <http://www.asianbondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php> 16/03/2014; à 21:50.

² -Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy<on line> available at : www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 09/03/2014 ;à 18 :03.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونياً (MESDEQ) و تقدم خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 ومن بين وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة، و الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية.

3. بورصة المشتقات:

ويقصد بها البورصة التي يتم تداول فيها منتجات المشتقات من عقود المستقبلات والخيارات، و تقوم كل من هيئة الأوراق المالية و البورصة نفسها بالرقابة على هذه البورصة.

4. بورصة الإيداع:

و هي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل لشهادات بين المشتري و البائع للأسهم، و يستعمل هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادات و تتم التسوية من خلال الأنظمة الالكترونية، و يتم عن طريق نظام الإيداع المركزي المعروف باسم depository system central التسجيل في حساب المستثمرين، و تكمن مسؤولية هذه البورصة في إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.

5. بورصة المقاصة للمشتقات:

وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات، و كان تاريخ تأسيس هذه البورصة في 9 سبتمبر 1995م.

6. بورصة ماليزيا للمعلومات:

أنشأة في 2 ماي 1986 و يتمثل دورها في توفير و نشر المعلومات و أسعار الأوراق المالية المقيدة في بورصة ماليزيا

7. بورصة السندات:

و تندرج منها كل من السندات الحكومية و سندات الشركات، و يقيد عملها البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات و إرشادات و قواعد لضمان حسن سير سوق السندات، بينما هيئة الأوراق المالية تمثل السلطة الأساسية التي تنظم و تطور سوق السندات في ماليزيا.

8. مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:

و يكون فيها التعامل بجميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية، و قد أسست في 30 جويلية 1999م.

9. بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية:

تم إنشاءها في 15 أبريل 2009 فهي حديثة التكوين، و تم تأسيسها حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير و تسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره

إن أهم أقسام البورصة الماليزية هي سوق الأوراق المالية الإسلامية ، حيث عرفت تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، و هذا راجع إلى تشجيع من طرف الحكومة الماليزية التي عملت بالنهوض بهذا القسم لتأدية دوره الحقيقي و المتمثل في توفير الأدوات و المعاملات التي تتماشى مع مبادئ الشريعة، حتى تلبي طلبات الأفراد و المتعاملين في سوق ماليزيا لرأس المال ، و ذلك لتحقيق الهدف الأساسي الذي تسعى إليه ماليزيا منذ 2001 للوصول إلى مركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.

و للتطرق إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية بصورة واضحة يجب التطرق إلى مفهومها، نشأتها، و ما تقوم به من وظائف، و ما هي الأدوات المالية المتداولة فيهن و إضافة إلى ذلك التعرف على دور هيئة الأوراق المالية في ترقية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

المطلب الأول: نظرة الإسلام لسوق الأوراق المالية

و سوف نتعرف على سوق الأوراق المالية إسلامية و ذلك من خلال معرفة مبادئ و أسس هذه السوق والعمليات التي تجرى فيه.

الفرع الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية الإسلامية

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية و وضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن محمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم(13) سنة 1978م، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم(10) لسنة 1981م، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984م، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية¹، و ذلك خلال طرح فكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984م.

و لقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس المال إسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك و الشهادات، و بقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات و أدوات يتعامل بها في الأسواق الوضعية و قد سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق و على سبيل المثال فقد أنشئ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994م ، إضافة إلى محاولة تحويل بعض الأسواق المالية في الدول العربية إلى أسواق مالية إسلامية و في هذا الإطار و تماشيا مع هذا الاتجاه جاءت خطوة إدارة سوق دبي المالي بإعلانها عن البدء في إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي، بعد ما حصلت أخيرا على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في الإمارات².

و مما سبق يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها: "ذلك المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة و الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها و تداولها عبر قنوات إيصال

¹ - برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية و التجارية، ص، على الموقع الإلكتروني:

www.kantakji.org/fiqh/files/finance/221.doc22:20 تاريخ الزيارة 2013/09/20

² - سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، جمعية التراث غرداية الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 348.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة و مراقبة و على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق و ذلك من أجل تمييز الأموال في إطار شرعي"¹.

الفرع الثاني: مبادئ و أسس سوق الأوراق المالية الإسلامية:

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق كبقية الأسواق لذلك فله مبادئ و يقوم على عدة أسس.

أولاً: مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي على عدة مبادئ وهي كالتالي:

- * الالتزام بالضوابط الأخلاقية و الشرعية : و التي تعتبر ركيزة أساسية لقيام أي سوق أوراق مالية إسلامية.
- * المنافسة الحرة و العادلة: أي يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالمبدأ الأول ()
الالتزام بالضوابط الأخلاقية و الشرعية).
- * حرية الأسعار: وتكون مبنية على آلية العرض و الطلب، و من المعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة الكاملة فإن أسعارها تتحدد آلياً وفق آلية العرض و الطلب.
- * الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي: و نعني بها عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت و المكان و تصبح غاية في حد ذاته، و بالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي.
- * الإفصاح: و لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق فحرم إعطاء معلومات صحيحة للمشتري و أمر بتوفير المعلومات كاملة للمشتريين و البائعين عن جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها، ولاسيما إذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة².
- * المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق تقدم في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية و هذا ما يتميز به الاقتصاد الإسلامي، فهو اقتصاد تنمية و يرجع ذلك بالمثل على الأسواق

المالية الإسلامية.³

ثانياً: الشروط التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامية:

لكي يكون هناك سوق مالي ساري و ناجح لابد من توفر عدة شروط، و لهذا سنتعرف على الشروط التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامية و هي كالتالي⁴:

¹ - محمد عبد الحليم عمر، السوق المالية الإسلامية الدولية (1-2)، جريدة الاقتصاد، على الموقع الإلكتروني:

www.badlah.com/page-91.html 2013/09/19، تاريخ الزيار 21:30.

² - خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول للاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية غزة، يومي 08-09/ماي/2005، ص15.

³ - أحمد محمد ناصر، الأسواق المالية الإسلامية مبادئها و أدواتها على الموقع الإلكتروني:

الزيارة 2013/09/17. تاريخ www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc

⁴ - سامر مظهر كنتاكجي، سلسلة فقه المعاملات فقه السوق، ص ص 13-14 على الموقع الإلكتروني:

الزيارة تاريخ 22:45 a 18/05/2014 ;h www.kantakji.org

- * **المكان:** يمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق المجالات الإلكترونية (الشيكات) و هو ما جاء جوازه في قرار رقم 52(6/3) للدورة السادسة لمجمع الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية بجدة و ذلك بتاريخ مارس 1990م¹.
- * **الزمن:** لا يشترط وجوب ثبات وحدة الزمن أي من حيث التوقيت لكن من حيث الوقت فإن ثبات الزمن واجب لإتمام الصفقة.
- * **وسائل الدفع:** و المقصود بها المال و مادام العمل هنا هو البيع فإن للبيع أحكام يجب مراعاتها و منهياتها يجب تجنبها(منهيات البيع).
- * **السلع و الخدمات:** و هي الأدوات المالية محل التعامل في هذه السوق حيث تمكن رجال الفقه و الاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام و المتمثلة في الصكوك الشرعية.
- * **أدوات القياس:** تختلف هنا أدوات القياس عن الموازين و المقصود بها هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة ، فإن لمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية، فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقاً من قانون الطلب و العرض.
- * **البائعون و المبتاعون:** و نصف لهم هنا الوسطاء و هو حلقة الوصل بين البائعون و المبتاعون و يجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية: الإيمانية و الأخلاقية و السلوكية في كل الأمور.
- * **القائمون على السوق:** لكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية و الشرعية لا بد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة²، فتعطى بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية و لها مهام رقابية من الناحية التنظيمية و الشرعية³.

الفرع الثالث: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي:

تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة "نقدية" وعمليات آجلة:

أولاً: العمليات العاجلة:

1. تعريف العمليات العاجلة:

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق

¹ - قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 52(6/3) ص 95.

² - علاء الدين الرقاني، السوق و مكانتها في الإسلام، بحث مقدم لليوم الدراسي: تحديد الأسعار و الأرباح في الفقه الإسلامي، الذي تعقده كلية الشريعة و القانون بالجامعة الإسلامية غزة، الثلاثاء 08/08/2006، ص 08.

³ - جمال العمارة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22/نوفمبر/2006، ص 09.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية.

2. نظرة الإسلام للعمليات العاجلة: العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق محذور التعامل بها كالسندات، وذلك لان شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات، و هناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها في سوق الأوراق المالية وضمن إطار العمليات العاجلة وهي على شكلين:

➤ **البيع على المكشوف (البيع القصير):** وقد عرفه روبرت (Robert Wessed) بأنه "عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم¹، نجد أن هذه العملية تعتمد على ما يلي:

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير محددة بمدة زمنية.
- المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة.
- تسديد القرض، سواء كان رابحاً أو خاسراً.
- الغرض من البيع هو استفادة العميل من الفرق بين السعرين. وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود.
- يدخل ضمن العمليات الآجلة لأن العميل ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين، وملزم بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق.
- و منه نستنتج ، أن البيع على المكشوف "البيع القصير" غير جائز باعتبار أنه من القمار، كما أن السمسار يتصرف في مال غيره بغير إذنه.

➤ **التعامل بالهامش:** الشراء بالهامش يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما يقوم على القرض ووجه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقوداً ليشتري مزيد من الأوراق المالية التي اصدر إليها أمر بشرائها، وأما التعامل بالهامش فيقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية المشتراة، ويعتبر باقي الثمن قرضاً يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من المصارف مع سعر فائدة اقل و يوجد نوعين من الهامش²:

- الهامش الابتدائي (الأولي): وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم الأول فقط، وعادة ما يستخدم للمضاربات السريعة.
 - الهامش الاستمراري: وهو الذي يتعلق بالقرض لشراء الأسهم لما بعد اليوم الأول.
- إن التعامل بالهامش غير جائز هو كذلك .

ثانياً: العمليات الآجلة:

¹ - رضوان، سمير عبد الحميد، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996 م، ص 216.

² - القرّة داغي علي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، 1992 م، ص 163.

1. تعريف العمليات الآجلة:

و هي عقد بيع¹، يؤجل فيه الثمن و المثلن إلى أجل معلوم يسمى التصفية أو يوم التسوية²، و يلتزم كل من المشتري و البائع على تصفيتهما في تاريخ مقرر قبل معين يجرى فيه التسليم و التسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها³.

2. نظرة الإسلام للعمليات الآجلة:

➤ العمليات الآجلة الباتة (القطعية):

وتعرف بأنها العمليات التي تجري بين طرفين البائع والمشتري يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية، وفي مكان معين.

وهذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم المعقود عليه، ولا الثمن ولا المثلن، بل يشترط تأجيلهما، وعلى هذا فإن العملية لا تجوز شرعاً، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو أحدهما ولا يجوز اشتراط تأجيل الاثنين.

➤ العمليات الآجلة الشرطية :

و هي العمليات التي تتضمن في طياتها شرطاً و هي أنواع:

أ) العمليات الآجلة الشرطية البسيطة أو العمليات الآجلة بشرط التعويض:

وهي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.

وحكم العمليات الآجلة بشرط التعويض لا يختلف عن الحكم في العمليات الآجلة الباتة في أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم والتسليم، لا للثلن ، ولا للمثلن ، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً ، لذلك فهي عمليات غير جائزة شرعاً⁴.

ب) العمليات المضاعفة:

يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المنفق، بحيث يكون له الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 872/2.

² - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص 202.

³ - قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي و آثارها على الأسواق المالية-البورصات-، دار رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، 2006، ص 233.

⁴ - القرة داغي، علي، "الأسواق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990 م، ص ص 153-

وحكم هذا النوع عدم الجواز شرعاً، وذلك لعدم توفر أركان العقد حيث يتضمن نوع من المغامرة، فضلاً على ذلك أنه يتضمن في ظاهره بيعاً متضمناً بوعده، بل يتضمن بيع آخر، و بالتالي يعتبر من البيوع المنهي عنها لأنه يتضمن صفتين في صفقة واحدة.¹

ج) العمليات الآجلة بشرط الانتقاء أو الشرطية المركبة:

في هذه العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى، فالمتعاملون بهذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً، بينما بائعو هذه الأوراق يعتقدون أن الأسعار لن يطرأ عليها أي تغير كبير، بل أن السوق ستبقى هادئة.²

وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشترياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو يقبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتتم الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط.³

و هي مما لا يجوز العمل به لما فيها من علة العمليات الشرطية القطعية و مضاف إليها غرر فاحش حيث لا يدري المتعاقد يوم التصفية أهو بائع أو مشتري.⁴

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره

ساهم وجود القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا و ذلك لظهور و تعزيز إنشاء أدوات التمويل الإسلامي، و هذا ما ساعد في تطوير صناعة البنية التحتية للمؤسسات المالية الإسلامية الماليزية، حيث يلعب هذا القطاع الدور الفعال في تجميع الموارد التمويلية اللازمة للأنشطة الاقتصادية في ماليزيا . و يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية جزءاً هاماً ومكماً في توسيع و تعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

¹ - رضوان، سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص 349.

² - أحمد، محيي الدين، "أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1990م، ص 130.

³ - رضوان، سمير عبد الحميد، مرجع سابق، ص 348.

⁴ - محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2013، ص 178.

و سنتناول فيه صورة واضحة على سوف الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

أولاً: نشأة و تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

كان أول ظهور للأنشطة المالية الإسلامية يرجع إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م، و يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بما يوافق أحكام الشريعة الإسلامية، أما عن البداية الحقيقية لتطوير العمل بالمالية الإسلامية و خاصة المصارف الإسلامية في ماليزيا فيعود إلى سنة 1983م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، و الذي بدأ العمل به في 7 أبريل من السنة نفسها، و تم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات و المنتجات المصرفية تتماشى مع مبادئ شرعية إسلامية ، و كان ذلك بتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي و هو " بنك إسلام ماليزيا برهارد"¹ [BANK ISLAM MALAYSIA BERHAD(BIMB)] ، و بدأ عملياته هذا البنك في 1 جويلية 1983م، تبع ذلك تأسيس شركة تأمين تكافلي إسلامي ماليزيا عام 1984م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في نفس العام، إضافة إلى ذلك ظهور النوافذ الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي في عام 1993م، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث سمح البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية إدخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.²

يعود تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، حيث كانت الشركة الخاصة (shall mdn.sdn. bhd) أول شركة مصدرة للصكوك الإسلامية في السوق المحلية و كان ذلك عام 1990م، و قد تبع ذلك العديد من إصدارات الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما كان له الأثر في زيادة تعميق و اتساع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا³. كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1994م بتأسيس قسم خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية الذي سمي فيما بعد بالسوق المالية الإسلامية، و تأسيس اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية.⁴

و لتسهيل قياس أداء الأسهم و ذلك في إطار تنفيذ مبادئ الشريعة في إصدار الأوراق المالية كان يجب استحداث مؤشرات إسلامية، فكان أول مؤشر للأسهم الإسلامية يصدر في ماليزيا من طرف RHB Unit Trust Management و ذلك في ماي 1996م، و صاحبه إصدار مؤشر سوق داو جونز الإسلامي (DJIM) من طرف

¹ -OICV8IOSCO ? ISLAMIC Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organisation of securities commissions,july 2004. P28

³ - Mohamed Akram Laldin, islamic financial system :the malaysian experience and the way forward, p 19 available at :<www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract> 19/03/2014. h 18 :50

⁴ - Resolution of the securities commission Shariah Advisory Council, securities commission of malaysia, second Edition, Kuala Lumpur, 2006, p 3.

داو جونز في فيفري 1999م ، كما أصدرت مجموعة في أكتوبر 1999م المؤشر الشامل الإسلامي¹.(FTSE). إضافة إلى ذلك قامت بورصة ماليزيا في 17 أبريل 1999م بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي بـ (klse. Shariah.index)، و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية.²

تعود أسباب تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى³:

- إنشاء سنة 1993م أول صندوق استثمار مالي إسلامي تحت اسم (Arabe Malaysia Tabung Ittikal)
- تشكيل قسم سوق المال الإسلامي سنة 1994م.
- تأسيس أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم BIMB Sscurities Sdn. Bhd و ذلك كان سنة 1994م.
- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م و هو إصدار الصكوك العالمية للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

ثانيا: تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية

لقد أعطت هيئة الأوراق المالية الماليزية تعريفا لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على أنها "هي السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار و التمويل المتوسط و طويل الأجل، و الخدمات و المنتجات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا و مثلا على ذلك التعامل بالربا و المقامرة و الخمر...⁴

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية أيضا على أنها السوق التي تتم فيها النشاطات بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، فهي من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة بورصية، إذ تعد البورصة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها بأكثر من 21 مليار دولار و هذا سنة 2010، كما تتمتع بدورا هاما في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا، و تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية جزءا هاما

¹ -OICV8IOSCO ? ISLAMIC Capital Maket Fact Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organisation of securities commissions Op Cit. P28.

² -Mohamed Akram Laldin, islamic financial system :the malaysian experience and the way forward, Op Cit, p 19 available at :<www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract> 19/03/2014.

³ -Salman syed ali, Islamik Capital Market : Products, Regulation& Devlopment, IRTI, IDB ?jeddah, 2008, p3.

⁴ -Securities Commissions Malaysia, Islamic Capitatal Market, on line available at :

http://www.sc.com.my/sub.asp.?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=05/03/2014; h 22 :52

مكملا لنظام الصيرفة الإسلامية و هذا ما يزيد من عمق و اتساع للسوق المالية الماليزية، و ما تعطيه من منتجات إسلامية تجذب المتعاملين المسلمين للاستثمار¹.

الفرع الثاني: وظائف و أقسام السوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا

أولا: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

و تتمثل وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية من الناحية الإسلامية فيما يلي²:

1. إتاحة الفرصة للاستثمار الحلال للمسلمين: توفر سوق الأوراق المالية الإسلامية العديد من الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة و أدوات مالية إسلامية مقبولة شرعا، و هذا بما يفضله أصحاب الأموال الفائضة من تقليل للمخاطر و رجاء عائد مجزي و لفترات زمنية محددة خاصة في المدى القصير، مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثمارات و تسهيلها عند الحاجة، و حتى لا يدع أمواله تتآكل عن طريق الزكاة.
2. تدعيم الاقتصاد الماليزي و نموه: تساهم سوق رأس المال الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام و الخاص، و هذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، و توجيهها إلى استثمارات نافعة و متوافقة مع أحكام الشريعة.
3. دعم الاقتصاد المحلي: تعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية دورا حيويا في دعم تنمية الاقتصاد المحلي، و ذلك عن طريق تعبئة و تحويل مدخرات الأفراد و الشركات إلى الوحدات ذات العجز، لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام و الخاص على أن يدفع الطرف الأخير لعائد يرضي به أصحاب رؤوس الأموال، مما ينتج عنه نمو و ازدهار لاقتصاد المحلي.
4. توفير للأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة: تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية للجهات المصدرة من حكومات و شركات، مكان الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من الأسهم و الصكوك الإسلامية و أسهم الصناديق و غيرها، و هذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، و هذا لتعزيز ثقة المتعاملين في السوق و الجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية.
5. الرقابة و الإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع الأحكام الشرعية: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، و هي التي تشرف على هذا السوق عن طريق اللجنة الاستشارية الشرعية، على مطابقة و موافقة العمليات المعمول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية، و هذا بتوفير للأطر و القوانين الخاضعة لمبادئ الشريعة الإسلامية، و الموافقة على إصدار للأدوات الإسلامية، كما تعمل على

¹ - malaysia Business Magazine, bursa's sukuk coup , Malaysia, 2014/03/18

² -Alhabshi, Datuk Syed Othman, Development of Capital Market Under Islamic Principles, Conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25- 26, 1994, p6

تطور المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا، و جذب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في السوق الإسلامية.

ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

لقد تم إنشاء بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية الماليزية و ذلك لتطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و المنتجات و الأدوات المتداولة فيها، كما يمكن تقسيم هذا السوق إلى سوق السلع و سوق الأسهم الإسلامية و سوق الصكوك و سوق المشتقات كما يلي¹:

1. سوق السلع: و تتم فيه تداول جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، و هذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية و المالية و عمليات الاستثمار أيضا.
2. سوق الأسهم الإسلامية: و تتداول فيه مجمل الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، التي توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية، و توفر فيها للمعايير و الخصائص المحدودة من قبلها. و تقدر نسبتها 88% من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية أي ما نسبته 64% من القيمة السوقية للبورصة، و هذا في 31 ديسمبر 2010.
3. سوق الصكوك: تصدر الصكوك من طرف هيئة محلية أو دولية مقيدة أو غير مقيدة ، و يتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية، و تعتبر الصكوك من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، و هذا لكونها تصدر بالعملة المحلية (الرينجت الماليزي) أو بالعملة الأجنبية.

الفرع الرابع: دور هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة العليا لسوق الأوراق المالية في ماليزيا فهي تلعب دورا رئيسيا في دفع و تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية.

و من بين الأدوار التي أسندت لهذه الهيئة مايلي:²

1. إعطاء التصاريح و الإشراف على جميع الشركات التي لها الرغبة في الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.
2. مراقبة أنشطة البورصات ، ذلك بتنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم و السندات و الصناديق المالية و الأدوات المالية الأخرى.
3. تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية لتتماشى مع التطورات الحاصلة عالميا.
4. السماح بإصدار سندات الشركات.

¹ - Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :

http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf 23/03/2014;à 17:42.

² - محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص09.

5. الإشراف على المبادلات المالية، و غرفة المقاصة، و مركز الودائع حتى توفر الثقة للمستثمرين.

6. تقديم الإعتمادات و مراقبة الأشخاص المعتمدين.

و بالإضافة إلى الأدوار سابقة الذكر لهيئة الأوراق المالية الماليزية يوجد عوامل ساهمت في دعم السوق و هي:

- 1) وجود خبراء و متخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة ساعد في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات و إضافة لذلك إقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذا السوق.
- 2) الالتزام الكامل للحكومة الماليزية في تنشيط و تدعيم و تعزيز هذا السوق.
- 3) الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في التزام المصدرين و المستثمرين بتعليمات السوق.

كما وضعت هيئة الأوراق المالية تطوير السوق المالي الإسلامي كأهم الأهداف الواجب تحقيقها ضمن جدول أعمالها، و من بين الأهداف التي تسعى لتحقيقها مالي:

- تعزيز شفافية السوق.
- تطوير النظام و جعله مرناً.
- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.
- الحفاظ على حماية المستثمرين.
- دعم وحدة السوق.

المطلب الثالث: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق و شرعيتها، الماليزية يتم تداول

فيه كل من الأدوات الملكية الإسلامية و الصكوك الإسلامية و الأدوات المالية الإسلامية المركبة.

1. أدوات الملكية الإسلامية:

إن أدوات الملكية الإسلامية عبارة عن الأدوات المالية المتمثلة في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، و ما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة و وحدات صناديق الاستثمار الإسلامية و صناديق الاستثمار المالي العقاري و صناديق التبادل التجاري و التي يتم إصدارها من طرف الشركات التي

تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، و هذا ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية¹.

2. الصكوك الإسلامية:

تعتبر التجربة الماليزية هي الأولى لإصدار الصكوك الإسلامية و تعرف بأنها " عبارة عن شهادات متساوية القيمة و غير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية و مصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية"². و إصدار هذه الصكوك يتم من طرف الشركات الخاصة و تخضع لرقابة هذه اللجنة، بينما يقوم البنك المركزي الماليزي بمراقبة الصكوك الإسلامية الحكومية.

1.2 تعريف التصكيك الإسلامي: عرف التصكيك الإسلامي على أنه: عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، و إصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات³.

كما عرف على أنه: عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة و المشاركة في الاستثمار، أو ثمن بضاعة المرابحة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض، أو تكاليف تحصيلها، إلى أجل يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، و ذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع⁴.

2.2 أنواع الصكوك الإسلامية:

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، و تختلف هذه المنتجات باختلاف صور و أساليب التمويل و الاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية. و منه يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام:

- الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة.
- الأوراق المالية القائمة على عقود البيع.
- الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة.

1.2.2 الصكوك القائمة على عقود الشراكة: و هي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة و تتطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك:

¹ -Wan razazila wan abduallah and others, the evolution of the islamic capital market in malaysia, Lincoln University, NEW ZEALAND ? available at :

http://www.victoria.ac.nz/sac/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publication/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf p 18.

² -Islamic Securities Guidelines(SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur,2011, p 5.

³ - Dualeh, Suleiman Abdi, « Islamic Securitization : Practical Aspects », a paper given at : **The World Conference on Islamic Banking**, The Noga Hilton, Gene, 1998, p :1.

⁴ - حسان، حامد حسين، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة و المراجعة و المؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 2003، ص ص 4-5.

أ) **صكوك المقارضة:** هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، و صكوك المضاربة عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال، و يمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين أو أكثر.

ب) **صكوك المشاركة:** تمثل وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، و يصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، حيث تدار على أساس المشاركة أو المضاربة¹، و هي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة، و لكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب صكوك المشاركة لهم الحق في الإدارة.²

ج) **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروعات للمزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.³

2.2.2 **الصكوك القائمة على عقود البيع:** و فيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار و الطرف الآخر حملت الصكوك على عقد البيع من مرابحة و سلم و استصناع و هي كالاتي:

أ) **صكوك السلم:** و هي صكوك منبثقة من عملية قائمة على عقد سلم حيث تمثل هذه الصكوك جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك، و يقصد بالسلم هو رأس مال معجل في مقابل سلعة مؤجلة.⁴

ب) **صكوك الاستصناع:** تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب في، و الذي يستعمل في تصنيع السلعة المطلوبة، و التي تصبح ملكا لحامل الصك.

ج) **صكوك المرابحة:** تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، و الذي يستعمل في شراء سلعة معينة، و التي تصبح ملكا لحامل الصك.⁵

3.2.2 الصكوك القائمة على الإجارة:

¹ - كمال توفيق خطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي- 03 جوان 2009، ص 13.

² - سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003، ص 11.

³ - صفية أحمد أبو بكر، " صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها و أنواعها"، بحث قدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص 12.

⁴ - وليد خالد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون جامعة دبي، 15-17 مايو، 2005، ص 912.

⁵ - نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية: خصائص و أنواعها"، بحث مقدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص 990.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

أ) تعريف صكوك الإجارة: هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدد مماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل لأعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية.¹

ب) أنواع الصكوك الإجارة²: و هي كالآتي:

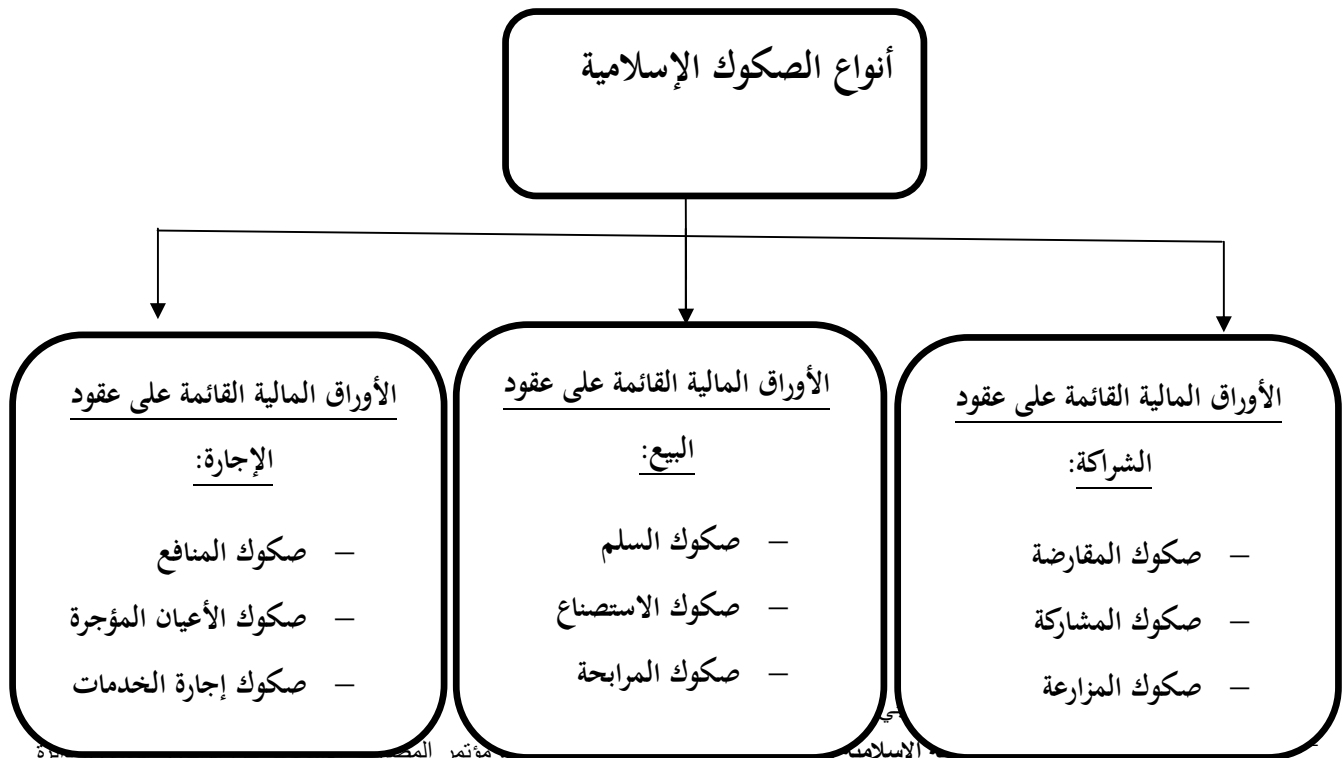
- صكوك المنافع: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجود بغرض إجارة منافعها، استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، و تصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

- صكوك الأعيان المؤجرة: و هي تمثل صكوك ملكية لعين قد تكون أرضا أو عقارا أو آلة.... و تكون العين المملوك مؤجر فهي تدر عائدا محددًا في عقد الإجارة، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر.³

- صكوك إجارة الخدمات: تعتبر وثيقة متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، و استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك

و يمكن تلخيص الصكوك الإسلامية في الشكل التالي:

الشكل رقم(23): أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا



الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي-3 جوان، 2009، ص 14.

³ - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 331.

المصدر: من إعداد الباحثة.

3. الأدوات المالية الإسلامية المركبة:

و يقصد بها تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة و التي تتوافق مع أحكام الشريعة، و هذا حتى يتمكن المتعاملين من الحفاظ على أدوات استثمارية تعتمد على الأصول و حماية رؤوس أموالهم، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.¹

4. سمسرة إسلامية للبورصة:

توفر بعض شركات السمسرة في التجربة الماليزية خدمة السمسرة الإسلامية، و التي تساعد جمهور المسلمين و غيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، و التي تكون توافقة أحكام الشريعة الإسلامية فقط.

المبحث الثالث: مؤشرات قياس كفاءة سوق ماليزيا للأوراق المالية (بورصة) و دورها في الاقتصاد

تثار في سوق الأوراق المالية الماليزية، تساؤلات عن المقاييس و المعايير التي يمكن بها أن نعرف مستوى أداء هذه الأسواق، جيدة كانت أو دون المستوى، من حيث الربحية و الإنتاجية و الاستقرار و المرونة. و إن كانت الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق، تتشدد أن تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، و تعمل السلطات الاقتصادية على تحقيق أسواقها المالية ضمن سلم أولوياتها فتستحوذ على رضا كل من المدخر و المستثمر في آن واحد.

المطلب الأول: مؤشر تطور الأسهم و السندات لبورصة ماليزيا

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية (المنتجات المالية) و المعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين. فأداء البورصة للوظائف المكلفة بها والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للاستثمار يعتمد على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور بورصة الأوراق المالية نفسها، و للتوضيح أكثر سنأخذ بورصة ماليزيا محل الدراسة.

¹ - محمد نور الدين غادمن، مرجع سابق، ص 17.

الفرع الأول: أدوات الملكية (الأسهم) :

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أقرب الأدوات المالية توافقاً مع أحكام الشريعة، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها. وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنوياً، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعاً.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في 1997 جويليا م، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة % 57 تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها.

و الجدول التالي يوضح تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية و نسبته للفترة (2012-2001)

الجدول رقم (05) تطور الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية ونسبتها

للفترة (2012-2001م)

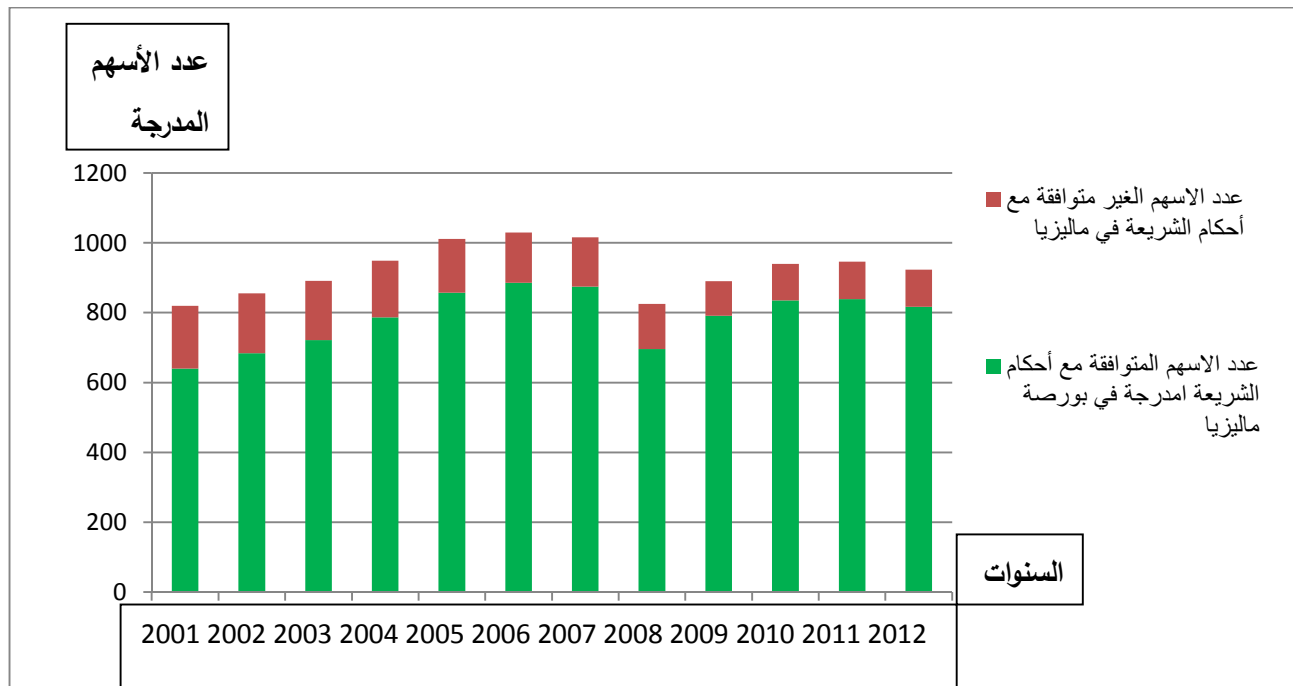
السنة	عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبته	مجموع الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية
2001	640 (%78)	180 (%22)	820
2002	684 (%80)	171 (%20)	855
2003	722 (%81)	169 (%19)	891
2004	787 (%83)	162 (%17)	949
2005	857 (%85)	154 (%15)	1011
2006	886	143	1029

	(%14)	(%86)	
1016	141 (13 %)	875 (%86)	2007
825	129 (16%)	696 (84%)	2008
890	99 (10.1%)	791 (89.9%)	2009
940	105 (10.2%)	835 (89.8%)	2010
946	107 (%11)	839 (%89)	2011
923	106 (11%)	817 (%89)	2012

المصدر: إعداد الباحثة بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية (2001-2012).

شكل رقم(24): الأسهم الشرعية و غير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا

للفترة (2012-2001)



المصدر: إعداد الباحثة انطلاقا من الجدول رقم(06).

انطلاقاً من الشكل و الجدول السابقين نلاحظ ما يلي:

- * نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية أعلى من نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال سنوات الدراسة (2001-2012) و هذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78 % في السنة 2001 إلى 89 % في السنة 2012.
- * عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سهم في السنة 2001 إلى 817 سهم في السنة 2012.
- * النسب المئوية للأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية في اتجاه تنازلي خلال تلك السنوات من 22 % في السنة 2001 إلى 11 % في السنة 2012 .
- * عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، من 180 سهم في سنة 2001 إلى 106 سهم في سنة 2012.
- لكن في سنة 2008 و هي سنة الأزمة العالمية التي مست جميع أنحاء العالم بما فيها ماليزيا فتحول ذلك التطور في الأسهم إلى تراجع ملحوظ فيه ، و رغم هذا التراجع غير أنه بقيت الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تفوق الأسهم الغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية .
- و سبب كون الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم الموافقة، بانتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، و هذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار.

الفرع الثاني: معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول:

و لمعرفة تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزية يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي :

الجدول رقم (06): تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليزية من 2005 إلى 2012

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الوحدة : مليون دولار أمريكي
303530	278671,1	237796,9	192911,6	222744,2	186777,3	156601,4	137952,9	النتاج المحلي الإجمالي
408047.5	395082,6	410065,8	290692	190423,5	328560,8	237631,6	181909	السوق رسملة (سندات وأسهم)
135428.4	128908,2	112384,1	80265,9	94235,2	171329,1	75556	51866,5	تداولات قيمة السوق (الأسهم و السندات)

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

374987.9	355316,2	272477,1	210465,9	263679,2	381918,1	220080	130068,5	التداولات إجمالي (أسهم و سندات مشتقات)
154.6	141,8	172,4	150,7	85,5	175,9	151,7	131,9	معدل رسملة السوق %
47.5	46,3	47,3	41,6	42,3	91,7	48,2	37,6	معدل حجم تداول السوق (%) أسهم و سندات

المصدر: نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، العدد العاشر، المجاد الخامس، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف الجزائر، 2013.

أولاً: معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية):

يقصد برسملة سوق الأوراق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، أي أنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق.¹

قياس معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية):

ويقاس معدل رسملة السوق كما يلي:

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق الاوراق المالية}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

و اقتصاديا ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع

القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.²

فكلما ارتفعت قيمة مؤشر القيمة السوقية دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار الذي نظرا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا وبالتالي زيادة فاعلية

¹ - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 177.

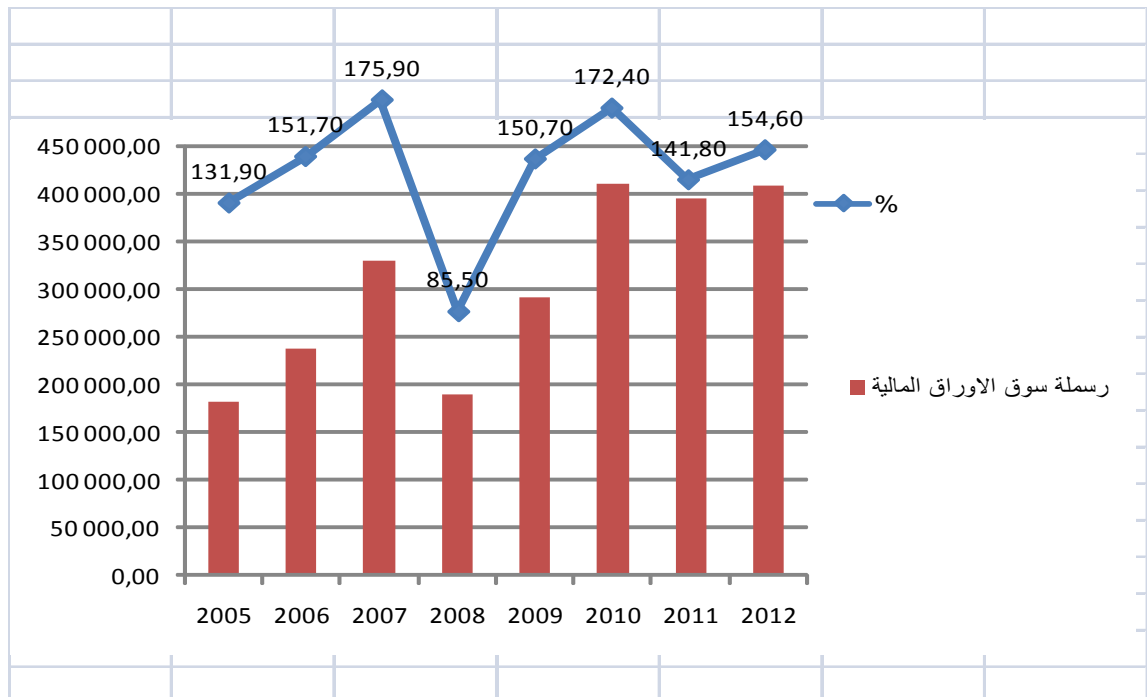
² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، دار شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 95.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

سوق الأوراق المالية، مما ينعكس على ارتفاع النشاط الاقتصادي. وبالاعتماد على بيانات الجدول السابق رقم (07)

يمكن تمثيل الرسم البياني التالي:

شكل رقم (25): معدل رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2005 إلى 2012



المصدر : من إعداد الباحثة استنادا إلى بيانات الجدول رقم (07)

لقد كانت قيمة هذا المؤشر مرتفعة الأمر الذي يدل على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا فبعد أن كانت تقدر ب % 131,9 في عام 2005 نمت لتصل إلى 154.6 % في عام 2012 أي بزيادة قدرها 22.7 % أي أن القيمة السوقية نمت بشكل كبير فبعد أن كانت تقدر بحوالي 181909 مليون دولار أمريكي في عام 2005 ارتفعت لتصل إلى 408047.5 مليون دولار أمريكي و في عام 2012 أي أنه بمعدل نمو متزايد .وهذا ما يعكس و يبين مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد الماليزي.

بينما في سنة 2008م فكان ذلك الانخفاض سببه الأزمة المالية العالمية التي مست جميع أنحاء العالم حيث انخفضت القيمة من 328560,8 مليون دولار أمريكي سنة 2007 إلى 190423,5 مليون دولار أمريكي سنة 2008، لتعود في الارتفاع من جديد سنة 2009 بما يقارب 290692 مليون دولار أمريكي.

ثانيا: معدل حجم التداول (السيولة):

إن معدل حجم التداول هي عبارة عن نسبة و تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد القومي وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني¹.

قياس معدل حجم التداول:

يمكن حساب معدل حجم التداول بالاعتماد على القانون التالي:

$$\text{معدل حجم التداول} = \frac{\text{قيمة الاوراق المالية المتداولة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

و بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (07) السابق يمكن تمثيل الرسم التالي:

شكل رقم (26):معدل حجم التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2005 إلى 2012

¹ - المرجع السابق، ص 96.



المصدر: من إعداد الباحثة استنادا إلى بيانات الجدول رقم (07)

إن مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية تطور بشكل ملحوظ ، فبالنظر إلى مؤشر السيولة و هو معدل حجم التداول خلال هذه الفترة نجد أنه كان بنسبة % 37,6 في عام 2005 بينما سنة 2012 م فتطورت النسبة لتصل لـ 47.5% أي بمعدل نمو ايجابي، حيث بلغت قيمة التداولات حوالي 135428.4 مليون دولار أمريكي عام 2012م مقابل 51866,5 مليون دولار أمريكي سنة 2005م. و بالتأكيد ظهرت مخلفات الأزمة المالية العلمية أيضا في سوق ماليزيا المالي باستعمال هذا المؤشر المتمثل في معدل حجم التداول الذي يقيس لنا سيولة البورصة المدروسة، ففي سنة 2008م كان انخفاض معدل حجم التداول إلى %42.3 بعد ما كان %91.7 سنة 2007 ، و هذا راجع لعدم التسيير الجيد و المحكم للنظام المالي العالمي و بالأخص الأمريكي التي كانت أزمته مست العالم بأكمله.

ثالثا: حجم تداول المشتقات المالية:

إن للمشتقات المالية أهمية هي الأخرى في سوق المالي الماليزي و الدليل على ذلك يمكن الاعتماد على البيانات الواردة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (07): تطور مؤشر حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا

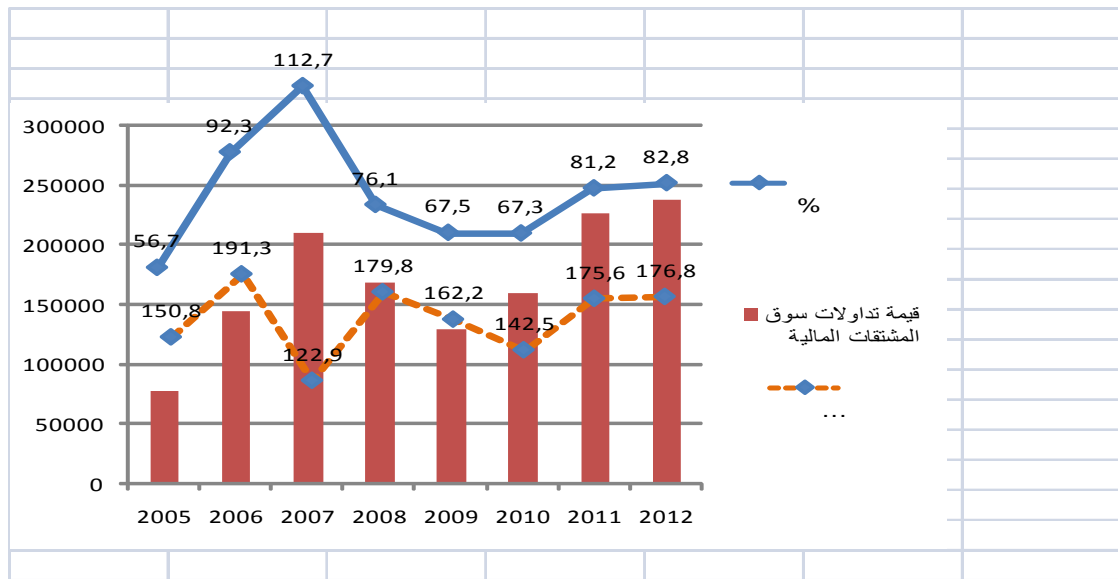
2005 إلى 2012

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
303530	278671,1	237796,9	192911,6	222744,2	186777,3	156601,4	137952,9	الناتج المحلي الإجمالي
228547	226408	160093	130200	169444	210589	144524	78202	قيمة تداولات سوق المشتقات المالية
372520.4	355316,2	272477,1	210465,9	263679,2	381918,1	220080	130068,5	إجمالي التداولات (أسهم و سندات مشتقات)
82.5	81,2	67,3	67,5	76,1	112,7	92,3	56,7	نسبة تداولات المشتقات إلى الناتج المحلي الإجمالي %
177.4	175,6	142,5	162,2	179,8	122,9	191,3	150,8	نسبة تداولات المشتقات إلى إجمالي التداولات %

المصدر: نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، العدد العاشر، المجاد الخامس، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف الجزائر، 2013. من خلال بيانات الجدول السابق يمكن تدوينها في الشكل التالي و ذلك للتوضيح أكثر كما يلي: الشكل رقم (27): حجم تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا

من 2005 إلى 2012



المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقا من الجدول رقم (07).

نجد أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا تطور بشكل كبير جدا فقد ازداد الطلب من المستثمرين على هذه المنتجات الأمر الذي أدى إلى ارتفاع تداولات المشتقات المالية في ماليزيا فقد بلغت نحو 228547 مليون دولار أمريكي في عام 2012 مقارنة بعام 2005 أين قدرت بـ 78202 مليون دولار أمريكي أي بمعدل نمو إيجابي مرتفع .

إذ استحوذت تداولات المشتقات في بورصة ماليزيا على نحو 150,78 % من إجمالي

التداولات في عام 2005 ونمت هذه النسبة إلى أن وصلت ما يعادل 177.4 % في عام 2012، أما في سنة 2008 فنلاحظ ارتفاع في هذه النسبة إلى 179.8% و هي قمة الهرم و ذلك راجع لكون نسبة تداول المشتقات أكبر نسبة من مجموع التداولات في الأدوات الأخرى و أي أن نسبة البسط أعلى بكثير من نسبة المقام و هذا ما يؤدي إلى كبر النسبة المئوية في البورصة و هو ما يسمى الاستعمال المفرط في التعامل بالمشتقات و هي سبب الأزمة المالية.

أما إذا حاولنا معرفة نسبة تداول المشتقات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي سنجد أنها كانت جيدة إذ بلغت نحو 82.5 % في عام 2012 مقارنة بـ 56,7 % في عام 2005، و في سنة 2008 نلاحظ أن النسبة انخفضت إلى 76.1% و ذلك لكون الزيادة في البسط أقل من الزيادة في المقام.

- بقي أن نشير في الأخير أن المؤشرات السالفة قد رغم انخفاضها في عام 2008 متأثرة بالأزمة المالية العالمية، إلا أنها تعكس مدى نمو و فعالية سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية هو مؤشر لوجود كفاءة في بورصة ماليزيا

شهدت ماليزيا في السنوات الماضية نقلة نوعية في إصدار و تداول الصكوك الإسلامية، و هذا لكونها بالدرجة الأولى السبابة و لإصدار و ابتكار لأنواع عديدة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة ، و بالتالي أصبحت الرائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة، و بالعملة المحلية أو الأجنبية، و دورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد في نشاط إصدارها و تداولها قيمة و حجما.

الفرع الأول: أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

يوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك ، منها ما ابتدأ العمل بها و منها ما هو حديث العمل به في هذه السوق، و من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية يوجد صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك الإجارة، و نجد أيضا صكوك المشاركة و صكوك المضاربة و هي تبنى على عقود المشاركة.

أولا: إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة:

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة. وإصدار هذه الصكوك قائم على أساس البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً، ووقت معلوم لدفع القيمة والمنفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين." أو المرابحة وتعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل، حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

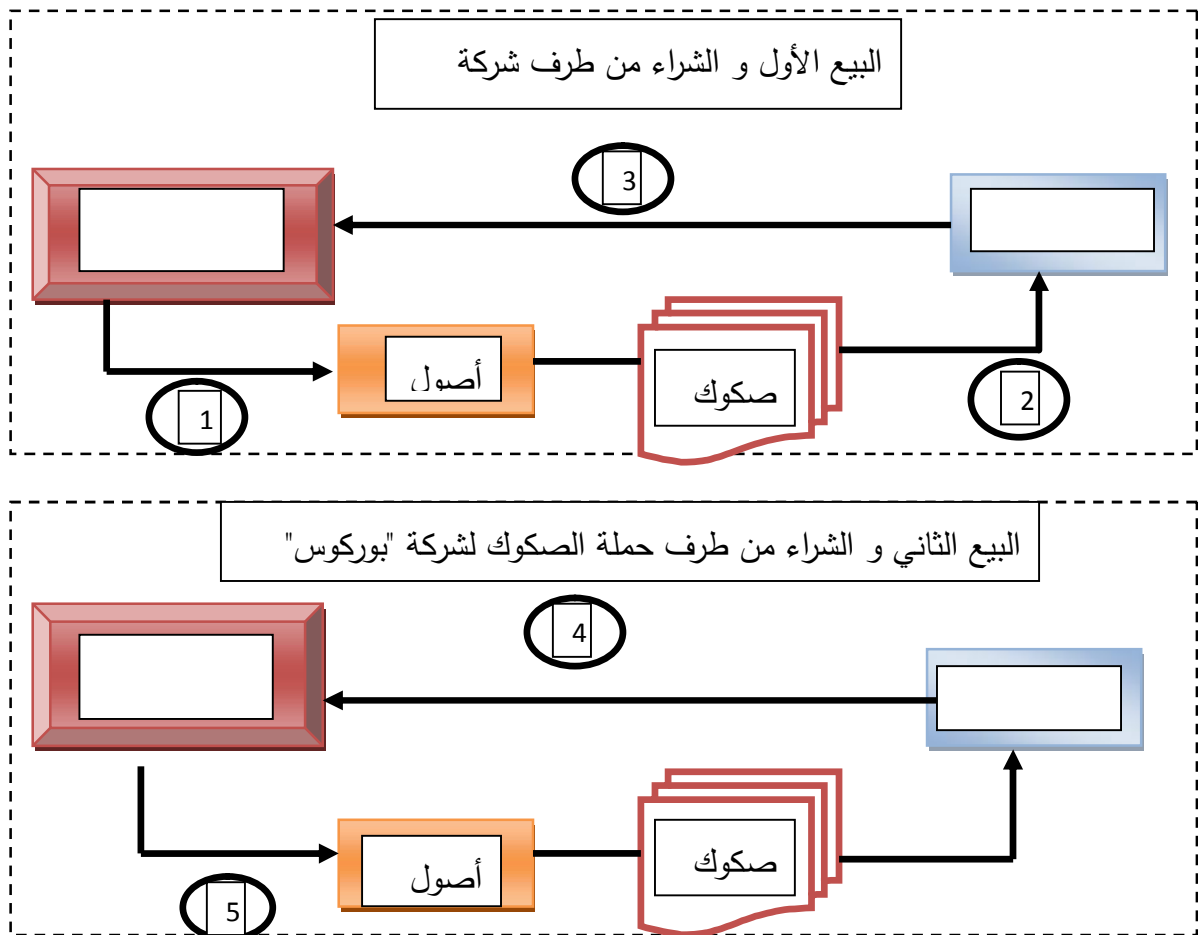
منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين".

و بما أن صكوك البيع بالثمن الأجل و المرابحة قائمة على عملية بيع العينة و بتاريخ 29 جانفي 1997م وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية و اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بالثمن الأجل و المرابحة.

1. خطوات إصدار صكوك البيع بئمن آجل و صكوك المرابحة

و تتم الآلية وفق الخطوات التالية:

شكل رقم (28): خطوات إصدار صكوك البيع بئمن آجل و المرابحة في ماليزيا



المصدر: Kuwait Financial House Research, sukuk industry, Kuala Lumpur, 2012, p31

و تتم آلية إصدار صكوك المرابحة أو البيع بئمن آجل وفق الخطوات التالية:¹

1. تعيين الجهة المصدرة (شركة بوركوس للملاحة) الأصول التي ستحزرها من قبل حملة الصكوك.
2. تقوم شركة بوركوس للملاحة بإصدار صكوك المرابحة أو البيع بئمن آجل و بيعها لحملة الصكوك "المكتتبون" باعتبارها إثبات دين، و تكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك.

¹ -Kuwait Financial House Research, sukuk industry, Kuala Lumpur, 2012, p31

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

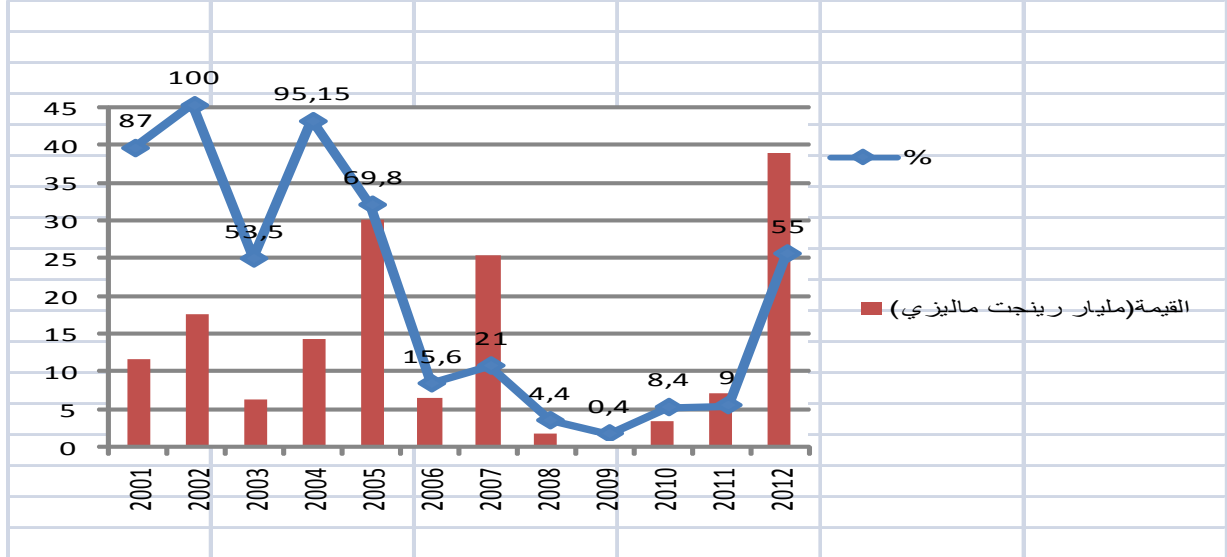
3. يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول للمكتتبون و هي شركة بوركوس للملاحة و يكون ذلك نقدا.
4. يقوم حملة الأصول بالتعهد ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة "شركة بوركوس للملاحة" بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة أو عبر دفعة واحدة، حسب الاتفاق المبرم مسبقا.
5. تقوم شركة بوركوس للملاحة بإعادة شراء الصكوك المتداولة أي الأصول في السوق الثانوية بثمن البيع الأعلى.

• إن الفرق بين صكوك البيع الآجل و بيع المرابحة يكمن في آجال الاستثمار و مدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فان إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات التي يكون الآجل فيها طويلا تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة و قصيرة الآجل و تكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (قصيرة الآجل).

2. تطور إصدار صكوك المرابحة و البيع بثمن آجل

لقد عرفت كل من صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة ازدهارا كبيرا في سنوات الأولى من العشرية الماضية، و يمكننا ملاحظة تطور صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة في السنوات الأخيرة و ذلك من خلال الجدول في الملحق رقم (01) ، و يمكننا تصوير الجدول وفق الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (29): تطور إصدار صكوك المرابحة و صكوك البيع بثمن آجل خلال الفترة (2001-2012)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول في الملحق رقم (01).

لقد كانت صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة مسيطرة على سوق الصكوك الماليزية و ذلك لأنها كانت تمثل هذه الصكوك النوعية الرئيسية للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في هذه السوق، و كانت تقدر بنسبة 87% و 100% في سنتي 2001 و 2002 على التوالي، و يعود الاعتماد على هذين النوعين من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول و إصدار الصكوك، و قد عرفت قبول لجميع الماليزيين و ذلك لوجود

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

أدوات إسلامي يمكن التمويل بها¹، و في سنة 2003 نلاحظ تراجعاً في نسبة الإصدار هذا راجع لإصدار نوع جديد من الصكوك هي صكوك الاستصناع كما سيأتي بيانه لاحقاً، ثم تعاود الارتفاع لتبلغ 95% من إجمالي الصادرات سنة 2004م و ذلك لاعتمادها في مشاريع شبكة التنمية المستدامة في ماليزيا².

و نلاحظ أيضاً انخفاض إصدار هذه الصكوك في السنوات الأخيرة من 2005 إلى 2011 و هي سنوات إصدار صكوك جديد بدأت تحل محل صكوك المرابحة و صكوك البيع بثمن أجل من صكوك المشاركة و صكوك الإجارة و المضاربة. بينما في سنة 2012 فنلاحظ عودة قوية في إصدار صكوك المرابحة بقوة بنسبة 55% من إجمالي الصكوك المصدرة.

ثانياً: إصدار صكوك الاستصناع:

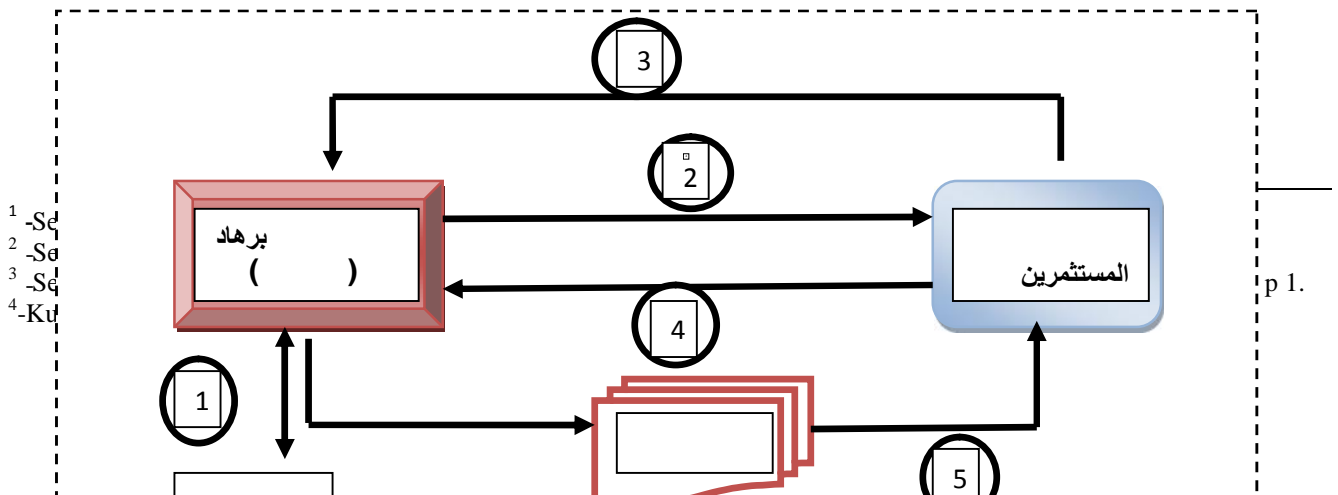
تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتعرف "Debt Financing". وتقوم على أساس التمويل بالبيع على حق الدين صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها "الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة" المستصنع "للجهة الممولة".

و كان أول إصدار للصكوك الإسلامية الاستصناع في ماليزيا سنة 2003 بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي والتي تصدرها شركة "SKS Power Sdn Bhd" ومدة استحقاقها من خمسة إلى تسعة سنوات³.

1. خطوات إصدار صكوك الاستصناع:

يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا وفق الشكل التالي⁴:

الشكل رقم(30): خطوات إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا



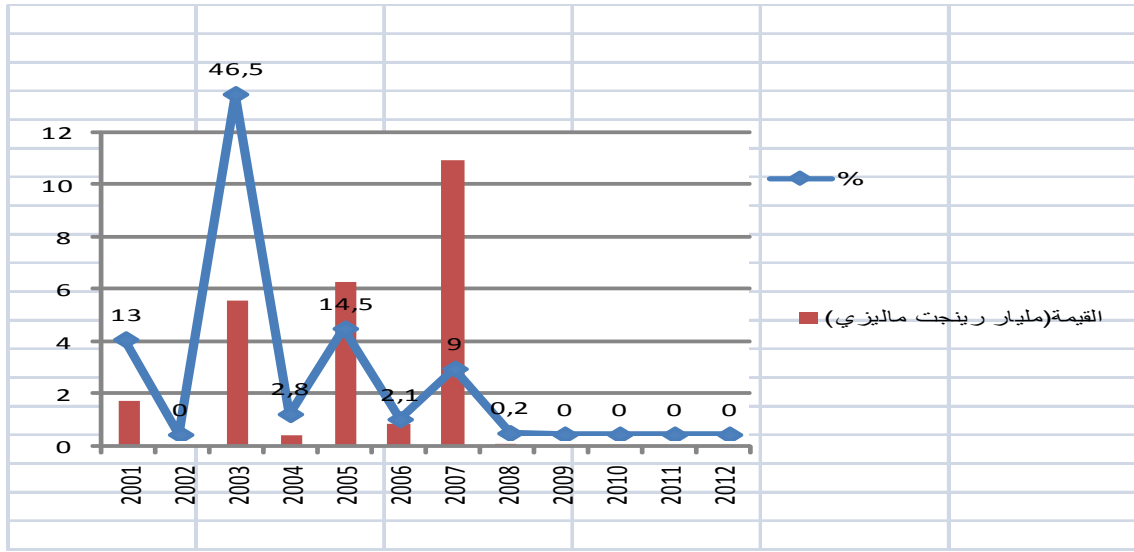
المصدر: Kuwait Financial House Research, SUKUK back on truck, op Cit,p41

1. ابرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (شركة تونج برهاد) و الصانع على شيء موصوف مثلا بناء مشروع معين "المصنوع"، على تمويل إنجاز هذا المشروع وفق عقد الاستصناع بشرط يكون الاتفاق بين شركة تونج برهاد و حملة الصكوك.
2. إن الجهة المستصنة (الشركة) تبيع المصنوع إلى المستثمرين نقدا،بثمن التكلفة للحصول على تمويل لهذا المشروع.
3. إن المستثمرون يدفعون المبلغ حالا إلى شركة تونج برهاد (المستصنع) ، و في هذه الحالة يدفع المستثمرين إلى المقاول (الصانع) نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، و في الغالب قد يكون الصانع تابعا للجهة المصدرة (الشركة).
4. يقوم المستثمرين بإعادة بيع الأصول "المصنوع" للشركة فورا بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعة واحدة أو بأقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقت لبيانات يوفرها خبير بالصنعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة يكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة.
5. و لإثبات أن المستصنع سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع و تسلمها إلى المستثمرين كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

2. تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا:

يمكننا تتبع تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا من خلال الفترة 2001م إلى 2012م حسب جدول الملحق رقم (02) ، و بترجمة هذا الجدول تحصلنا على الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (31): تطور إصدار صكوك الاستصناع خلال الفترة (2001-2012)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول في الملحق رقم (02).

من خلال الجدول في الملحق رقم (2) نلاحظ أن أول إصدار للصكوك هذه كان سنة 2001م بنسبة 13%، و في سنة 2003م ارتفعت النسبة لتصل 46.5% من الصكوك إجمالاً و كانت بقيمة 5.6 مليار رينجت ماليزي و التي تعتبر من أكبر الإصدارات في ماليزيا و يفسر بانخفاض في إصدار كلا من صكوك المرابحة و البيع بثمن آجل، بينما في الفترة من 2004م إلى 2012م فهناك انخفاض متفاوت كما هو مبين في سنة 2004م نلاحظ انخفاض كبير في نسبة إصدار صكوك الاستصناع و هذا راجع للتعديل الضريبي لان وزير المالية الماليزي أعلن على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات و ذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول، ففي 2005م كانت النسبة 14.5%، أما الانخفاض الذي كان في سنة 2006 سببه هو لصدور صكوك المشاركة. و في سنة 2007م أعلى قيمة على طول الفترة بقيمة 10.97 مليار رينجت ماليزي و يرجع ذلك إلى الإصدارات الجديدة من صكوك المشاركة و الإجارة.

ثالثاً: إصدار صكوك الإجارة:

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".

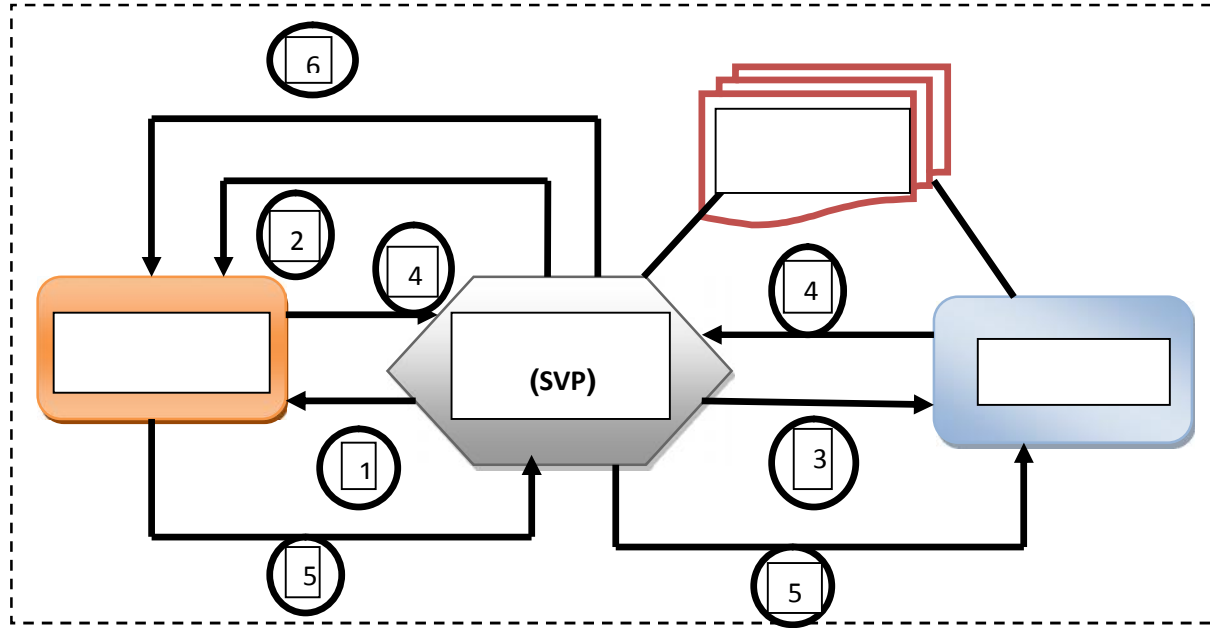
و تعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا حيث في 3 جويليا كانت 2002 كانت قد أصدرت صكوك الإجارة الصكوك الدولية الماليزية "Malaysian Global Sukuk" المتداولة في بورصة لابوان

المالية العالمية LFX – Labuan International Financial Exchange وتم طرحها بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي بموعد استحقاق في عام 2007.¹

1. خطوات إصدار صكوك الإجارة:

يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا كما هو في الشكل الموالي:

شكل رقم (32): خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا.



Kuwait Financial House Research, SUKUK back on truck, op Cit,p26

المصدر:

يمكن ترجمة و شرح الشكل أعلاه في الخطوات التالية:²

- 1) تقوم شركة بانكورس ببيع أصولها إلى شركة ذات الغرض الخاص حيث أنشأتها خصيصا لإصدار الصكوك.
- 2) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير أصولها لمدة معينة إلى شركة بانكورس .
- 3) لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص من شركة بانكورس تصدر صكوك إجارة لاستفتاء ثمن شراء الأصول.حيث تمثل هذه الأصول نصيب شائع في ملكية الأصول المؤجرة.
- 4) تدفع قيمة شراء الصكوك من طرف حملة الصكوك (المستثمرين) إلى شركة ذات الغرض الخاص بثمن حال للحصول على الصكوك، و ذلك ليتم تسديد قيمة الأصول إلى شركة بانكورس و ذلك من طرف شركة ذات الغرض الخاص.

¹ Triq, Ali Arsalan, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures ? A dissertation submitter in partial fulfillment of the requirements for the degree Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004 .p 44.

² - Kuwait Financial House Research, SUKUK back on truck, op Cit p26

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

(5) يتم توزيع حصيلة الإيجار على حملة الصكوك دوريا و يكون ذلك عندما تدفع شركة بانكورس الإيجار لشركة الغرض الخاص بشكل دوري.

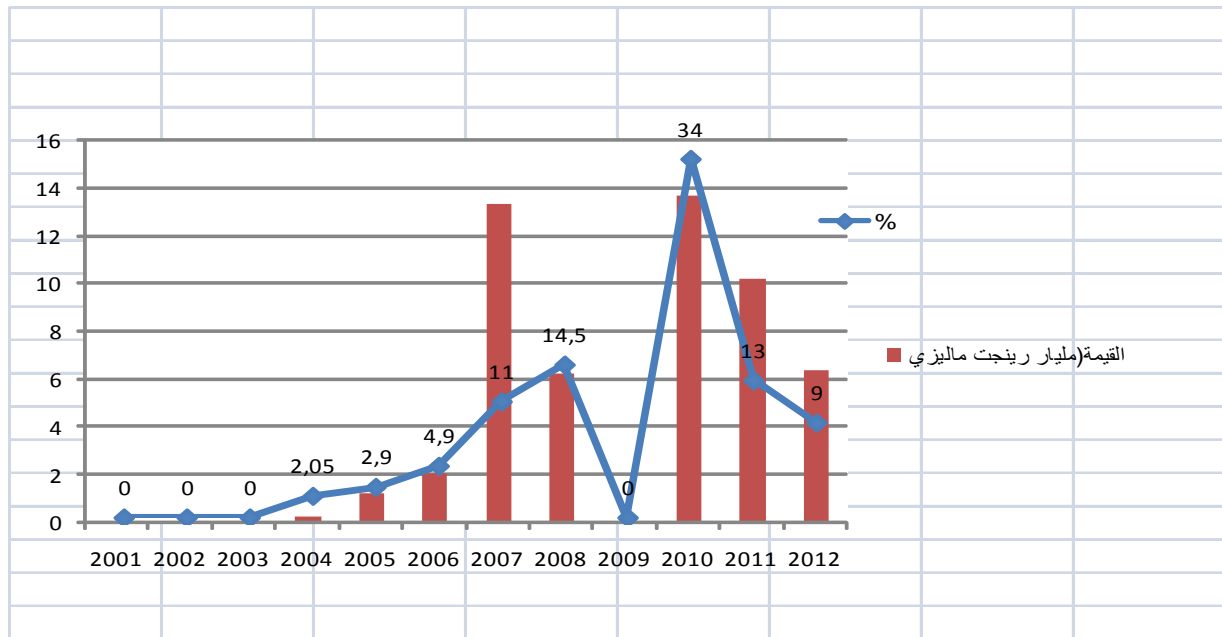
(6) تقوم شركة ذات الغرض بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة بانكورس و ذلك في تاريخ الاستحقاق، حسب القيمة الأصلية (القيمة الاسمية لصكوك الإجارة المصدرة)، و من حصيلة بيع الأصول. حيث يتم استخدام الحصيلة لاستقاء القيمة الاسمية التي هي بحوزة المستثمرين (من حملة الصكوك).

2. تطور إصدار صكوك الإجارة:

كان أول إصدار لصكوك الإجارة سنة 2004م فأخذ مكانة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا و زاد في نمو و ازدهار سوق الأوراق المالية الإسلامية، بوجود لأوراق مالية جديدة قابلة للتداول على المستوى العالمي، و لتوضيح أكثر لتطور هذا النوع من الصكوك سنستند إلى الجدول الموجود في الملحق رقم (03) ، لصكوك الإجارة خلال الفترة 2001م إلى 2012.

و التمثيل البياني لمعطيات الجدول في الملحق رقم(03) في الرسم البياني التالي:

شكل رقم(33):تطور إصدار صكوك الإجارة خلال الفترة (2012-2001)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول في الملحق رقم (03).

من خلال الرسم البياني السابق نلاحظ أن أول إصدار لصكوك الإجارة كان سنة 2004م من طرف شركة انكورس برهاد بقيمة 160 مليون رينجت، و هذا ما فتح المجال لتطوير و توقع لإصدارات محلية أخرى، تستعمل

هذه الهيكلية الجديدة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و زيادة للطلب من الصكوك الإسلامية من طرف المستثمرين الدوليين.

بينما في الفترة من 2004 إلى 2006 كان بطئ في الإصدار و هذا راجع لإصدار صكوك جديدة و هي صكوك المشاركة و عدم المعرفة الكافية بايجابيات هذا النوع من الصكوك ، و في المرحلة الأخيرة من 2007 إلى 2012م فسجلت نسب متفاوتة من الإصدار و كانت اكبر نسبة إصدار سنة 2010م ب 34% و هذا الارتفاع راجع لوعي المستثمرين بالاستثمار في صكوك المشاركات و الإجارة بدل من صكوك البيع بثمان اجل و بدرجة اقل صكوك المربحات، و نلاحظ كذلك أن سنة 2009 انعدم الإصدار لا النوع من الصكوك لاستحواذ صكوك المشاركة على أكبر نسبة إصدار.

رابعا: إصدار صكوك المشاركة:

تعرف صكوك المشاركة في سوق ماليزيا بأنها عقد استثمار و ذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويليا 2004، حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف

Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.05 مليار رينغت ماليزي.¹

1. مراحل إصدار صكوك المشاركة:

و يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:²

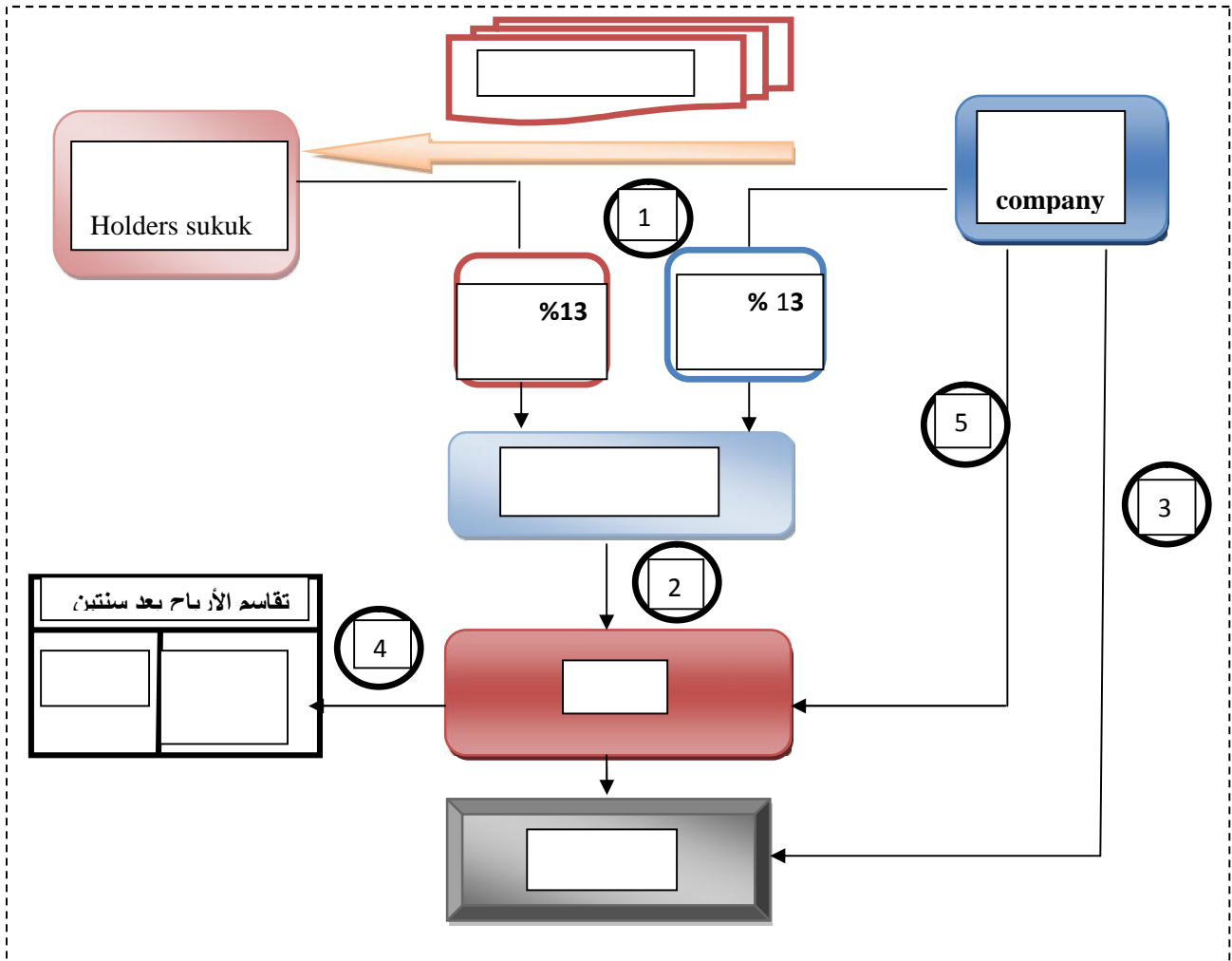
- 1) تقوم الشركة بإصدار الصكوك و يقوم حملت الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها و المقدرة 87% من قيمة المشروع، و تقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع و بذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
- 2) دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
- 3) تساعد الشركة الوصي في إدارة المشروع.
- 4) إنهاء المشروع، و يقوم الوصي بتقسيم الأرباح على كل من الشركة و المستثمرين (حملة الصكوك) كل واحد حسب نسبة مساهمته، و يكون هذا بعد سنتين من بدأ المشروع.
- 5) تقوم الشركة بدفع أجرة الوصي.

¹ - Securities Commission Annual Report 2005 p 2-22.

² -Ahmad Ibrahim, shari'ah in financial transactions pred. Cit p30 visited in 11/04/2014
<http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transaction.pdf>

و تتمثل آليتها وفق الشكل التالي:

شكل رقم (34): خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



Ahmad Ibrahim, shari'ah in financial transactions p 1

المصدر:

<http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transaction.pdf>

2. تطور إصدار صكوك المشاركة:

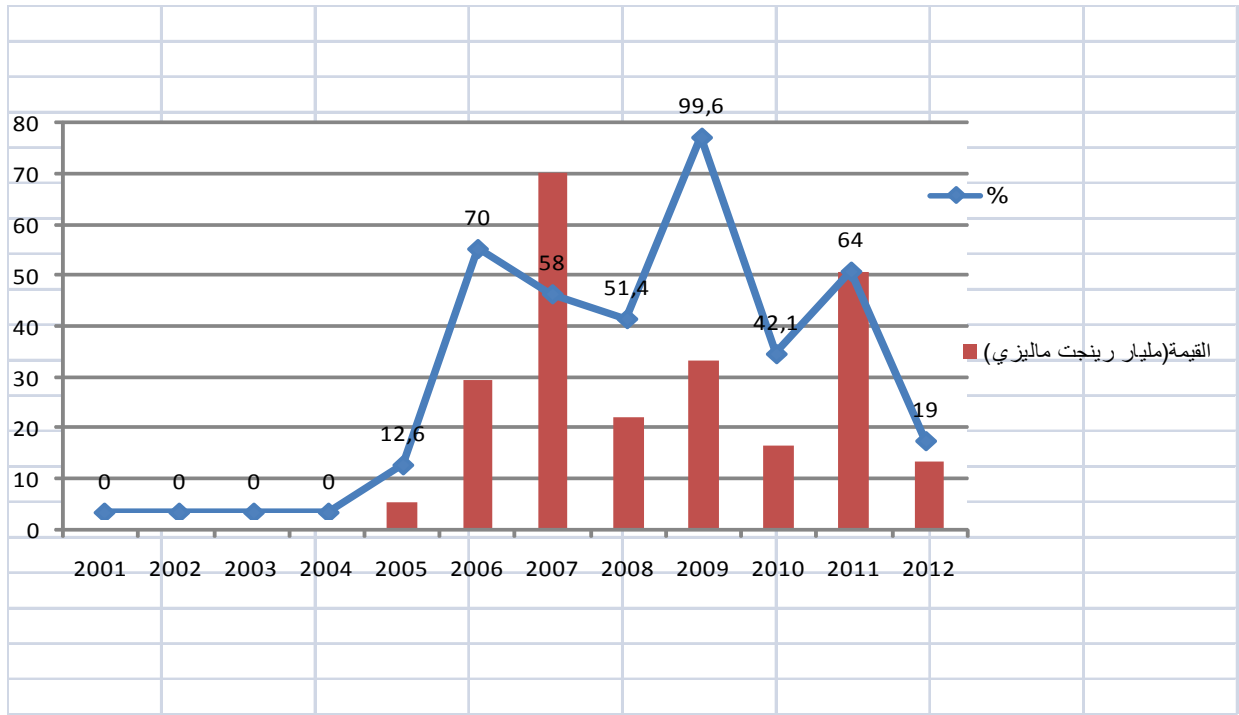
حثت اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية على استعمال صكوك المشاركة التي كان أول إصدار لها سنة 2005م

بقيمة 2.5 مليار رينجت من قبل شركة Musyarkah One Capital Bhd

و يمكن ملاحظة نسبة إصدار هذه الصكوك وفق الجدول الموجود في الملحق رقم (04) و نعكس معطياته في

الشكل البياني التالي:

شكل رقم (35): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول في الملحق رقم (04).

نلاحظ من خلال المعطيات السابقة أن أول إصدار للصكوك كان سنة 2005م و وصلت نسبة الإصدار هذه السنة 12,6% ، لتسجل بعدها قفزة نوعية في حجم الإصدار من سنة 2006 إلى 2008 و يعود سبب هذه القفزة لكون هذه الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تصدر وفق آلية بسيطة و دون تعقيد.

وفي سنة 2009 وصلت نسبة الإصدار لأكثر من 99 أي ما يعادل 33 مليار رينجيت ماليزي من مجمل الصكوك الموافق إصدارها في هذه السنة، و هذا راجع لاعتماد المستثمرون على صيغة المشاركة و هذا ما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح و الخسارة، مما أدى إلى زيادة قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار هذا النوع من الصكوك و التخلي على إصدار صكوك المرابحة، و لتعود من جديد لتنخفض سنة 2010 و 2012 لزيادة في هذين السنتين لزيادة نسبة إصدار صكوك الإجارة و المرابحة بالخصوص لترتفع من جديد في سنة 2011.

خامسا: إصدار صكوك المضاربة

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك المضاربة على أنها " عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة". و كان أول إصدار لهذه الصكوك سنة 2005م من طرف PG Municipal Assets BHD.

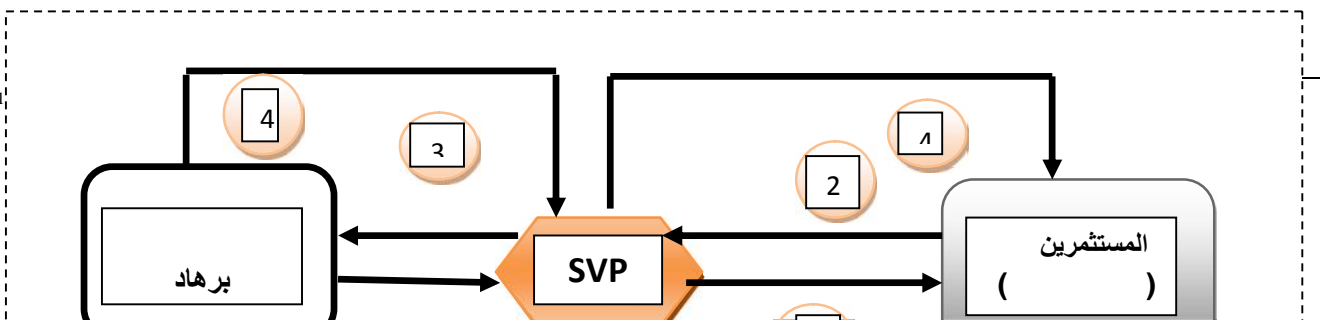
1. خطوات إصدار صكوك المضاربة:

و يتم إصدارها وفق الخطوات التالية:¹

- 1) تصدر شركة منفعة برهاد عن طريق شركة ذات الغرض الخاص إصدار صكوك المضاربة.
- 2) يدفع المستثمرون مساهماتهم من رأسمال بصفقتهم رب المال، في عملية المضاربة و الحصول بالمقابل على الصكوك كإثبات لهم.
- 3) تقوم شركة ذات الغرض الخاص كمدير للمشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع شركة منفعة برهاد، كمضارب ثان من أجل تنفيذ المشروع.
- 4) تقوم شركة منفعة برهاد المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بعد انتهاء الشروع بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها و بين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها.
- 5) تسترجع إدارة الشركة صكوك المضاربة بعد دفع قيمتها لحاملتها.

و تتمثل أليتها وفق الشكل التالي:

شكل رقم(36): خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



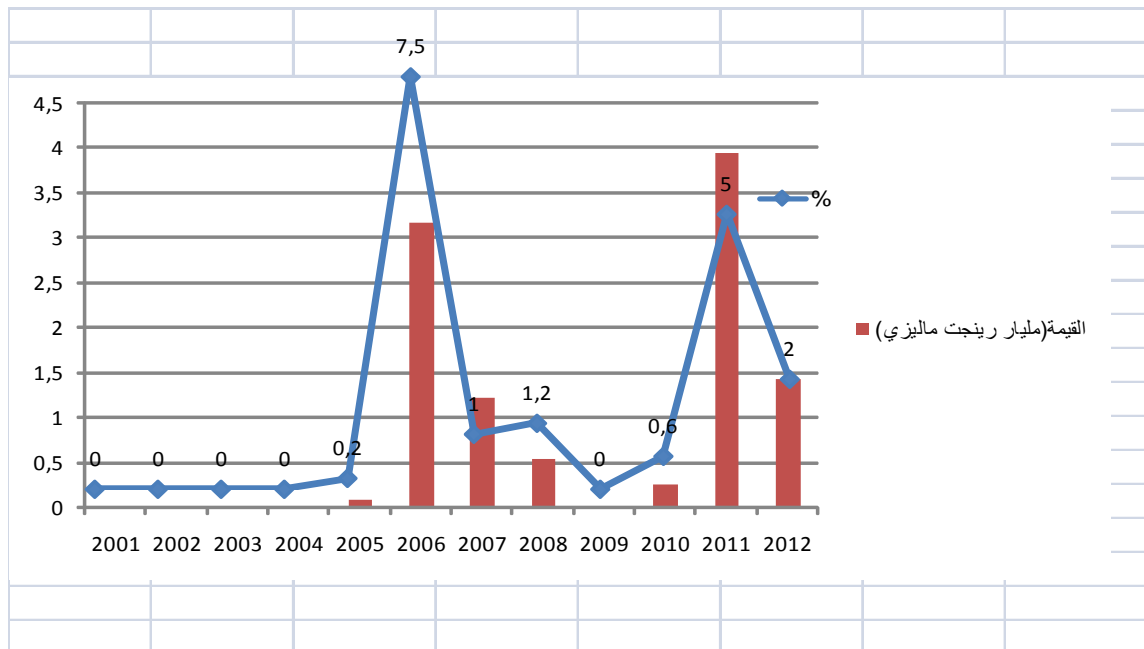
Kuwait Financial House Research, SUKUK back on truck, op Cit,p38

المصدر:

2. تطور إصدار صكوك المشاركة:

و يمكننا تتبع تطورها خلال الفترة 2001 إلى 2012م بالاستناد على الملحق رقم(05)

شكل رقم (37): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

نلاحظ من خلال الرسم البياني السابق أن إصدار صكوك المضاربة لم يكن قبل 2005 حيث أن أول

إصدار لها كان ابتداء من هذه السنة بقيمة 80 مليون رينجيت من طرف

PG Municipal Assets Bhd. و في سنة 2007م ارتفعت نسبة الإصدار لتصل 7.5% من إجمال إصدار الصكوك، و بعد هذه السنة سجلت إصدارات صكوك المضاربة انخفاض حتى الانعدام سنة 2009م، و بعد هذا الانخفاض عودة الإصدار لصكوك المضاربة بالارتفاع إلى أعلى قمة له سنة 2011م بقيمة 3.94 مليار رينجت ثم انخفضت إلى 1.42 مليار رينجت سنة 2012.

الفرع الثاني: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا

شكل ظهور الصكوك السنوات الأخيرة أحد أهم التطورات على مستوى أسواق رأس المال الإسلامية. وتمنح تلك الصكوك لحملتها حق الملكية المشتركة في أنشطة ملموسة وإنتاج حقيقي على نقيض السندات التقليدية التي تمثل شهادات دين وتعرض الصكوك أمام المستثمرين إمكانية تنويع استثماراتهم في أصول حقيقية وفقا لتعاليم الشريعة التي تمنع الفائدة أخذا وعطاء.

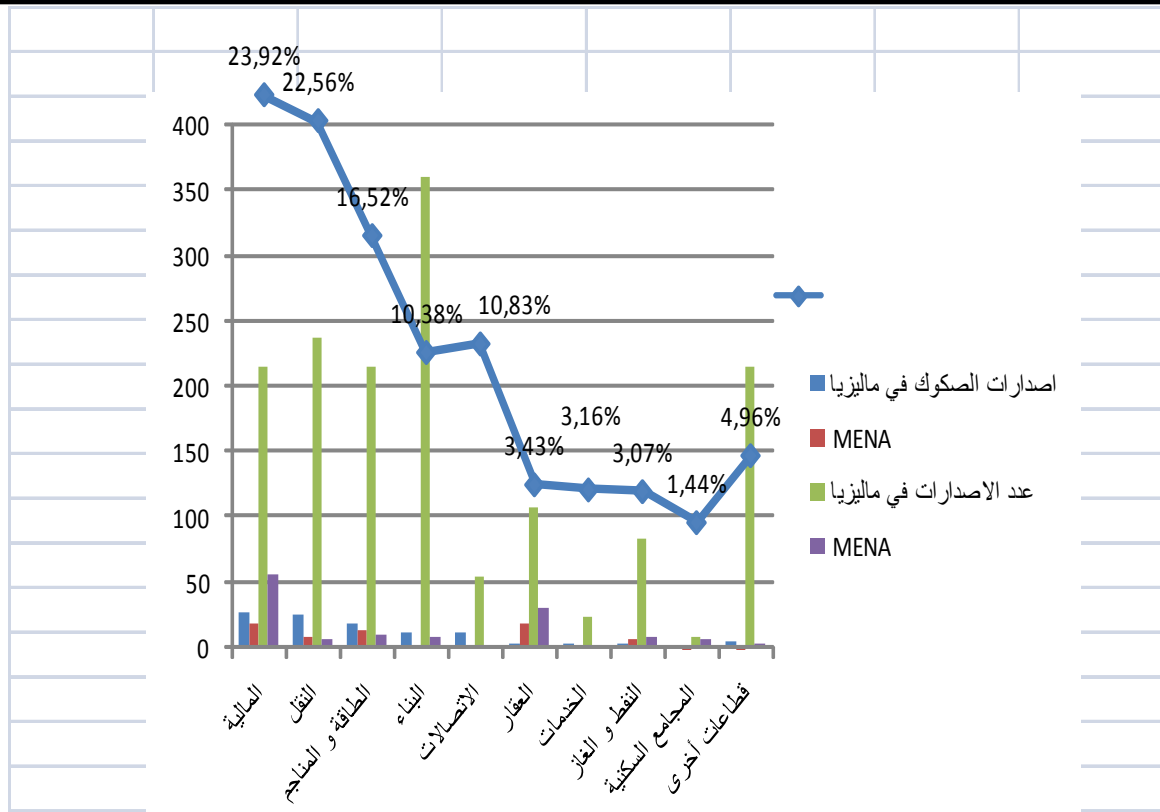
من جهة أخرى يمكن للموارد المتحصل عليها عبر الصكوك أن تمول المبادرات الاقتصادية ذات الربحية العالية والمتعلقة بالبنى التحتية ومشاريع أخرى مستحقة. وقد أثبتت الفترات السابقة قدرة الصكوك على الصمود طيلة الاضطرابات التي شهدتها أسواق رأس المال العالمية. كما أظهرت الأرقام أن للصكوك آفاق واعدة للنمو إذ تراوحت نسبة نموها حاليا ما بين 10 و 15% في الأسواق المالية العالمية. وتتصدر ماليزيا المرتبة الأولى في أسواق إصدار الصكوك في العالم و تليها دول الخليج. كما يمكن لهذه الصكوك أن تكون اختيارا مهما وبديل وذلك لقدرتها على الاستجابة لحاجات مختلف الفاعلين الاقتصاديين (الدولة-البنوك-وتنظيمات مالية أخرى-مؤسسات) في مجال تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ويؤدي تطور الصكوك إلى تنامي مؤسسات إسلامية كالوقف وتحقيقها كذلك لأهدافها الاجتماعية والاقتصادية.

و بما أن ماليزيا كانت الأولى في إصدار الصكوك في العالم فيمكن القول أن إصدار الصكوك ساهم بشكل كبير في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد الماليزي. فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت أداة جديدة لاستعمالها من طرف الشركات الخاصة و الحكومية على حد سواء، بتلبية حاجياتهما الاستثمارية أو التنموية.

و لتوضيح أكثر أن للصكوك دورا كبيرا في تمويل المشاريع الاقتصادية و أنها تساعد بنسبة كبيرة في تحريك عجلة الاقتصاد الماليزي نعتمد على الملحق رقم(6) في الرسم البياني التالي:

شكل رقم (38): المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدار الصكوك في ماليزيا خلال

الفترة 1996 إلى 2012



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول في الملحق رقم (6).

أن الإحصائيات المدونة في الشكل تبين لنا أن القطاع الأكثر إصدارا للصكوك يتمثل في القطاع المالي بنسبة 24% ، و تأتي بعدها قطاع النقل بنسبة 22% ، و بعدها قطاع الطاقة و المناجم بـ 16% فقطاعى البناء و الاتصال استقطبا ما نسبته 10% لكل قطاع، في حين قطاعات العقار و النفط و الغاز و الخدمات أصدرت صكوك بـ 3% في كل قطاع، و قطاعات أخرى تحصلت على 7%.

المطلب الثالث: عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا

بدأت ماليزيا في تطوير سوقها المالي بقوة منذ عام 2005م عندما حولت بورصتها لشركة مساهمة، وأدرجتها في 18 مارس من العام المذكور. وتضم هذه البورصة اليوم سوقا للأسهم وسوقا للمشتقات وسوقا للأوفشور. ويهدف جذب الأموال، أطلقت بورصة ماليزيا مبادرات عدة منها تحرير مشاركة المستثمرين الأجانب، مما سمح لغير المقيمين الاستثمار في الأوراق المالية عبر الحصول على تمويل من البنوك التجارية والإسلامية المحلية، بالعملة الماليزية أو حتى بالعملات الأجنبية.

ويذكر أنه خلال 10 أعوام مضت حتى النصف الأول من 2008م، نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا ليصل إلى 977 شركة.

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

وتحتل الأوراق المالية الموافقة للشريعة 62.5 بالمائة من إجمالي القيمة السوقية البالغة أكثر من 200 مليار دولار.

و الجدول التالي يبين تطور الشركات المقيدة في بورصة ماليزيا:

الجدول رقم(08): تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من 2004 إلى 2012

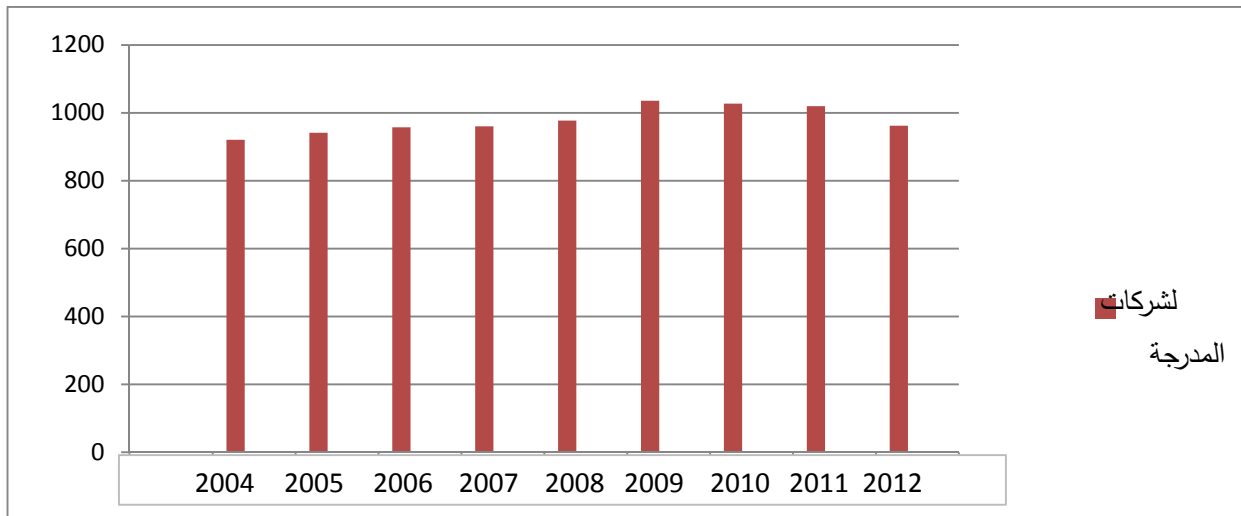
السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
عدد الشركات المدرجة	921	941	957	960	957	1036	1027	1020	962

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على نشرة البنك الدولي: 2013/12/10، متوفر على:

<http://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO/countries>

و يمكن تمثيلها وفق الأعمدة البيانية التالية:

الشكل رقم(39): عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2012-2004)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم(09).

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة كانت سنة 2004 تقدر بـ 921 شركة و زادت في سنة 2005 لتصل إلى 941 شركة مصدرة للأسهم في بورصة ماليزيا، و استمر هذا التزايد في عدد الشركات المسجلة حتى سنة 2008 فتراجعت لتصل إلى 957 شركة ، بينما في سنة 2009 نلاحظ قفزة كبيرة في عدد الشركات المقيدة في البورصة خاصة بعد وقوع الأزمة المالية 2008 و هذا راجع لتزايد

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية و نعرف أن السوق الإسلامية تقاوم الأزمات المالية ، و كان هذا الإقبال الكبير على بورصة ماليزيا باعتبارها الدولة الأولى الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية و الدور الكبير التي أصبحت تلعبه البورصة في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار.

خلاصة الفصل الرابع:

تناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية لبورصة ماليزيا و دورها في الاقتصاد، حيث قمنا بتقديم سوق الأوراق المالية الماليزية من مفهوم و وظائف و ما تحويه من أقسام كسوق الملكية و سوق السندات و سوق المشتقات و سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما تم التعريف بالهيئات الرقابية و هي هيئة الأوراق المالية الماليزية و البورصة الماليزية المحدودة و المؤسسات التابعة لها. كما تم التطرق لماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و ذلك

الفصل الرابع: كفاءة بورصة ماليزية و دورها في الاقتصاد (دراسة تطبيقية)

لكونها السوق التي تنشط بها إصدارات الصكوك الإسلامية، و تداولها دون غيرها من الأسواق و عرض لأهم وظائفها و تقسيماتها، و الدور الذي تقوم به الجهات الرقابية في تطوير سوق الأوراق المالية، و المتمثلة في هيئة الأوراق المالية و اللجنة الاستشارية العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، و دورها في الموافقة و المصادقة على إصدار الصكوك وفق الضوابط الشرعية من جهة ، و تفعيل العمل بهذه الأدوات في السوق المالية الإسلامية من جهة أخرى، وفي النقاط التالية نوضح أكثر أهم النتائج التي توصلنا لها :

- سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية هو ذلك السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار و التمويل المتوسط و الطويل الأجل، و هو المكان الذي تتعامل و تنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية و أدوات
- توجد في سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة و تطوير للأدوات المالية في السوق، و تتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية و اللجنة الاستشارية الشرعية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية و استشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار و تداول الصكوك الإسلامية.
- الصكوك الإسلامية ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلا عن الأوراق المالية التقليدية، حيث أن لها خصائص تجعلها فريدة في بابها و تؤدي دورا فعالا في الحياة الاقتصادية، و إدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية.
- تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم و السندات و الوحدات الاستثمارية و تتشابه معها في عدة نقاط، غير أنها تعد ورقة مالية مستقلة بحد ذاتها مميزات و خصائصها.
- تحليل أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، لاسيما صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة و صكوك الاستصناع و صكوك الإجارة، وبنية كل نوع والأساس الذي يتم بناء عليه إصدارها والتعامل فيها في السوق ومدى تكييفها في ميزان الشريعة الإسلامية.
- تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية (البورصة) الماليزية بمؤشرات عديدة مثل مؤشر تطور إصدار الأسهم و مؤشر تطور إصدار السندات، كذلك معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول يمثلان مؤشرين نعرف بهما مدى كفاءة السوق الماليزي، إضافة إلى ذلك تزايد أنواع الصكوك الإسلامية و زيادة في قيمة الإصدار لها هي الأخرى تساعد على معرفة الكفاءة في بورصة ماليزيا، حيث وجدنا بورصة ماليزيا تتعامل بالصكوك بشكل كبير و إقبال الكثير من المستثمرين عليها .
- تعتبر عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا أحد المؤشرات التي نعرف بها مدى نجاعة و تطور بورصة ماليزيا.

الخاتمة

العلماء

1. الخلاصة العامة:

تعتبر السوق المالية عامة و الناشئة خاصة ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي و تضطلع بدور حيوي و مهم في دفع النمو الاقتصادي في الدول فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة، حيث تقوم بدور في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة و الحيوية، و يتم فيها الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي و الوحدات ذات الفائض المالي أي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي لديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستثمار وتوظيف هذه الفرص ، فهي تحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. و ذلك في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول الأوراق المالية، كما تمثل الإطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة فيها.

و في ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية نجد أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية سعياً للوصول لاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية حيث أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين ، وبعناية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من أجل محاولة تعريفها ، وتحديد خصائصها ، نظراً للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية.

2. نتائج الدراسة:

- من أهم أقسام السوق المالية سوق الأوراق المالية، و هو ذلك السوق المنظم في مكان جغرافي معين، يتم فيه شراء و بيع الأوراق المالية من قبل العارضين و الطالبين في وجود وسطاء رسميين هم السماسرة و مساعدهم. و لها خصائص تختلف عن غيرها من الأسواق، و وظائف مهمة في الاقتصاد الكلي و الجزئي، كتعبئة المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، و تيسير عملية تداول الأوراق المالية بتنشيط عمليتي الاستثمار و توفير السيولة في حينها للمستثمرين من المخاطر المختلفة كتقلبات الأسعار و غيرها.

الخاتمة العامة

- تساعد الأسواق المالية على التسعير المناسب للأوراق المالية من خلال سيادة آلية العرض و الطلب التي تدفع السوق نحو نقطة الكفاءة، و تساهم في تعبئة الموارد الاقتصادية و توجيه المدخرات إلى المشاريع المجدية.
- لقد بينت الأزمة المالية العالمية محدودية اقتصاد السوق في التصدي للأزمات ، و أن بعض ابتكاراته كالمشتقات المالية ساهمت في حدوث الأزمة ، و نظرا لخطورة سعر الفائدة في الاقتصاد العالمي ، و الذي يعتبر محرك النظام الرأسمالي ، مما يستدعي ضرورة البحث عن بدائل تمويلية من خلال البنوك الإسلامية التي تتميز بابتعادها عن الفائدة و تحريم المضاربة في النقود ، بالإضافة إلى ارتباط التمويل بالاقتصاد العيني.
- تمثل الأسهم أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و هي حق شائع للمساهم في جزء من رأسمال الشركة، و قد تكون حصة نقدية أو عينية، كما أن الأسهم تتفرع إلى أنواع عديدة لاعتبارات مختلفة و خصائص متنوعة و حقوق قانونية و مالية.
- السندات أوراق مالية تثبت ديناً في ذمة الجهة التي أصدرتها، و تثبت لحاملها حق الحصول على فوائد، و استرداد قيمتها عند موعد استحقاقها، كما أن السندات لها أنواع كثيرة بحسب عدة تصنيفات مختلفة، و أيضا تتصف بخصائص عامة و أخرى منفردة حسب نوع السند و لحملتها حقوقا كغيرها من الأوراق المالية.
- تتداول في سوق الأوراق المالية أدوات حديثة من المشتقات المالية و الأوراق المضمونة بأصول و هي نتيجة للتطور و الابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية.
- سعي الدول الناشئة للوصول لسوق أوراق مالية تتميز بالفعالية و الكفاءة، و جب توفير مجموعة من الشروط منها: وجود الحرية و الاستثمارية فيها، وجود مؤسسات مالية وسيطة متخصصة في أمورها، توفير للإطار القانوني، و لوائح تنظم حسن سير العمل فيها، بالإضافة لوجود السرعة، الدقة، الصحة، الأمان، الانضباط في إجراء العمليات فيها يساهم توفير المناخ الاستثماري الملائم. كما أن الإفصاح المالي و إشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لأي سوق مالية، و في وجود نظام فعال للاتصالات يوفر الكفاءة المرجوة لهذه السوق.
- أثبتت الأزمة المالية العالمية الحالية مدى ترابط الأسواق المالية العالمية و تشابكها مع بعضها البعض، و وجود مستثمرين من جنسيات مختلفة في تلك الأسواق، ساعد في سرعة انتقال الأزمة من سوق مالي إلى آخر.
- تدل الأزمة الراهنة، المتسمة بطابع عالمي و نظمي معاً، على مدى صحة النداء الذي ما برح الأونكتاد

يوجهه منذ أمد بعيد لتدعيم الحوكمة النقدية والمالية الدولية. وتعكس ديناميكية الأزمة أوجه القصور التي ينطوي عليها رفع الضوابط المالية على الصعيدين الوطني والدولي، واستمرار الاختلالات العالمية، وعدم وجود نظام نقدي دولي، وعمق أوجه عدم الاتساق بين السياسات التجارية والمالية النقدية العالمية. مما يدعونا أكثر من ذي قبل إلى إيلاء اهتمام أكبر لمسألة قواعد ومعايير حوكمة

• الحوكمة الرشيدة تضمن للأفراد قدرا مناسباً من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم، كما تضمن تلك الآليات قوة وسلامة أداء المؤسسات.

• تقوم الحوكمة بتدعيم واستقرار تقدم الأسواق المالية الناشئة والاقتصاديات والمجتمعات، كونها تؤدي إلى تقليل المخاطر وتحفيز الأداء وكذلك تحسين فرص الوصول إلى أسواق رأس المال، وتحسين القدرة على تسويق المنتجات والخدمات، بما يضمن زيادة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات لكافة المتعاملين في الأوراق المالية وبذلك تمثل الدعامة الأساسية لنجاح السوق وتفعيل أداءه وكفاءته في ظل رشادة اقتصادية ومالية تعمل على التقليل من حدوث أزمات مالية في هذه الأسواق.

• تضم البورصة الماليزية عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية، و يتداول فيه الأسهم باختلاف أنواعها و سوق السندات و يتداول فيه السندات الحكومية و سندات الشركات و سوق المشتقات، و كذا سوق الأوراق المالية الإسلامية الذي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك الإسلامية.

• سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار و التمويل المتوسط و الطويل الأجل، و هو المكان الذي تتعامل و تنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

• توجد في سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة و تطوير للأدوات المالية في السوق، و تتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية و اللجنة الاستشارية الشرعية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية و استشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار و تداول الصكوك الإسلامية.

• الصكوك الإسلامية ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلاً عن الأوراق المالية التقليدية.

• للصكوك الإسلامية خصائص تجعلها فريدة في بابها و تؤدي دوراً فعالاً في الحياة الاقتصادية، و إدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية.

• تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم و السندات و الوحدات الاستثمارية و تتشابه معها في عدة نقاط، غير أنها تعد ورقة مالية مستقلة بحد ذاتها ومميزاتها و خصائصها.

- تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة منها بحسب التملك و تتمثل في صكوك حقوق الملكية، و التي تؤول إلى مديونية و أخرى وفق صيغ التمويل الإسلامية، و تتعدد إلى صكوك المرابحة و المضاربة، و المشاركة، و الاستصناع، و الإجارة، و غيرها.
- تقاس كفاءة سوق الأوراق المالية (البورصة) الماليزية بمؤشرات عديدة مثل مؤشر تطور إصدار الأسهم و مؤشر إصدار السندات، كذلك معدل رسملة السوق و معدل حجم التداول يمثلان مؤشرين نعرف بهما مدى كفاءة السوق الماليزي، إضافة إلى ذلك تزايد أنواع الصكوك الإسلامية و زيادة في قيمة الإصدار لها هي الأخرى تساعد على معرفة الكفاءة في بورصة ماليزيا.

3. نتائج اختبار الفرضيات:

- ❖ **الفرضية الأولى:** إن السوق المالي الناشئ يعرف بالسوق التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق تعني مرحلة الانطلاق.
- تشير النتائج المتحصل عليها من دراسة الأسواق المالية الناشئة أنها تلك الأسواق المالية التي تكون في الدول التي هي متوسطة و منخفضة النمو، و بدأت عمليات التغير و النمو في الحجم و التعقد و تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم، و تمر هذه الأسواق بعدة مراحل نذكرها حتى تصبح في مصاف الأسواق المتقدمة، و هي تقودنا إلى قبول الفرضية الأولى.
- ❖ **الفرضية الثانية:** تتحدد كفاءة وفعالية السوق المالي الناشئ من خلال توفر المعلومات الخاصة به وبالمتعاملين فيه، و من خلال رسملة السوق و السيولة و عدد الشركات المدرجة التي هي مؤشرات التي تساعدنا على معرفة درجة الكفاءة.
- من خلال الدراسة لكفاءة السوق المالي الناشئ تبين لنا أن هذا الفرض صحيح لأن أسواق الأوراق المالية أحد مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن توفر قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها و كل صغيرة و كبيرة على السوق حتى تعطي للمستثمرين الثقة و الأمان، و عليه أن السوق التي تعكس أسعار أوراقها المالية المعلومات المتاحة أنها تتمتع بالكفاءة أي سوق مالية كفوة، و يعتمد كل من الخبراء و المستثمرين في التطلع على مدى كفاءة الأسواق المالية على المؤشرات باعتبارها بارومتر قياس الكفاءة و أيضا أداة للتنبؤ بحركة تطور الأسعار بالسوق.

❖ **الفرضية الثالثة:** تتأثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمات سلبا، و تتأثر بحكومة المؤسسات إيجابا.

- من خلال دراسة تبين لنا أن الكفاءة تتأثر بالفعل بكل من حوكمة المؤسسات و الأزمة المالية، إذ تبين لنا مدى أهمية حوكمة الشركات في تحقيق التنمية الاقتصادية عامة و رفع أداء و كفاءة الأسواق المالية الناشئة خاصة و تجنب الوقوع في الأزمات المالية لأن قياس الكفاءة كمؤشر للتنبؤ بالأزمات المالية وذلك من خلال

ترسيخ عدد من معايير الأداء، بما يعمل على تدعيم الأسس الاقتصادية في الأسواق وكشف حالات التلاعب والفساد والرشوة وسوء الإدارة، بما يؤدي إلى كسب ثقة المعاملين في هذه الأسواق والعمل على استقرارها والحد من التقلبات الشديدة فيها و تصبح أكثر كفاءة ، وبالتالي تحقيق التقدم الاقتصادي المنشود. و هي تقودنا إلى قبول الفرض الثالث، لأن علاقة الكفاءة عكسية مع الأزمة ، و طردية مع الحوكمة.

❖ **الفرضية الرابعة:** يتمثل دور كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية في تطوير اقتصادها، نتيجة الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية.

تشير النتائج المتحصل عليها من الدراسة أن أسواق الأوراق المالية الماليزية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي ، ومن الضروري بناء تلك السوق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، لذا كان الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية الماليزية ضروري حتى يتسنى لها تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية، كما أنه يتطلب الارتفاع بكفاءة السوق رفع مستوى الأداء بتدريب العاملين في تلك الأوراق المالية وتحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم، ومن هذا المنطلق نقول قد حرصت هيئة السوق على إكساب العاملين في قطاع سوق الأوراق المالية بالعلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل و تم ذلك بإقامة برامج تدريب دورية في عدة مجالات منها التخطيط الاستراتيجي، وعمليات الأسواق المالية، والاتجاهات الإدارية الحديثة، وإجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية، وتقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات، وأساليب الرقابة، على سبيل المثال الذي أصدرته (IOSCO) وإعداد الدراسات والبحوث، بالإضافة إلى برامج توعية موجهة للمستثمرين كبرنامج المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية ، و حيث ينتج عن هذا الدور المحكم إقبال عدد كبير من الشركات لبورصة ماليزيا و بالتالي ارتفاع في عدد الأدوات المالية في التداول ، حيث أن بورصة ماليزيا تتعامل بالصكوك بكثرة و هذا ما ساعدها في التصدي للأزمة المالية و عدم تأثرها بشكل كبير بها، و منه توصلنا أن ماليزيا سوقها متطور و لكن لا يتميز بالكفاءة التامة، بل تسعى جاهدة إليها.

4. المقترحات و التوصيات:

- تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات و الشفافية في الأسواق المالية الناشئة.
- مكنة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية الناشئة وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين .وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها الأسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

- تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية وتعزيز التفاعل بين البورصة والمجتمع المحلي، ونشر المعلومات من خلال كافة الوسائل المتاحة.
 - بذل جهد إعلامي و ترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية، على أن الصكوك منتج جديد منفصل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات التقليدية، تكون كبديل لها، و ذلك من خلال تقديم لمؤشرات عن سوق الصكوك على غرار مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مما ينشط سوق التداول، و ينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات.
 - متابعة الجهود في مجال تعميق السوق وزيادة كفاءته وسيولته و نشر ثقافة الاستثمار وخاصة تطوير موقعها على شبكة الانترنت.
 - الاهتمام أكثر بمسألة قواعد ومعايير حوكمة المؤسسات في الأسواق المالية، و هو ما يبعدها عن الوقوع في الأزمات المالية، و يقودنا إلى التمتع بالكفاءة.
 - التنوع في الأدوات المتاحة بحيث يمكن من خلالها إدارة التدفقات الأجنبية.
 - وجود سوق أوراق مالية يتمتع ببنية أساسية قوية قائمة على مجموعة من القواعد و الإجراءات التنظيمية و الرقابية الواضحة و المحددة.
 - على الحكومة الماليزية أن تجعل سوقها للأوراق المالية تحكمه بالكامل مبادئ و أحكام شرعية لتفادي الوقوع في الأزمات فانه يساعدها في الوصول إلى مراتب عليا من الكفاءة.
 - الاستمرار في تطوير بنية البورصة التكنولوجية بما يخدم كافة المتعاملين في بورصة
 - على بورصة الجزائر مساهمة التطورات التكنولوجية لإنشاء بورصة تتسم بالكفاءة.
 - ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة و مراكز تدريب و عقد مؤتمرات و نوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في الأسواق المالية الناشئة.
5. آفاق البحث:

_____ الخاتمة العامة

في إطار دراستنا لهذا الموضوع، لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى المزيد من البحث و التحليل، لذا نقترح هذه المواضيع الآتية كي تكون مواضيع أبحاث في المستقبل:

- كفاءة الأسواق المالية المتقدمة و النامية (دراسة مقارنة).
- أثر تغير سعر الفائدة في الأسواق المالية الماليزية.
- أثر البورصة الجزائرية على النمو الاقتصادي.
- إستراتيجية تحول الأسواق المالية من تابعها الوضعي إلى الإسلامي.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

• الكتب:

1. آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية العاصرة، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
2. أبو العلاء يسري ، تحديد مفهوم واستيعاب الاستثمارات المالية العربية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
3. أبو موسى رمسية أحمد ، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005-1425.
4. أحمد أحمد محب الله ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي ، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي،السعودية، الكتاب الثاني، 1995.
5. أحمد لطفي أمين السيد ، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
6. إدريس ثابت عبد الرحمن ،كفاءة وجود الخدمات اللوجستية: مفاهيم أساسية و طرق القياس و التقييم، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
7. أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالي، تحليل و إدارة، دار المسيرة، جامعة الإسراء ، بدون بلد نشر.
8. أرشيد عبد المعطي رضا ، الأسواق المالية، دار القومية، عمان ، الأردن،1999.
9. أرنولد دنيال ،ترجمة عبد القادر شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم، المؤسسة الجامعية للنشر و التوزيع، بيروت، 2002.
10. آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر التوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.
11. آل شبيب دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
12. أندراوس عاطف وليد ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.

- 13..... ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الناشر مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر .
- 14.-، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
15. باكير محمد مجد الدين ،محافظ الاستثمار، إدارتها وإستراتيجيتها، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2008.
16. البر واري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر دمشق، سوريا، 2002.
17. بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2013.
18. بن ساسي الياس ، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، الجزائر، 2006.
19. بن هاني حسين ، الأسواق الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مطبعة عمار قرفي، باتنة، الجزائر، 1992.
- 20.-، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر، عمان، 2002.
21. بوعون يحيوي نصيرة، الأزمات المالية العالمية و ضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، الجزائر، متيجة للطباعة، 2011.
22. التميمي أرشيد فؤاد و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية في مصر، دار السيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
23. جاد الله محمود ، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
24. جبار محفوظ، الأوراق المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء 2، طبع بطبعة دار هومة، 2002.
25. جودة صلاح السيد ،بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، مكتبة و طبعة الإشعار الغنية، مصر، 2000.
26. جويدان جمال ،دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
27. الحسن عرافات تقي ، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر ، عمان، 1999.
28. حسين حسان حامد ، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة و المراجعة و المؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 2003.
29. حسين عصام ، أسواق الوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2007.
- 30.-، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
31. الحصري نبيه فرج أمين ، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي تحليل و تقويم ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.

32. حماد طارق عبد العال ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية طبع، نشر،توزيع، مصر، 2000.
33. حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس،مصر، 1997.
34. الحمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان 2002، الطبعة الثانية.
35. الحناوي محمد وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
36. --، نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006.
37. --، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
38. -- وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل للتحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005/2004.
39. حنفي عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001.
40. --، أسواق المال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية ،مصر، 2000.
41.، البورصات، أسهم سندات، سندات الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر.
42. حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، 1997.
43. حيدر فاخر عبد الستار ، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002.
44. خان طارق الله ، حبيب أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية ،فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية ،2003.
45. الخضيرى محسن أحمد ، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، مصر، 2005.
46. --، إدارة الأزمات ،مكتب مذبولي ،مصر، بدون سنة نشر.
47. خلف فليح حسن ،الأسواق المالية و النقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن،2006.
48. الداغر محمود محمد ،الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"،دار الشروق للنشر و التوزيع، 2005.
49. الدسوقي إيهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
50. دسوقي إيهاب توفيق ، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية الإسكندرية، مصر، 2000.

- 51.الدعوي عباس كاظم ، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية" ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،الأردن، 2010.
- 52.الراشدي سعيد علي ، الإدارة بالشفافية، دار كنوز المعرفة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
- 53.رسمية قرقاصة، أسواق المال(أسواق،رأسمال، مؤسسات)،الدار الجامعية،مصر،1999.
- 54.رضوان سمير عبد الحميد ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 55.رمضان زياد ، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة،مصر، 2007.
- 56.-، الأسواق المالية،جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر،2008.
- 57.رمضان زياد ،مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، الأردن،2005 ،الطبعة الثالثة.
- 58.رمضان متصف زياد ، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة،مصر، 2007.
- 59.الرهوان محمد حافظ عبده ، النقود و البنوك و الأسواق المالية ، كلية الشرطة ، مصر،1999.
- 60.الزبيدي حمزة محمود ، الاستثمار في الأوراق المالية،مؤسسة الوراق للنشر،عمان،الأردن،2001.
- 61.زوير محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء دنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية،مصر، 2000.
- 62.سعيد سامي الحلاق،محمد محمود العجلوني النقود و البنوك و المصارف المركزية،دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع،الأردن،2010.
- 63.سلام عماد صالح ، إدارة أزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس،مصر، 2002.
- 64.السلمي علي ، إدارة الأفراد و الكفاءة الإنتاجية، ط3، مكتبة الغريب، القاهرة، بدون سنة النشر.
- 65.سليمان محمد مصطفى ، حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2006.
- 66.سليمان ناصر ، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، جمعية التراث غرداية الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

67. سمير رضوان عبد الحميد، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996 م.
68. سوليفان جون وآخرون، حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين، ترجمة سمير كرم، إصدار المشروعات الدولية الخاصة، واشنطن، 2003 .
69. السيسي صلاح الدين حسين ، بورصات الأوراق المالية، الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003-1423.
70. الشاوي إسماعيل أحمد ، عيد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
71. الشحات أحمد يوسف، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع الإشارة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
72. شلبي علي، بورصة الأوراق المالية-دراسة علمية وعملية، مكتبة النهضة المصرية للطباعة والنشر، بدون بلد نشر و سنة نشر .
73. شمعون شمعون ، البورصة، بورصة الجزائر ، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع ،الجزائر، بدون سنة نشر .
74. شنطاوي زكاريا سلامة عيسى ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دارا لنفائس للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
75. صادق مدحت ، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 997.
76. صافي وليد ، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
77. صبح محمود ، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، الطبعة الأولى، 2000.
78. صقر عمر ، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
79. طاحون نصر علي أحمد ، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر .
80. عبد الجواد محمد عوض ، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
81. عبد الحميد عبد المطلب ، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997.
82. عبد العال طار حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

83. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن 2010.
84. عبد اللطيف أحمد سعد ، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
85. العبد جلال إبراهيم ، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2003.
86. عبده محمد ، محمد مصطفى، ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
87. عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتب عين شمس، القاهرة، مصر، 1998.
88. عجام هيثم صاحب وعلي محمد سعود، التمويل الدولي، دار الكندي، الأردن، 2002.
89. عرفه سيد سالم ،إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر و التوزيع،الأردن، 2009.
90. عطوان مروان ، الأسواق النقدية و المالية : البورصة و مشكلاتها في عالم النقد و المال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الثاني الجزائر، 2000.
91. ، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) ، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993 .
92. عطية أحمد صالح ، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
93. عطية الطاهر موسى، إدارة الأعمال الدولية، دار النهضة العربية، ط2، مصر، 2001.
94. علي خريوش حسني، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهوان عمان، الأردن، 1998.
95. علي عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، جامعة عمان العربية،الأردن، 2004.
96. على عبد الوهاب نصر ، شحاتة السيد شحاتة، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2007/2006.
97. عليوة السيد ، إدارة الأزمات في المستشفيات، ،استرال للطباعة والنشر و التوزيع، القاهرة، 2006.
98. - ، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين للنشر و التوزيع، مصر، 2006.
99. غنيم حسين عطاء ، دراسات في التمويل، الناشر المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
100. فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية، نشر مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999/1998.
101. فوزي ناظم محمد ورفقائه، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر،الأردن، 1999.
102. الفولي أسامة محمد ، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.

103. فياض عطية ،سوق الأوراق المالية في الميزان الفقه الإسلامي،دار النشر للجامعات، مصر،1998.
104. فيناردوس أنجلو ، التمويل و المصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها و مستقبلها، ترجمة: أبودر محمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي و المطابع، المملكة العربية السعودية، 2009.
105. الفيومي محمد ، نظام المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية المصرية، مصر، 1990.
106. قرياقص رسمية ، أسواق رأس المال، دار النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر،1999.
107. قنطقجي سامر مظهر،ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سورية، 2008.
108. كامل آل شيب.دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازورقي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
109. كنجو مروان شموط ، عبود كنجو، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتوريدات، مصر 2008.
110. مجيد ضياء، البورصات "أسواق المال و أدوات الأسهم و السندات"، مؤسسة الجامعية، مصر،2008.
111. محمد نيفين الحلواني ، إدارة الأزمات و السياحة، مكتبة الأنجلو المصرية، مصر، 2004.
112. محمود نبيل إبراهيم ، تحليل التغيرات الاقتصادية: الإنتاجية و الكفاءات، دار البداية، الأردن.
113. محيي الدين أحمد ، "أسواق الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي،(نسخة الكترونية) 1990 م.
114. مصطفى سليمان، محمد ، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري - دراسة مقارنة-"، الدار الجامعية، مصر،2006.
115. مصطفى نهال فريد ، السيد عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعية، الإسكندرية،مصر، 2007.
116. مطاوع سعد عبد الحميد ، الأسواق المالية المعاصرة، الناشر مكتبة أم القرى بالمنصور، مصر.
117. معروف هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان،2003-1424.
118. مهنا محمد نصر، إدارة الأزمات ،مؤسسة شباب الجامعة، مصر ،2004.
119. المهيلمي عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة ، عمان، الأردن، 2004.
120. المهيلمي عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، الطبعة السادسة ،الأردن، 2007 .

121. المومني غازي فلاح ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
122. الناشف خليل الهندي انطوان، العمليات المصرفية و السوق المالية ،المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان،الجزء الثاني،2000.
123. النافقة أحمد أبو الفتوح ، نظرية النقود و البنوك و الأسواق المالية ،مؤسسة شباب الجامعة،بدون بلد النشر،1991.
124. النجار إبراهيم عبد العزيز ، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2009.
125. نجيب سامح ، الأزمة الرأسمالية العالمية: الزلزال و التوابع، الطبعة الأولى، مصر، مركز الدراسات الاشتراكية، 2008.
126. النقاش غازي عبد الرزاق ، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، الأردن،1996.
127. النمري خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان ،شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي،مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية،مصر،2000.
128. هارون محمد صبري، أحكام الأوراق المالية، دار النقاش للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
129. الهدمي ماجد لسلام ، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الإستراتيجية و الحلول، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
130. الهندي خليل، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية (الجزء الثاني) المؤسسة الحديثة للكتاب طرابلس، لبنان، 2000.
131. الهندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، جامعة الإسكندرية،مصر، 1998.
132. -، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
133. -، مستقبل أسواق رأس المال العربية، منشأة توزيع المعارف بالإسكندرية، مصر، 1995.
134. -، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
135. الهيبي قيصر عبد الكريم ، أساليب الاستثمار الإسلامي و آثارها على الأسواق المالية-البورصات-، دار رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، 2006.
136. بونس محمود وآخرون، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،2004.

• الملتقيات و المؤتمرات:

1. أبو بكر صفية أحمد ، " صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها و أنواعها"، بحث قدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004.
2. الأسرج حسين عبد المطلب ، الأزمة الاقتصادية العالمية و سياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة، ، جامعة فرحات عباس - سطيف-، أيام 20- 21 أكتوبر 2009.
3. آل شبيب دريد كاكل ، عبد الرحمان عبون، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، مؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، " استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة"، جامعة فيلاد ليفيا، الأردن، أيام 15-16/03/2005.
4. بن علي بلعزوز، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها و يبيل معالجتها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة، يومي 05-06 جوان 2009.
5. بوراس أحمد، السعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر، 2006.
6. بورغدة حسين، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار و الحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
7. بوعتروس عبد الحق ، محمد سبتي، الساسة النقدية و الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
8. بوعظم كمال ، زايددي عبد السلام، حوكمة الشركات ودورها في التقليل من عمليات التضليل في الأسواق المالية والحد من وقوع الأزمات -مع الإشارة إلى واقع حوكمة الشركات في بيئة الأعمال الدولية-، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، 18-19 / 11 / 2009 جامعة باجي مختار - عنابة.
9. تيجاني بالرقى: مداخلة بعنوان ، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المينا و أسبابها في ضوء طروحات مفكري الاقتصاد الإسلامي، مداخلة ضمن الملتقى دولي منعقد في 20-21 أكتوبر 2009 بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

10. جحنيط مريم الشريف ، علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
11. حامد آل خليفة إمام ، "صناديق الاستثمار ومفهوم الحوكمة"، بحوث وأوراق عمل لمؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007،
12. حريري عبد الغاني ، دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المصرفي، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
13. خطاب كمال توفيق" الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصر "، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي-3 جوان، 2009.
14. الخرجي ثريا ، مداخلة بعنوان : الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها في الاقتصاديات العربية التحديات و سبل المواجهة ، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية و المالية جامعة الإسراء / الأردن 28-29 أبريل 2009.
15. خليل عبد الرزاق وآخرون" التكامل بين الأسواق المالية العربية كأساس لتحقيق سوق مالي عربي موحد" الملتقى الولي الأول اليورو واقتصاديات الدول العربية فرص وتحديات،الأغواط، 18-20 أبريل 2005؛.
16. دروم أسماء ، نسرین بن زواي، الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
17. الدقاف نصيب رجم و عبد الواسع ، أثر الإعلان عن التقارير المالية السنوية على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية: دراسة حدث على سوق عمان للأوراق المالية، بحث قدم خلال الملتقى الدولي حول السوق المالي بين النظري و التطبيق، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة عنابة، أكتوبر.
18. الزهار خالد محمد ، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية غزة، يومي 08-09/ماي/2005.

19. زين الدين صلاح ، دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي جامعة دمشق 15 - 16 تشرين الأول أكتوبر 2008.
20. زين علي أحمد ، محمد حسني عبد الجليل صبيحي، مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، المؤتمر حول مبادئ وممارسات حوكمة الشركات للمنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة في نوفمبر 2006.
21. سامي مجذوب محمود: دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات و أثرها على جودة القوائم المالية، بحث مقدم في مؤتمر الإسكندرية أيام 8-10 سبتمبر 2005.
22. سانو قطب مصطفى ، آفاق التعايش بين المصرفية التقليدية و المصرفية الإسلامية- تجربة ماليزيا نموذج- بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوس الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون جامعة دبي 15-17 مايو 2005.
23. السعيد ناصر ، دور حوكمة الشركات في الأزمة بالتطبيق على دول مجلس التعاون، ملتقى حول: آثار الأزمة المالية و بعض الحلول المقترحة، نظمتها هيئة الأوراق المالية و السلع، أبو ظبي يوم 2009/01/26 .
24. سلامة الرحيلي عوض ، "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات - حالة السعودية -"، بحث وأوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، القاهرة، 2005
25. سهام حرشوف ، صحراوي إيمان، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من الأزمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف- أيام 20-21 أكتوبر 2009.
26. سيد حسن عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة مقدمة من المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر (14)، المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، 15-17/05/2005.
27. الشايجي وليد خالد يوسف ، عبد الله يوسف الحجي،صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون جامعة دبي، 15-17 مايو، 2005.
28. شريقي عمر، دور و أهمية الحوكمة في استقرار النظام المالي، الملتقى العامي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

29. شيببي عبد الرحيم و بن بوزيان جازية، تقييم كفاءة أداء النظام المصرفي، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية و الاقتصادية، بشار الجزائر، 24-25 2006.
30. طارق يوسف محمد ، "الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات"، بحوث وأوراق عمل لمؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، شرم الشيخ، مصر، 2007.
31. العايب عبد الرحمان ، بالرقي تبجاني، إشكالية حوكمة الشركات و التزاميه احترام أخلاقيات الأعمال في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة، الملتقى الدولي حول الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة باجي مختار-عنابة، 18-19/11/2009.
32. عبد الفتاح إبراهيم محمد ، "نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية"، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الأول تحت شعار التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2005.
33. عبد القادر بريش ، طرشي محمد، التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية-أزمة الرهن العقاري- الملتقى الدولي الثاني بعنوان الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير 06/05 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة.
34. عبد المجيد قدي ، الأزمة المالية و أثرها على الاقتصاديات العربية: الجزائر نموذجا، المؤتمر الثاني القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الأردن، 14 و 15 أبريل 2009.
35. عصفور أمل مصطفى ، إدارة البورصات العربية و سبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر، شرم الشيخ، من 6-10 مارس 2005.
36. عقون عبد السلام ، كمال رزيق، الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية و حلولها إسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة، جامعة فرحات عباس - سطيف-، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .
37. على نادية أمين محمد ،صكوك الاستثمار الشرعية: خصائص و أنواعها"، بحث مقدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004.
38. فاطمة الزهراء ، عيساوي سهام، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة السوق المالية، ورقة عمل للملتقى الوطني الأول حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد الإداري ،أيام 06/ 07 ماي 2012، الجزائر.

39. كورتل فريد ، الأزمة المالية العالمية، التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها و الحلول الممكنة لمواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

40. لعمارة جمال ، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات" بسكرة يومي 21/22 نوفمبر، 2006،؛.

41. محمد البشير، "التحكم المؤسسي ومدقق الحسابات"، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، المؤتمر العلمي المهني الخامس تحت شعار التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة، عمان، الأردن، 2003.

42. محمد براق ،السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي. الندوة العلمية الدولية حول "التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوربية" ،بمساهمة مخبر الشراكة

والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ،الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ،مصر،جامعة سطيف ،يومي 8 - 9 ماي 2004.

43. محمد حامدي ، التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

44. محمد كبيه - مؤشرات الأسواق المالية- مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات- كلية الاقتصاد- جامعة تشرين، 2003.

45. مرابط ساعد ، أسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة. الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات"دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21 -22 نوفمبر، 2006.

46. مرابط ساعد ، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور و التداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس ، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .

47. ناصر سليمان ، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطور دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003.
48. ناصر مثنى عبد الإله ، " كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس و المقترحات"، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب و رؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 11/12/2005.
49. ناصر مراد ، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار و سياسات مواجهتها، الملتقى الدولي: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية: السياسات و الاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية و الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
50. نوري بتول محمد ، علي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، الملتقى الدولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، يومي 18 و 19 ماي 2011، جامعة سعد دحلب بالبلدية.

• المجلات و بحوث و ندوات:

1. إبراهيم الدقوسي السيد ، التوزيع الأمثل لمحفظه أسهم عادية في دولة نامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، المجلد الثالث، جدة، 1990.
2. احمد الفيومي نضال ، أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2، 2003.
3. الأسرج حسين عبد المطلب ، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة(1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل بنك الكويت الصناعي، العدد 79، ديسمبر 2004.
4. بدة محجوب و آخرون ، تأثير الأزمة على الدول العربية و منظمة أوبك ، مجلة الأبحاث الاقتصادية ، العدد 12، تصدر عن دار الأبحاث للترجمة و النشر و التوزيع ، الجزائر ، 2009 .
5. بومدين نورين ،منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، العدد العاشر، المجلد الخامس،جامعة حسبية بن بوعلوي الشلف الجزائر،

2013

6. جبار محفوظ ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 3 ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
7. حسين الدوغجي علي ، "حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل ونزاهة التقارير المالية"، مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد السابع، 2009.
8. حضر حسان ،. تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرين (27)، مارس 2004.
9. راشد الشمري صادق ، "الحوكمة دليل عمل للإصلاح المالي والمؤسسي"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 17، 2008.
10. الرقاني علاء الدين ، السوق و مكانتها في الإسلام، بحث مقدم لليوم الدراسي: تحديد الأسعار و الأرباح في الفقه الإسلامي، الذي تعقده كلية الشريعة و القانون بالجامعة الإسلامية غزة، الثلاثاء 2006/08/08.
11. الزقلي عبد الحميد محفوظ ، وجهة نظر في الأزمة المالية العالمية ، مجلة الرباط ، العدد 44 ، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، القاهرة ، 2009
12. صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 7، 2010/2009.
13. الصاوي عبد الحافظ ، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، عدد رقم: 451، الكويت، ب ت.
14. صقر عمر محمد عثمان ،مقومات أسواق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، العدد الثاني، 1995.
15. العباس بلقاسم ، أسباب الأزمات المالية و النماذج المفسرة لها، معهد العربي للتخطيط الكويت عمان، 2006.
16. عبد الله يعقوب فيحاء ومحمد، إيمان شاكور، "دور معايير الحوكمة في الحد من الآثار السلبية للعولمة والخصخصة" مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد الخامس، 2007.
17. عبد المجيد قدي ، الأزمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، 2009.
18. عبيد النواس رافد ، "اثر حوكمة الشركات على جودة أداء مراقب الحسابات - أنموذج مقترح-" مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد رقم 14، العدد 50، 2000.

19. عثمانى سليم و فريق العمل المكلف بتحرير الميثاق الجزائري للحكم الراشد للمؤسسة (GOAL)، ميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر، انجاز، تصميم و إنتاج TBWA/DJAZ، 2009.
20. عزت الميداني محمد أيمن . تطوير أسواق رأس المال في سورية . جمعية العلوم الاقتصادية . سوريا . 2002.
21. عفاف دهمش نعيم إسحق أبو زر ، تحسين و تطوير الحاكمية المؤسسية في البنوك، مجلة البنوك في الأردن، العدد العاشر، المجلد الثاني و العشرون، ديسمبر 2003.
22. علي القرة داغي ، الأسواق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990 م.
23. علي القرة داغي ، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، 1992 م.
24. غادمن محمد نور الدين ، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.
25. الفولي أسامة محمد أحمد ، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال و الصناعة، العدد السابع عشر، 1999.
26. القويز عبد الله إبراهيم ، مجلة الدراسات المالية والمصرفية ، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا وانعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي ، العدد 4 ، ديسمبر 1998 .
27. المجحدان عبد الرحمان ، حوكمة المؤسسات وإمكانية نجاحها في العراق، المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 2، 2006، جامعة الروح القدس، لبنان.
28. مجلة اقتصاد وأسواق، العدد 57، مارس 2008.
29. محمد البشير، كلمة افتتاحية لفعاليات المؤتمر العلمي المهني الخامس - جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، " التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة"، مجلة المدقق ، العدد ، 6 ، 2003 .
30. مصطفى محمد عثمان ، نموذج مقترح لمعلومات العوائد المالية في ظل فرضية السوق الكفاء، مجلة التجارة و التمويل، العدد الثاني، جامعة طنطا، 1995.
31. الميداني محمد أيمن عزت ، تطوير أسواق الرأسمال في سورية. محاضرة ندوة الثلاثاء الاقتصادية حول "تطوير أسواق الرأسمال في سورية"، المركز السوري للاستشارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سوريا، الثلاثاء 19 شباط 2002.

32. نرمين أبو العطا ، "حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مجلة الإصلاح الاقتصادي، العدد8، 2003.

33. هيلبرز بول ، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيطة الكلية و أدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي،مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي،سبتمبر،2002.

• مذكرات و أطروحات:

1. رشيد بوكساني ،معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2005-2006.

2. الزهراني بندر بن سالم ، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودورها في النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، رسالة الماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية،2004.

3. زيطاري سامية ،2004أسواق أوراق المالية في البلدان الناشئة:حالة أسواق أوراق المالية العربية،أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

4. سلام محمد عبد محمد ، أثر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة على استقرار أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، جامعة عين الشمس، مصر، 2003.

5. صاطوري الجودي ، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمارات في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006.

6. صافي وليد أحمد ،الأسواق المالية العربية الواقع و الأفاق، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،تخصص نفود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، 2003،ص91.

7. صفر الدين جعفر سحاسورياني ، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملته، رسالة صمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد و المصارف الإسلامية، السنة 2006/2007 غير منشورة.

8. علي بو عبد الله ، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2014.

9. غزال محمد ، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية" دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2013/2012.
10. كتاف شافية ، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق الإسلامية" دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية" ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ، العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف-2014/2013.
11. محمد عدنان بن الضيف ، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية بجامعة محمد خيضر بسكرة، 2008/2007.
12. المرشدة حازم ، التكامل المالي في أسواق الأسهم الناشئة بالشرق الأوسط وشمال أفريقيا ،رسالة دكتوراه، جامعة و لنجونج أستراليا، 2006.
13. يحيى التميمي عباس حميد ، "اثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية والحوكمة في الشركات المملوكة للدولة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات العراقية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة في فلسفة المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2008.

• مواقع الانترنت:

1. محمد حسن يوسف، محددات الحوكمة و معاييرها بنك الاستثمار القومي، جوان 2007، مقال متاح على الموقع الالكتروني: <http://www.saaid net/Doat/hasn/hawkama.doc>
2. بورصتي القاهرة و الإسكندرية، حوكمة الشركات، على الموقع الالكتروني : www.egyptse.com/pdf/aug-05_Egypt_Code_of_CG_a.pdf
3. جون سوليفان، الكسندر شكولنيكوف، أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات، مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع: <http://www.cipe-arabia.org>:
4. حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، على الموقع: <http://www.cipe-arabia.org> _
5. سرور أحمد فتحي ، محاضرات منشورة حول دور القانون في حل الأزمة المالية و الاقتصادية، واشنطن، 2009 :
- www.parliament.gov_eg/NRrdonlyres/298CD1FF-5800.../Unnamed.pdf
6. شاهين علي عبد الله، "الأزمة المالية العالمية(أسبابها، وتداعياتها، وتأثيراتها على الاقتصاد)"، مقال منشور على الموقع :

7. حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، على الموقع:

<http://www.cipe-arabia.org> .

8. جون سوليفان، الكسندر شكولنيكوف، أخلاقيات العمل: المكون الرئيسي لحوكمة الشركات، مركز

المشروعات الدولية الخاصة، 2006، على الموقع: <http://www.cipe-arabia.org>

9. بن حسين ناجي، "عرض عام حول الأزمة المالية العالمية"، جامعة منتوري قسنطينة كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير، 2008PP، nadji.benhassine@yahoo.fr

10. موقع بورصة ماليزيا قسم الأدوات:

. http://www.bursamalaysia.com/xesite/bm/products_and_service

11. برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية و التجارية، على الموقع

الإلكتروني: www.kantakji.org/fiqh/files/finance/221.doc

12. محمد عبد الحليم عمر، السوق المالية الإسلامية الدولية (1-2)، جريدة الاقتصاد، على الموقع

الإلكتروني: www.badlah.com/page-91.html

13. بحث حول الأزمة المالية و دور أجهزة الرقابة المالية على الموقع

الإلكتروني:

<http://www.libyansai.gov.ly/modules/publisher/item.php?itemid=6>

14. أحمد محمد ناصر، الأسواق المالية الإسلامية مبادئها و أدواتها على الموقع الإلكتروني:

www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc

15. سامر مظهر كنتاكجي، سلسلة فقه المعاملات فقه السوق، على الموقع الإلكتروني:

www.kantakji.org

• التقارير و النشرات:

1. البنك الأهلي المصري، أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة في الشركات: حوكمة الشركات، النشرة

الاقتصادية، العدد الثاني، المجلد السادس والخمسون، 2003.

2. نشرة البنك الدولي: 2013/12/10.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

- **Ouvrages :**

1. Jean-Laurent Vivianim, gestion de portefeuille, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 2001.
2. P. Canso, La question financière de l'entreprise, Dunod 7^{ème} édition tome 2, 1989.
3. Salman Syed Ali, Islamik Capital Market : Products, Regulation & Development, IRTI, IDB Jeddah, 2008.
4. D. Yacquillat B. Solnit. (Marchés financiers gestion de portefeuille et des risques). France Dunod 2^{ème} édition 1990.

- **Mémoires et thèses :**

1. Mahmud bin Ahmed, Islam and economic growth in Malaysia, Master's thesis, Naval Postgraduate School, California, 2003.
2. Triq, Ali Arsalan, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures ? A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004 .

- **Recherches :**

1. Alhabshi, Datuk Syed Othman, Development of Capital Market Under Islamic Principles, Conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25- 26, 1994 .
2. Alhabshi, Datuk Syed Othman, Development of Capital Market Under Islamic Principles, Conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25- 26, 1994.

3. Dualeh, Suleiman Abdi, « Islamic Securitization : Practical Aspects », a paper given at : The World Conference on Islamic Banking, The Noga Hilton, Gene, 1998.

- **Revues :**

1. Hasan Zubair, fifty years of Malaysian economic development : policies and achievements, Review of Islamic Economics, vol 11, No2, Munich Personal RePEc archive paper, 2007 .
2. malaysia Business Magazine, bursa's sukuk coup, Malaysia, 2014/03/18
3. Elory Dimson and Massoud Musssavian, Abrief History of Market efficiency, WP Published in European Financial Management, London Business Schools Vol.4N1, Mach 1998.

- **Rapports :**

1. Resolution of the securities commission Shariah Advisory Council, securities commision of malaysia, second Edition, Kuala Lumpur, 2006.
2. Islamic Securities Guidelines(SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur,2011.
3. Bank Negara Malaysia Annual Report 1995.
4. OICV8IOSCO ? ISLAMIC Capital Maket Fact Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organsation of securities commissions,july 2004.
5. Securities Commission Annual Report 2005.
6. Securities commission of malaysia, Securities report commission annual 2001.
7. Securities Commission of Malaysia Guidelines on The Offering of Islamic Securities took effect from 26 July 2004.

8. Securities commission of Malaysia, Securities commission annual report 2004.

9. Kuwait Financial House Research, SUKUK back on track, kuala lumpur.2010.

• **Sites :**

1. Banque mondiale available at : [Donees.banquemonde.org /pays/malaise](http://Donees.banquemonde.org/pays/malaise)
2. Bursa malaysia, market, on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/14/03/2>
3. <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html>
4. Securities commission Malaysia, available at : www.sc.com.my/legislation16/03/2014
5. Bursa malaysia, corporate-history , on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>
6. Bursa malaysia, derivatives, on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>
7. Securities Commissions, what we do, available at : www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=09/03/2014
8. Asian bonds online, malaysia, market structure, overview, available at : <http://www.asianbondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php>
9. Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy<on line> available at : www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 09/03/2014
10. Mohamed Akram Laldin, islamic financial system :the malaysian experience and the way forward, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 19/03/2014

11. Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :
http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf
[23/03/2014.](http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf)
12. Securities Commissions Malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :
<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=05/03/2014>
13. www.iugazo.edu.pa/ar/colgupload/news/documents consulté le [25/12/2008](http://www.iugazo.edu.pa/ar/colgupload/news/documents)
14. Wan razazila wan abduallah and others, the evolution of the islamic capital market in malaysia, Lincoln University, NEW ZEALAND ? available at :
http://www.victoria.ac.nz/sac/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publication/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf
15. Securities Commissions Malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :
16. <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=05/03/2014>
17. www.baladnaonline.net.
18. <http://www.philadelphia.edu.jo> 28.pdf. :
19. <http://staf.uum.edu.my>.
20. <http://www.arabmalaysia.com> visited in 08/03/2014
21. www.alaswaq.net
22. www.inveway.com
23. www.invexay.com
24. <http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transaction.pdf>
25. <http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transaction.pdf>

قائمة الملاحق

تم بحمد الله