

المركز الجامعي أحمد بن يحيى الونشريسي - تيسمسيلت -

معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية وعلوم التسيير



الموضوع:

المتغيرات الدولية ومدى إنعكاسها على الأسواق المالية الناشئة

دراسة حالة بورصة الجزائر

مذكرة تخرج تندرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

إشراف الأستاذ:

- بدري عبد العزيز

من إعداد الطلبة:

• شرنان نور الهدى

• ربيع خيرة

لجنة المناقشة

رئيسا	المركز الجامعي تيسمسيلت	الأستاذ : غورين بروجي
مناقشا	المركز الجامعي تيسمسيلت	الأستاذ : بونعجة سحنون
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي تيسمسيلت	الأستاذ : بدري عبد العزيز

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

الحمد لله ربي العالمين و الصلاة و السلام على خاتم الأنبياء و المرسلين أما بعد :

إلى التي أفاضت عليا بدعواتها و بركاتها إلى من جعل الله الجنة تحت أقدامها إلى من يهتز لتضرعها عرش الرحمان إلى لم أستطع أوفي حقها مهما قدمت لها حفظها الله " أمي الغالية"

إلى من أفنى صحته و جهده في سبيل نجاحي و قدوتي الدائمة و معلمي الأول الذي أطال الله في عمره " أبي العزيز".

إلى أغلى من منحني الدنيا و أتقاسم معهم الأفراح و الأحزان عبد المالك، رياض و أختي الغالية سمية و زوجها عمار و الحفيدة رغد فدوى.

إلى من كانت سندي و فتحت لي باب بيتها بالحب و العطف و الحنان خيرة و زوجها و بناتهما ليليا ، شيراز ، أصيلة.

إلى رفيقات دربي أمينة ، خيرة ، سعيدة، أميرة ، فوزية .

إلى بلدي الحبيبة الجزائر حفظها لله من كل سوء وأدام الأمن و الأمان فيها إن شاء الله .

و إلى فلسطين الغالية نصرها لله و أنعم عليها بالحرية والإستقلال.

الهدى
نور

إهداء

اهدي هذا العمل المتواضع إلى كل من:

الوالدين العزيزين

العمة الكريمة

وكل من الإخوة والأخوات

وكل من ساعدني في هذا العمل من قريب أو من بعيد

والى صديقتي نور الهدى التي قاسمتني هذا العمل

حبيبة



شكر و عرفان

الحمد لله الذي بفضله أتمنا هذا العمل والذي كان ثمرة لتضافر جهودنا، وبهذا نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف بدري عبد العزيز الذي لم ييخل علينا بتوجيهاته ونصائحه التي كانت عون لنا في إنجاز هذا العمل.

لا بد لنا و نحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الجامعة نعود إلى أعوام قضيناها في الأيام الجامعية مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا الكثير، باذلين بذلك جهود كبيرة في بناء جيل الغد لتبعث أمة من جديد و قبل أن نمضي ، نقدم أسمى عبارات الشكر والإمتنان و التقدير...

إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة

و إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم و المعرفة

ونشكر أيضا الأخ مروان الذي ساعدنا في اتمام هذه المذكرة.



ملخص:

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا رئيسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة باعتبارها أحد أفضل مصادر التمويل، وهذا في ظل تراجع الاعتماد على التمويل غير المباشر من خلال مؤسسات النظام المصرفي والاتجاه إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

ومن خلال دراستنا نهدف إلى معرفة مدى تأثير المتغيرات الدولية (العملة المالية، الأزمة المالية العالمية 2008، انخفاض أسعار البترول) على الأسواق المالية الناشئة وكذا بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية الناشئة ، العملة المالية ، الأزمة المالية العالمية 2008 ، انخفاض أسعار البترول ، العملة.

:Summary

Stock markets play a major role in finance in various economic activities as one of the best sources of finance. This is in light of the decline in the dependence on indirect financing through the institutions of the banking system and the trend towards the economics of the financial markets.

In our study, we aim to determine the impact of international variables (financial globalization, the 2008 global financial crisis, low oil prices) on emerging financial markets as well as the Algerian stock exchange.

Keywords: stock markets, emerging markets, stock market, financial globalization, global financial crisis 2008, low oil prices.

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات:

الصفحة	العنوان
I	البسمة
II	إهداء
III	شكر و تقدير
IV	الملخص
V	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الأشكال و الجداول
أ - و	المقدمة العامة
الفصل الأول: الأسواق المالية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
3	المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية
6	المطلب الثاني: مفهوم وطبيعة الأسواق المالية
7	المطلب الثالث: شروط إنشاء الأسواق المالية
9	المبحث الثاني: أهمية الأسواق المالية، أنواعها، أركانها وعوامل نجاحها
9	المطلب الأول: أهمية الأسواق المالية
11	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية
14	المطلب الثالث: أركان وعوامل نجاح الأسواق المالية
16	المبحث الثالث: وظائف الأسواق المالية، خصائصها ودورها في النشاط الاقتصادي
16	المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية
18	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية
20	المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي
22	خلاصة الفصل الأول

	الفصل الثاني: العولمة المالية، الأزمة المالية 2008، انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة
24	تمهيد
25	المبحث الأول: العولمة المالية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة
25	المطلب الأول: نظرة شاملة حول العولمة المالية تعريف، أنواع، أهداف
30	المطلب الثاني: العولمة المالية آثارها ومنافعها
31	المطلب الثالث: مؤشرات العولمة وانعكاسها على الأسواق المالية الناشئة
34	المبحث الثاني: الأزمة المالية 2008 ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة
34	المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية 2008 (النشأة، العناصر، الأنواع)
39	المطلب الثاني: أسباب وقنوات انتشار الأزمة المالية 2008
44	المطلب الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على الأسواق المالية الناشئة
47	المبحث الثالث: انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسه على لأسواق المالية الناشئة
47	المطلب الأول: عموميات حول البترول
52	المطلب الثاني: أسباب تذبذب أسعار البترول في السوق العالمي
56	المطلب الثالث: تأثير انخفاض أسعار البترول على الأسواق المالية الناشئة
58	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: دراسة حالة بورصة الجزائر
60	تمهيد
61	المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية الناشئة
61	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ
64	المطلب الثاني: متطلبات السوق المالي الكفاء الناشئ وخصائصه
67	المطلب الثالث: الشروط والمستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية
70	المبحث الثاني: بورصة الجزائر
70	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر

72	المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر ومؤسسات تسييرها
75	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر واقتراحات تفعيلها
80	المبحث الثالث: المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر
80	المطلب الأول: العوامة المالية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر
82	المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر
84	المطلب الثالث: انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسه على بورصة الجزائر.
87	خلاصة الفصل الثالث
89	الخاتمة
94	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
51	أهم الدول المصدرة للبتروال عام 2000	01 . 02
54	أهم الدول المؤثرة على أسعار البترول 2009	02 . 02
73	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عام 1999 . 2007	03 . 03
76	تطور النمو السنوي للكتلة النقدية في الجزائر	04 . 03

قائمة الأشكال البيانية:

الصفحة	البيان	الرقم
10	دور السوق المالي في انتقال الأموال	01 . 01
14	أركان الأسواق المالية	02 . 01
40	إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2001 . 2009)	03 . 02
41	العجز التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1980 . 2010)	04 . 02
52	تطور أسعار البترول في الفترة (2010 . 2014)	05 . 02
69	التداخل بين المستويات	06 . 03

قائمة الاختصارات والرموز:

COSOB	لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة
SGBVM	شركة تسيير القيم المنقولة
JFBE	مجلة اقتصاديات المال والأعمال

مقدمة

لقد شهد الاقتصاد في العالم ككل تغيرات ديناميكية متسارعة والذي ارتكز على الأسواق المالية وهذا في ظل المتغيرات الدولية ومنه أصبحت الأسواق المالية من الموضوعات الهامة التي تحظى باهتمام بالغ من الدول والمؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق.

وذلك يقتضي التعرف على تطور الأسواق المالية في الدول النامية بغرض الاستفادة من التجارب في معالجة المشكلة، لأن نجاح الأسواق المالية في رفع كفاءتها انطلاقا من توفير الشروط اللازمة لكسب سوق جيد وفعال. وفي المقابل توجد أسواق مالية حديثة سميت بالأسواق المالية الناشئة حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، بحيث شهدت هذه الأسواق نموا كبيرا.

وتعد الأزمة المالية الأخيرة التي شهدتها العالم منذ منتصف سبتمبر من عام 2008 الأخطر والأكثر حدة منذ اندلاعها حتى الآن مقارنة بالأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ نشأته بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، لأن نتائجها السلبية طالت الاقتصاد الحقيقي وسادت تقريبا معظم دول العالم الرأسمالي في وقت واحد لأن تحدث في ظل توحيد الأسواق العالمية وانفتاحها على بعضها البعض وظهورها كسوق واحدة، أو في ظل ما يعرف بالعملة المالية.

وكانت أسعار البترول وتجاربه لها آثار عالمية على كل الدول المصدرة والمستوردة له، ولكل متغير من هذه المتغيرات له انعكاس على الأسواق المالية الناشئة. وتعمل البورصة على تحقيق الموازنة ما بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات في جو من العلانية والشفافية فهي تعمل على ضمان حقوق كل المتعاملين أقوياء كانوا أم بسطاء وكما تحمي مصالحهم وأمواهم من أسباب الغش والاستغلال والتدليس.

كما تمثل البورصة حافزا للشركات وذلك من خلال إدراج أسهمها فيها والعمل على تحسين أداءها وزيادة أرباحها، هذا ما يؤدي إلى تحسين أسعار أسهم تلك الشركات وبذلك يؤدي إلى تطور البورصة وزيادة فعاليتها.

إشكالية الدراسة :

إن معالجتنا لموضوع هذه الدراسة تنطلق من الإشكالية التالية :

✓ كيف تأثر المتغيرات الدولية على الأسواق المالية الناشئة ؟

ولمحاولة معرفة تأثير المتغيرات الدولية على الأسواق المالية الناشئة تم صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

ماهي الأسواق المالية ؟

✓ ماهي أبرز المتغيرات الدولية التي شهدتها العالم ؟ وهل أثرت على الأسواق المالية الناشئة ؟

✓ هل تعترض بورصة الجزائر بعض العقبات تحول بينها وبين تطورها؟

فرضيات الدراسة :

للإجابة عن الأسئلة الفرعية السابقة تم وضع الفرضيات التالية:

➤ تعتبر الأسواق المالية المكان الذي يلتقي فيه الطلب والعرض لرؤوس الأموال.

➤ أثرت المتغيرات الدولية بشكل إيجابي على الأسواق المالية الناشئة .

➤ أثرت المتغيرات الدولية بشكل سلبي على الأسواق المالية الناشئة .

➤ تقف الكثير من العقبات دون تطور بورصة الجزائر .

أسباب اختيار الموضوع :

لعل من بين الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع وتناوله بالبحث كون المتغيرات الدولية أثرت بصفة كبيرة على الاقتصاد العالمي ، فارتأينا إلى إسقاط هذه المتغيرات على الأسواق المالية الناشئة ثم على بورصة الجزائر ومدى تأثيرهم بهذه المتغيرات.

أهمية الدراسة :

تكمن أهميتها في كون أن السوق المالي يساهم في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، كما يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت والأفراد والحكومات . وكذا الدور الكبير الذي لعبته العولمة في جعل العالم قرية صغيرة، وتراجع الاقتصاد العالمي وإفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية حول العالم بسبب الأزمة المالية العالمية 2008. وأيضاً الأهمية البالغة للبتروال على جميع المستويات .

ومعرفة الأسباب التي حالت دون تفعيل بورصة الجزائر.

أهداف الدراسة :

تهدف دراستنا لهذا الموضوع إلى مايلي :

- محاولة التعرف على نظرية كفاءة الأسواق المالية ومتطلباتها وشروطها ومستوياتها .
- محاولة التطرق لبورصة الجزائر من خلال تعريفها والتعرف على الأطراف المتدخلة فيها.
- محاولة معرفة واقع بورصة الجزائر.
- الوصول إلى تأثير العولمة، الأزمة المالية العالمية وانخفاض أسعار البترول على كل من الأسواق المالية الناشئة وبورصة جزائر .

الدراسات السابقة :

تتمثل الدراسات السابقة للموضوع في :

الدراسة الأولى:

مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك وأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، تناولت هذه الدراسة كفاءة الأسواق المالية وكفاءة الأسواق المالية الناشئة ، وكذا الأزمات المالية .

الدراسة الثانية:

محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2008 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، حيث تطرق إلى أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية بإجراء دراسة حالة على سوق الدوحة للأوراق المالية بحيث توصل إلى أبرز آثار الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية .

الدراسة الثالثة:

رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس الجزائر، المغرب ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير فرع إدارة مالية ، جامعة منتوري قسنطينة، 2010 – 2011 ، حيث تطرق إلى دراسة السوق المالية في الجزائر.

صعوبات البحث :

نلخص أهم الصعوبات في مايلي :

- قلة الدراسات الجديدة في هذا الموضوع .
- نقص المراجع وانعدامها في بعض المطالب .
- صعوبة التنقل إلى بورصة الجزائر بسبب الأزمة السياسية التي شهدتها البلاد في هذه الفترة.

منهج الدراسة :

للإجابة عن الإشكالية المطروحة وتحقيق أهداف الدراسة وذلك بإتباع المنهج استقرائي استنباطي.

تقسيمات الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة والتوصل إلى النتائج المبتغاة أردنا أن يتكون هذا البحث من ثلاث فصول كتالي :

الفصل الأول:

تحت عنوان الأسواق المالية بحيث قسمناه إلى ثلاث مباحث كالتالي: ماهية الأسواق المالية، أركانها وعوامل نجاحها وظائفها وخصائصها، ودورها في النشاط الاقتصادي.

الفصل الثاني:

بعنوان العولمة المالية ،الأزمة المالية 2008، انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة وكان مقسم كما يلي: العولمة المالية الأزمة المالية العالمية 2008 ،وانخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسهم على الأسواق المالية الناشئة.

الفصل الثالث:

تطرقنا إلى دراسة حالة بورصة الجزائر وتم تقسيمه إلى كفاءة الأسواق المالية الناشئة وبورصة الجزائر ،
المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر.

الفصل الأول:

الأسواق المالية

تمهيد:

يعد موضوع الأسواق المالية من الموضوعات التي تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به من الوظائف والمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط قطاعات الفئات الاقتصادية بقطاعات العجز حيث يمثل حلقات نمو القطاع المالي في أي دولة، بحيث يعتبر هذا السوق المالي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائع والمشتري لنوع معين من الأوراق المالية.

وهذا جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار بقطاعات الفئات ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها وسنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- **المبحث الأول:** ماهية الأسواق المالية.
- **المبحث الثاني:** أهمية الأسواق المالية أنواعها، أركانها وعوامل نجاحها.
- **المبحث الثالث:** وظائف الأسواق المالية خصائصها ودورها في النشاط الاقتصادي.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

تعود تسمية الأسواق المالية لمفهوم السوق بشكل عام حيث تحتل الأسواق المالية في الوقت الحاضر أهمية كبيرة، كما أنّ تطورها يرجع إلى تطور السلع والخدمات، إضافة إلى أنّ تطور ونمو التجارة جعل من الضروري تنظيم الأسواق المالية يتماشى مع القوانين التجارية الجديدة.

المطلب الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية.

إنّ تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أنّ الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبادل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع من الشرق، تأكّدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديدًا في مدينة بروج البلجيكية وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالاجتماع في منزل السيد "فاندربورز" حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بوالص التأمين، ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم "بورز" بالفرنسية تعني سوق الأوراق المالية.

تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339م في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639م ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890م بعد حركة الكشوفات الجغرافية في أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها أثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية، حيث الاستثمار الكبير في شراء الأسهم للشركات المتخصصة في بناء السكك الحديدية.

وعلى أثر ذلك ارتفعت القيمة الإجمالية للسوق المالي في باريس من 4 مليارات فرنك فرنسي عام 1850م إلى 35 مليار فرنك عام 1880م ثم احتلت البورصة في لندن ونيويورك وطوكيو المركز الأول بحجم الأموال المتداولة في السوق.

تعد الأسواق المالية الآن مقياساً للتطور الاقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الاستثمارية المتاحة.¹

ولقد مرت الأسواق المالية بعدة مراحل يمكن إيجازها فيما يلي:

أ- المرحلة الأولى:

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيارفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية... الخ، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية، وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

ب- المرحلة الثانية:

بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت هذه الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

ج- المرحلة الثالثة:

ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط أو الطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... الخ.

وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

¹ د ، دريد كامل آل شيب ، الأسواق المالية والنقدية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 2012 ، عمان ، الأردن ، ص 34 - 35.

د- المرحلة الرابعة:

ظهر الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية نجاح السوق النقدي مع السوق المالي.

هـ- المرحلة الخامسة:

اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطوير وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل السهم والسندات.¹

¹ - د ، خالد أحمد فرحان المشهداني ، د ، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ، مدخل إلى الأسواق المالية ، الطبعة العربية ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، 2013 ، عمان ، الأردن ، ص 162 - 163.

المطلب الثاني: مفهوم وطبيعة الأسواق المالية.

أولاً: تعريف الأسواق المالية.

تعددت تعريفات الأسواق المالية واختلفت باختلاف مكانها ونذكر منها ما يلي:

أ- التعريف الاقتصادي:

يعتبر سوق المال المكان الذي يلتقي فيه الطلب (وحدات العجز) والعرض (وحدات الفائض) لرؤوس الأموال الطويلة الأجل لتمويل جزء من الاقتصاد بمعنى آخر هي طريقة لتعبئة وتحويل الادخار الوطنية المجمعة لاستثمارها في مشاريع اقتصادية مختلفة.

ب- تعني الأسواق المالية: العديد من المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية أو مجموعاتها المختلفة التي توفر الخدمات المالية للمقرضين.¹

ج- وتعرف الأسواق المالية: على أنّها عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز، وهذا معناه أنّ السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع والشراء.²

د- وتعرف أيضاً: على أنّها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وبعبارة أخرى فإنّ السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائضة أو الرائدة من الاتصال الدائم "المباشر أو غير المباشر" مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة.³

ثانياً: طبيعة الأسواق المالية:

¹ - د ، خالد أحمد فرحان المشهداني ، د ، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي ، مدخل إلى الأسواق المالية ، نفس المرجع السابق ، ص 161.

² - د ، دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 37.

³ - أ ، د ، محمد البروك أبو زيد ، التحليل المالي لشركات وأسواق مالية ، الطبعة الثانية ، دار المريح للنشر ، 2009 ، المملكة العربية السعودية ، ص 153-154.

هي وسيلة لعرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنّها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي formation capital أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج. إنّ الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الاستثمارات) .

تشمل أسواق المال على كل من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية حيث أنّه يوجد في كل مجتمع وحدات (أفراد وشركات ومنظمات حكومية) لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكية الاستثمار أو وعدم وجود الوقت والجهد الكافيين لاستثماره، وفي ذات الوقت هناك وحدات تستطيع الاستثمار ولكن لا تتوافر لديها الأموال.

لذلك تساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، وذلك لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض للأسباب التالية:

1- عدم توافر المعلومات عند كل طرف بالطرف الآخر.

2- عدم وجود الثقة بين الطرفين.

3- الاختلاف حول سعر الأموال.

4- الاختلاف حول آجال استحقاق الأموال.

5- الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار.¹

المطلب الثالث: شروط إنشاء الأسواق المالية.

لكي يتم إنشاء سوق مالي فعّال لابد من توفر الشروط التالية:

1- اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضا.

¹ - د ، محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي ، الطبعة الأولى ، زمزم ناشرون وموزعون ، 2009 ، عمان ، الأردن ، ص 22 - 23.

- 2- متانة النظام المحاسبي مع إيلاء تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي أهمية كبيرة وتلتزم به كافة الشركات التي تم تبادل أوراقها المالية في السوق.
- 3- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتبادل والتعامل بالسوق المالي و الرقابة عليه ولها القدرة التنظيمية والصلاحيية في انجاز أعمالها بسهولة وسرعة.
- 4- اعتماد المعايير المحاسبية الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبية وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة.
- 5- توفر بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي الاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات و الأخبار أولاً.
- 6- إيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي.¹

¹ - د ، دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 39 - 40.

المبحث الثاني: أهمية الأسواق المالية أنواعها وأركانها وعوامل نجاحها.

تعتبر الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر، وهي تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية و توجيهها إلى مسارها الصحيح، إضافة إلى أنه سوق منظم يقام في مكان ثابت يتولى إدارتها و إشراف هيئة عليه لها نظامها الخاص و ذلك نتيجة لتوفر عوامل مختلفة حيث لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لابد من نجاح هذه السوق و زيادة نشاطها

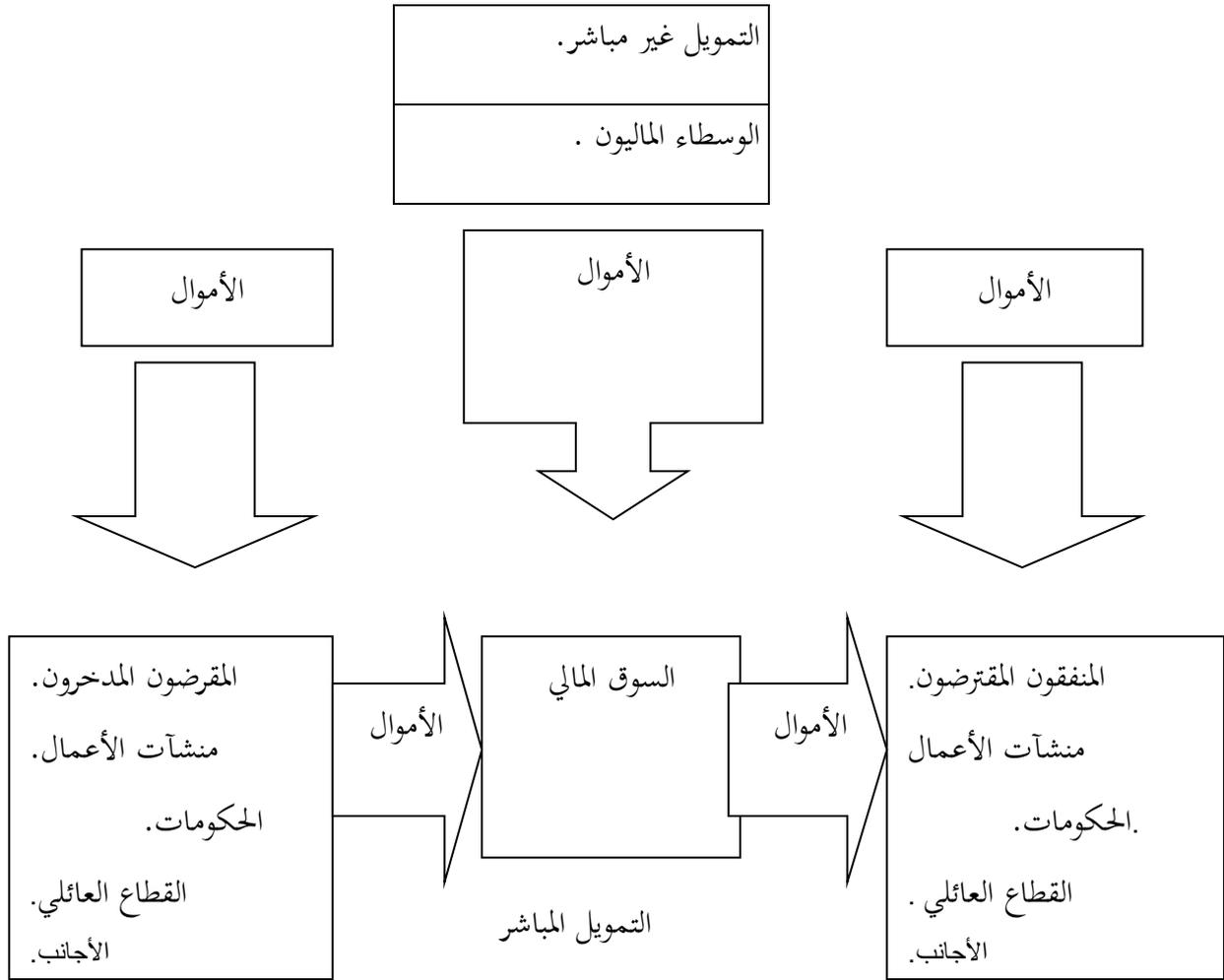
المطلب الأول: أهمية الأسواق المالية.

تساهم الأسواق المالية في تجميع المدخرات و توجيهها نحو المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، أي استخدام الأموال في الأنشطة الراجحة التي تحقق أعلى عائد وأعلى قيمة مضافة، وللسوق المالي أهمية أخرى كونه يساهم بفعالية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة حجم تراكم رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد القومي.

والشكل التالي يبين دور السوق المالي وأهميته في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، إذ يساهم في التمويل المباشر وغير المباشر للمنشآت والأفراد والحكومات وتغطية الفجوة المالية لهذه القطاعات واستغلال الفائض النقدي لها.¹

د ، دريد ، كامل آل شيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 36.¹

الشكل (01 - 01): دور السوق المالي في انتقال رؤوس الأموال.



المصدر: د ، دريد كامل آل شيب ، الأسواق المالية والنقدية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 2012 ، عمان ، الأردن 37.

ولاشك في أن الأسواق المالية تلعب دورا شديدا الأهمية في اقتصاديات الدول وبصفة خاصة بعد التطور الاقتصادي السريع في عصرنا هذا وتضم عدد وحجم المنظمات الاقتصادية وحاجاتها المتزايدة إلى الأموال، وكذلك تضخم حجم الأموال الفائضة في حوزة منظمات أخرى، مما جعل من الأسواق المالية حلقة الوصل بينهم، لتسهيل انسياب الأموال بين كلا النوعين من المنظمات.

وبدون الأسواق المالية سوف سيكون هناك موارد عديدة غير معروفة وغير مستغلة وهناك حاجات عديدة لم تشبع وبالتالي فالأسواق المالية تعمل على كشف الحاجات التي لم تشبع وكذلك الموارد التي لم

تستغل للمساهمة في التلاقي بين الجانبين بما يؤدي إلى المساهمة في حل المشكلة الاقتصادية عن طريق التخصيص الرشيد للأموال.¹

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.

تتنوع الأسواق المالية بتنوع أساس التقسيم فعلى سبيل المثال، غالباً ما تنقسم الأسواق المالية على الأسس التالية:

أ) من حيث حداثة الإصدارات، يمكن أن تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق أولية (سوق الإصدار)، وأسواق ثانوية.

ب) من حيث فترة الاستحقاق للأدوات المالية، يمكن أن تنقسم الأسواق المالية إلى سوق نقدي، وسوق رأس المال.

ج) من حيث نوع الأدوات المالية، يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق القروض، وأسواق الأوراق المالية.

وللتعرف أكثر على أنواع الأسواق المالية، سنقوم باستعراض كل منها بشكل مختصر:

أولاً: الأسواق الأولية والأسواق الثانوية: primary vs. Secondary markets

أ- الأسواق الأولية:

هي الأسواق التي يتم بها طرح الإصدارات الجديدة التي تصدر لأول مرة من قبل الهيئات والشركات التي تصدرها، حيث يكون البائع للورقة المالية هو مصدرها الأصلي، هذا السوق يعتبر مصدر تمويل للمشروعات الجديدة، كما تتطلب آلية التعامل في هذا السوق، وجود مؤسسات مالية تساعد على تسويق الإصدارات الجديدة، تعرف بمؤسسات الاستثمار. ومن أهم وظائف مؤسسات الاستثمار:

- التأكد من مدى قابلية الأوراق المالية المقرر إصدارها للتسويق.

- تحديد وبيع هذه الأوراق.

- ضمان تغطية الإصدارات الجديدة.

¹ - د ، عاطف جابر طه عبد الرحيم ، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، الدار الجامعية ، 2008 ، الإسكندرية ، ص 288 - 289.

وتقوم مؤسسات الاستثمار بطرح الأوراق المالية الجديدة، إما من خلال الطرح العام "أي من خلال توزيع هذه الأوراق للجمهور بصفة عامة" أو الطرح الخاص، وذلك من خلال بيع الأوراق المالية مباشرة لأحد أو بعض المستثمرين الكبار مثل شركات التأمين أو صناديق الضمان.¹

ب- السوق الثانوية:

فهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية (الأدوات المالية) القديمة، والتي سبق إصدارها، وبالتالي فهي تعبر عن انتقال للثروة بين أطراف مختلفة، وهي لا تمثل مصدر تمويل جديد. وتُحَدَّر الإشارة هنا إلى أن الأسواق الثانوية تشمل على نوعين من الأسواق هما:

1- السوق المنظمة:

وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع أو الشراء (البورصة)، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

2- السوق الغير منظمة:

وهي السوق التي تتميز بعدم وجود مكان محدد للتداول، ويقوم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة والتي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ثانيا: سوق نقدي وسوق رأسمالي: (money vs capital marks)

كما أشرنا، يمكن تقسيم الأسواق المالية على حسب فترة استحقاق الأدوات المالية إلى سوق نقدي، وسوق رأسمالي.

ج- السوق النقدي:

هو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، ويقصد بالأدوات المالية قصيرة الأجل تلك الأدوات التي تكون فترة استحقاقها أقل من سنة، أي يمكن تحويلها إلى نقدية سائلة خلال سنة وبأقل تكلفة مثل أذونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع... الخ.

ويجب الإشارة هنا إلى أنه وفي أغلب الأحيان، لا يوجد مكان محدد للتعامل في السوق النقدي، إلا أن الاتصال يتم بين المتعاملين من خلال وسائل الاتصال الأخرى الحديثة.

¹ - أ، د، محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي لشركات وأسواق مالية، مرجع سبق ذكره، ص 254 - 255.

د- سوق رأس المال:

فهو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويقصد بالأدوات المالية متوسطة وقصيرة الأجل تلك التي تكون فترة استحقاقها أكثر من سنة مثل الأسهم والسندات الخاصة بالشركات المساهمة أو أجهزة الدولة، وعلى العكس من السوق النقدي، فإنّ التعامل في هذا السوق يتم في مكان محدد ومعروف ووفق شروط معلومة ومحددة مسبقاً.

ثالثاً: أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية: (Lom Sv sécurités markets)

أ- أسواق القروض :

هي الأسواق التي يتم فيها الحصول على الأموال من خلال المفاوضات المباشرة بين المقرض والمقترض وجها لوجه، فالعلاقة والمعرفة الشخصية بينهما تلعب دوراً مهماً في إتمام التعامل، وتشمل هذه الأسواق غالبية تعاملات الائتمان الاستهلاكي المقدم لشراء سلع معمرة والعقارات، بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها شركات الأعمال من البنوك التجارية قصيرة الأجل .

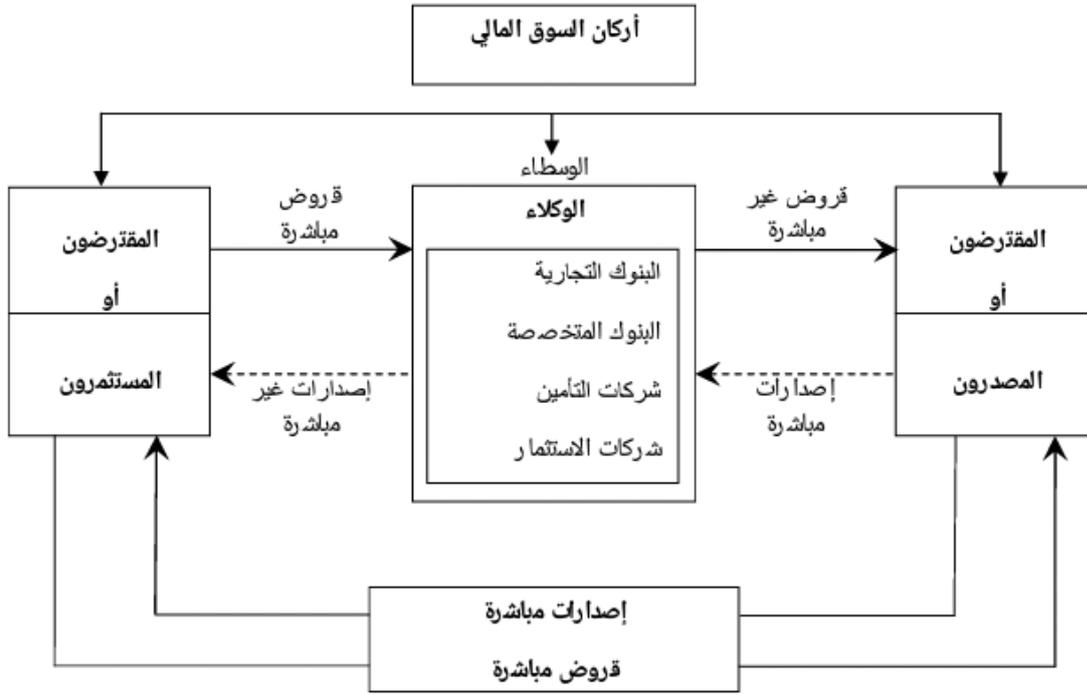
أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية، لا توجد علاقة مباشرة بين المشتريين والبائعين فيها، حيث يتم التعامل غالباً من خلال الوسيط أي سمسرة الأوراق المالية أو بيوت التعامل في هذه الأوراق المالية كما يطلق عليها (اتفاقيات التمويل الخاصة). Privat placement مثل قيام إحدى الشركات بإصدار سندات مع ترتيب مع شركات التأمين لشرائها.¹

¹. أ ، د ، محمد المبروك أبو زيد ، التحليل المالي لشركات وأسواق مالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 255 - 256.

المطلب الثالث: أركان وعوامل نجاح الأسواق المالية.

ويمكن تلخيص أهم أركان الأسواق المالية فيما يلي:

الشكل (01 - 02): أركان الأسواق المالية



المصدر: مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني ، دراسة حالة بورصة ماليزيا ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة 2014 / 2015 ، ص 13.

وهناك عدة عوامل لنجاح السوق المالية ومن بينها:

أولاً: العوامل الموضوعية والتي نجد فيها العناصر التالية:

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

1- عدم إنشاء المعلومات للمستثمرين وذلك من أجل المحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية إلى قيمتها الحقيقية.

2- تنظيم المعاملات التجارية ويكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.

3- تنظيم الأوجه المختلفة في المؤسسات المالية وذلك بالتزامها بالأنظمة والقوانين.

ب- إنشاء بورصة الأوراق المالية داخل الدولة تمهيدا لتوفير سيولة كافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

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

د- جعل الادخار اختياريا وليس إجباريا.

ثانيا: العوامل الشكلية لا يقتصر نجاح السوق المالي على العوامل الموضوعية فقط بل لابد من توفير العوامل الشكلية أيضا وهي كالتالي:

أ- توفير المرافق العامة (المواصلات السلكية واللاسلكية، المساكن... الخ).

ب- الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى واعتدال جوه.

ج- وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.

د- نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

هـ- عدم وجود قيود رقابية على الصرف.

و- وجود نظام ضريبي مقبول.

ز- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.¹

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة 2014 / 2015 ، ص 18 - 19 .

المبحث الثالث: وظائف الأسواق المالية، خصائصها ودورها في النشاط الاقتصادي.

إنّ الأسواق المالية لم تعد طرفاً اقتصادياً وإنما أصبحت ركناً هاماً و أساسياً من أركان البنية المالية و الاقتصادية في أي دولة حيث أنّ الأسواق المالية تساهم بشكل مباشر في تجميع المدخرات الوظيفية من القطاعات ذات الفائض النقدي و تحويلها إلى قطاعات الاستثمار في الموارد المالية 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.

المطلب الأول: وظائف الأسواق المالية.

تؤدي الأسواق المالية وظيفتين أساسيتين هما الوظيفة الاقتصادية والوظيفة التمويلية.

أولاً: الوظيفة الاقتصادية

تتلخص في تسهيل انتقال الموارد الاقتصادية الحقيقية من المقرض إلى المقترض، حيث يحقق المقرضون عائداً من أعمالهم ويدخرون جزءاً منه لاستخدامه في المستقبل، ويستطيعون تحقيق عائد على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه، أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية إلى أشخاص آخرين يرغبون في الحصول على موارد حقيقية من خلال شرائهم للمعدات والآلات والاستفادة من خدمات القوى العاملة والأراضي مما يحقق تدفق الموارد الحقيقية إلى المقترضين وبعيداً عن المقرضين ، كما أنّ المقرضين سيحصلون على دخل أكبر ومستوى استهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك عندما يجن ميعاد استحقاق أموالهم التي قدموها إلى المقرضين.¹

ثانياً: الوظيفة التمويلية

تعمل الأسواق المالية على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي يتوفر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية. وبصفة عامة يمكن القول أنّه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق فإنّنا نكون بصدد الوظيفة الاقتصادية، أما إذا حدث تأثير بسيط على تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات انتقال الأموال فإنّنا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق.

¹ - د ، محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي ، مرجع سبق ذكره ، ص 25 - 26.

- وهناك وظائف يمكن أن نعرضها كما يلي:

1- المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة، مما يقلل من درجة المخاطرة.

2- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والاستثمار.

3- المسؤولية عن نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاعات العجز والموائمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف المساهمة في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة الاستثمار ثم الإنتاج والاستغلال الأمثل للموارد المتاحة والارتقاء بالوحدات ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة.

4- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.

5- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، مستفيدين بذلك من مفردات ظاهرة العولمة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات والتكنولوجيا.

6- سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل.

7- توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا من خلال شروط الإدراج لأسهم الشركات في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلا.¹

¹ - د ، دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 . 42.

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية.

تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نجد مايلي:

- 1- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية والمنشورة عنها ودقة وحقيقة هذه المعلومات.
- 2- إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة وإنشاء شركات وساطة مالية عريقة قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين البائع والمشتري وأن تلتزم بأخلاقيات المهنة وتأمين مصلحة المتعاملين في السوق المالي.
- 3- تنوع الأوراق المالية من حيث الكم والنوع داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول.
- 4- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات التجارية بشكل اعتيادي.
- 5- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- 6- سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيعا والشراء من مستثمر لآخر) والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بانجاز تنفيذ الصفقات.¹
- 7- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتداول الأسعار الغير عادلة.
- 8- التكامل مع البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتوصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وانجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.
- 9- مصدر للاقتصاد الوطني.

¹ - د ، دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 - 42.

10- أداة لقياس قيمة الأصول ،وللمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية.

11- مكان للتعاملات الخطرة.

12- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج لرؤوس الأموال الكبيرة في الأجل الطويل.¹

المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.

وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين،ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، كما تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعّالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

أ- وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة.

وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به،فهي أداة فعّالة تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته،وفي الوقت ذاته تتأثر بما يحدث.

ب- كما تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في جذب فائض رأس المال غير الموظف والغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأس مال موظف وفعّال 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.

ج- بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنّها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا ، مرجع سبق ذكره ، ص 17.

د- كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعّالة 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 فاعلين في السوق.

4- تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.¹

5- رفع مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل أو التوظيف ومن ثم تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو على المستوى القومي.²

¹ - د ، محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، مرجع سبق ذكره، ص 34 - 35 - 36.

² - مناضل عباس حسين الجوارى ، خيضر مهدي صالح ، م جلة جامعة بابل العلوم الإنسانية ، واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي ، المجلد 17 ، العدد 09 ، كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد ، ص 72.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى الإطار النظري للأسواق المالية، واستطعنا الخروج ببعض المفاهيم وتقديم فكرة شاملة في ماهية الأسواق المالية من خلال نشأتها ومفهومها. وهناك شروط لتكوين إنشاء أسواق مالية لا بد من توافرها، وكذلك أهمية السوق المالي بكونه ساهم في تحويل الأموال بين القطاعات الاقتصادية المختلفة وتوفر أنواع مختلفة من أسواق الأوراق المالية منها المنظمة (البورصات) وغير المنظمة، والعوامل التي تؤدي إلى نجاحها والتي تم تصنيفها إلى عوامل موضوعية وأخرى شكلية لها تأثير في نجاح السوق المالي وهذا إضافة إلى قيامها بوظائف عديدة أدت بالثقة فيها أكثر وتميزها بخصائص لا تتوافر بغيرها من الأسواق وكذلك تطرقنا في هذا الفصل إلى دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي بكونها أداة فعالة تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته.

الفصل الثاني:

العولمة المالية، الأزمة

المالية 2008، انخفاض أسعار البترول

ومدى انعكاسها على الأسواق المالية

تمهيد:

أصبحت العولمة اليوم من أبرز مظاهر التطور على الصعيد العالمي وذلك على جميع المستويات، وقد ساهمت عوامل عديدة في رسوخ هذه الظاهرة بشكل ملفت للانتباه كالتقدم التكنولوجي وما نجم عنه من سرعة وانخفاض في تكلفة النقل والاتصالات، وإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود وتحرير الأسواق المالية واندماجها وانتهاج عمليات الخصخصة، وقد نجم عنها الكثير من المخاطر والتحديات، وشهد العالم العديد من الأزمات المالية وانهارت أكبر البورصات العالمية على مدار القرن العشرين.

وقد واجه الاقتصاد العالمي واحدة من أصعب الأزمات في تاريخه الحديث وأكثرها حدة منذ أزمة الكساد الكبير، وقد تضافرت العديد من الأسباب والعوامل وتراكمت لعدة سنوات لتصنع أسوأ أزمة يشهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي، ولم تقتصر تداعياتها على الأسواق المالية والبنوك فحسب بل امتدت حتى إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد.

كما تميز هذا القرن بكونه عصر البترول، حيث احتل النفط مكانة عالمية عالية، ليس فقط كعامل من عوامل الطاقة بل كمورد اقتصادي إستراتيجي، تعتمد عليه كل الشعوب في استعمالاتها وحياتها اليومية، وفي كل المجالات السياسية، الاقتصادية، العسكرية فهو محرك الاقتصاد العالمي حيث يتميز سعره بالتذبذب وعدم الاستقرار وهو ما خلق آثار كبيرة على اقتصاديات مختلف الدول.

ولقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

المبحث الأول: العولمة المالية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الثالث: انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسه على الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: العولمة المالية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

اختلف المؤرخون حول التحديد الدقيق لميلاد العولمة بالرغم من اتفاقهم الجماعي على مكان انطلاقها وبداية تطورها في أوروبا، كنتيجة حتمية للثورة الصناعية التي شهدتها أوروبا. وسنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى تعريف العولمة، أنواعها، أهدافها وكذا آثارها ومنافعها ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

المطلب الأول: نظرة شاملة حول العولمة المالية (تعريف، أنواع، أهداف).

أولاً: تعريف العولمة.

تعددت واختلفت تعاريف العولمة حسب كل كاتب أو عالم ولعل من أبرزها مايلي:

- أ- إرتبط مفهوم العولمة في الفكر المعاصر بالتطور الحضاري العلمي والتكنولوجي الهائل الذي ميز العصرين الحديث والحاضر وانتشاره عبر مختلف أقطار العالم، ولفظ عولمة يشير إلى لفظ GLOBALIZATION المشتق من الكوكب بالإنجليزية لذلك تترجم إلى كوكبة، ويشير إلى لفظ MONDIALISAION المشتق من لفظ MONDE بالفرنسية أي العالم.¹
- ب- ويعرف الدكتور إسماعيل صبري عبد الله العولمة والتي يفضل أن يستخدم مكانها مصطلح الكوكبة على أنها: (التداخل الواضح لأموال الاقتصاد والاجتماع والسياسة والثقافة والسلوك دون اعتداد يذكر بالحدود السياسية للدول ذات السيادة أو الانتماء إلى وطن محدد أو لدولة معينة ودون الحاجة إلى إجراءات حكومية).²
- ج- ويرى آخرون أنّ العولمة حسب النظرية السائدة هي تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وانخفاض تكاليف النقل وحرية التجارة الدولية إلى سوق واحدة، الأمر الذي أدى إلى منافسة أشد وطأة وأكثر شمولية ليس فقط في سوق السلع بل في سوق العمل وأسواق المال أيضاً ومن الملاحظ أنّ هذا التعريف يشير إلى أنّ العولمة هي ناتج كل من الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وانخفاض تكاليف النقل وتحرير التجارة الدولية مع تطبيق اتفاقية لجأت من خلال منظمة التجارة العالمية.

¹ - د ، جيلالي بوبكر ، العولمة ومظاهرها وتداعياتها نقد وتقييم ، الطبعة الأولى ، دار النشر عالم الكتب الحديث ، modern bokis world ، 2011 ، الأردن ، ص 05.

² - د ، محمد إبراهيم عبد الرحيم ، العولمة والتجارة الدولية ، الناشر مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ، 2009 ، ص 09.

د- وهناك تعريفات تركز على العولمة باعتبارها مرحلة تاريخية، وعلى ذلك فالعولمة هي المرحلة التي أعقبت الحرب الباردة من الناحية التاريخية والتحول لآليات السوق.¹

هـ- وينظر إليها في مفهومها العام على أنها اتجاه متناحر يصبح معه العالم دائرة اجتماعية وسياسية واقتصادية وثقافية واحدة تتلاشى في داخلها الحدود بين الدول.²

و- وقد وصف البعض بأن ما تمت تسميته بالعولمة GLOBALIZATION يمثل حالة من الانفتاح والتحاور الفلسفي والفكري والسياسي والحضاري.³

ز- العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية لتسود بذلك حرية التدفقات المالية من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر

ح- العولمة المالية هي النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية.⁴

ط- يعرف صندوق النقد الدولي العولمة في تقرير أعده سنة 1997م بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية وذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا.⁵

ن- يعرف الدكتور إسماعيل صبري عبد الله العولمة والتي يفضل أن يستخدم مكانها مصطلح الكوكبة على أنها، التداخل الواضح لأمر الاقتصاد والاجتماع والسياسة والثقافة والسلوك دون اعتبار يذكر بالحدود السياسية للدول ذات السيادة أو الانتماء إلى وطن محدد أو لدولة معينة ودون الحاجة إلى إجراءات حكومية.¹

¹ - د ، عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة الاقتصادية منظماتها ، شركاتها ، تداعياتها ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع ، 2008 ، الإسكندرية ، ص 19 .
² - هيفاء عبد الرحمان ياسين التكريتي ، آليات العولمة الاقتصادية وآثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، 2010 ، عمان ، الأردن ، ص 31 .

³ - سمير أمين ، غازي الصوراني ، علي مجيد الحمدواوي ، يوسف خليفة اليوسف ، نبيل جعفر عبد الرضا ، عبد الرزاق خارس الفارس ، باقر النجار ، هاني لبيب ، المجتمع والاقتصاد أمام العولمة (سلسلة كتب المستقبل الغربي 33) ، الطبعة الأولى ، مركز دراسات الوحدة العربية للنشر و التوزيع ، 2004 ، بيروت ، ص 52 .

⁴ - أ ، ساعد مرابط ، أ ، بلميهوب أسماء ، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير ، 21 - 22 نوفمبر 2006 ، الجزائر ، ص 04 .

⁵ - محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 - 2009 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير ، 2011 - 2012 ، ص 56 .

ف- أنّ العولمة هي الحركة الاجتماعية التي تتضمن انكماش البعدين الزماني والمكاني مما يجعل العالم يبدو صغيراً إلى حدٍّ يحتمُّ على البشر تقارب بعضهم من بعض.²

ثانياً: أنواع العولمة:

لعل من المتبع للتطورات المتلاحقة للعولمة نجد أنّ هناك مجموعة رئيسية من التغيرات العالمية التي تحدث على نطاق واسع والمتمثلة في النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وكذلك النمو السريع للاستثمار الأجنبي المباشر وبصفة خاصة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتصاعد الثورة التكنولوجية وتكامل نظام الاتصالات بشكل كبير بالإضافة إلى تكامل الأسواق العالمية في مجال السلع.

والتأمل في هذه التغيرات العالمية يكشف النقاب على أنّ العولمة تتحدد في نوعين رئيسيين من العولمة هما العولمة الإنتاجية أو عولمة الإنتاج، والعولمة المالية، ويبدو من الضروري إيضاح كل نوع خلال التحليل التالي:

أ- **عولمة الإنتاج:** يلاحظ أنّ عولمة الإنتاج تتم بدون وجود أزمات مأساوية كما حدث بالنسبة للعولمة المالية وتتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتبلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين:

1- الاتجاه الأول والخاص بعولمة التجارة الدولية: حيث يلاحظ أنّ التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال عقد التسعينات حيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، فعلى سبيل المثال زاد معدل التجارة العالمية بحوالي 9% في 1995م بينما زاد الناتج العالمي بنسبة 5% فقط وبالطبع زاد نصيب التجارة العالمية ويلاحظ أنّ الشركات متعددة الجنسيات هي التي تقف وراء تزايد معدل نمو التجارة العالمية بقوة بالإضافة إلى مشاركتها في زيادة الناتج العالمي ويضاف إلى ذلك أنّ 90% من التجارة العالمية دخل في مجال التحرير.³ وقد لوحظ أنّ عولمة الإنتاج تتحقق بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتم بدون وجود أزمات مأساوية كما حدث بالنسبة للعولمة المالية وما صاحبها من أزمات وأهمها الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا في عام 1997م والتي بدأت من تايلاند وامتدت إلى باقي دول جنوب شرق آسيا.⁴

¹ - د ، مصطفى العبد الله الكفري ، عولمة الاقتصاد والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية ، سلسلة الدراسات (15) 2008 ، دمشق ، ص 79.

² - د ، نعيم إبراهيم الظاهر ، إدارة العولمة و أنواعها ، الطبعة الأولى ، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ، 2010 ، الأردن ، عمان ، ص 11.

³ - د ، عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 ، ص 32 - 33.

⁴ - د ، عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة الاقتصادية منظماتها ، شركاتها ، تداعياتها ، مرجع سبق ذكره ، ص 42.

1- الاتجاه الثاني والخاص بالاستثمار الأجنبي المباشر: حيث يلاحظ أنّ معدل نمو الاستثمار الأجنبي المباشر زاد بمعدل أسرع وأكبر من معدل نمو التجارة العالمية حيث كان معدل نمو الاستثمار المباشر يصل في المتوسط إلى حوالي 12% خلال عقد التسعينات ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى تزايد دور الشركات المتعددة الجنسيات في إحداث المزيد من العولمة والتي تعمل بدورها على تكوين المزيد من التحالفات الإستراتيجية فيما بينها لإحداث المزيد من عولمة العمليات في مجال التكنولوجيا والأسواق.

ب- العولمة المالية: تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالإنتاج المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود وعلى حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطاً وتكاملاً.¹

ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما:

- 1- المؤشر الأول والخاص بتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة
- 2- أما المؤشر الثاني والخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي.²

ثالثاً: الأهداف:

للعولمة عدة أهداف أهمها:

- أ - الوصول إلى سوق عالمي واحد مفتوح دون حواجز أو رسوم جمركية أو إدارية، أوقيد مالية أو معازل عرقية أو جنسية أو معنوية، بل إقامة سوق منع يمتد ويشمل العالم كله ويشمل كافة قطاعاته ومؤسساته وأفراده، أي الوصول بالعالم كله إلى أن يصبح كتلة واحدة متكاملة ومتفاعلة.
- ب - كثرة الاحتكاك والتكامل والتداول سوق يدفع إلى ظهور لغة شفافية تزيد من عملية التقارب اللغوي، إلى أن يصل العالم إلى التحدث بلغة واحدة.

¹ - د ، عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك ، نفس المرجع السابق ، ص 33.

² - د ، عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة الاقتصادية ، منظماتها ت شركاتها . تداعياتها ، مرجع سبق ذكره ، ص 49.

ج- تكثيف عمليات الاختلاط والمزيج بين عناصر الجنس البشري، حتى يحدث التقارب والانسجام والإتلاف، ويستخدم لتحقيق هذا الهدف قدر متعاضم من الحراك الحضاري لتأكيد الهوية العالمية.¹

وللعولمة أهداف أبعد من الربح وأبعد من التجارة الحرة والحدود المفتوحة والأسواق الحرة، إنَّ الخطر يكمن فيما يسمى بثقافة العولمة، أكثر تروج العولمة لأربع ثورات أساسية من المتوقع أن يكون لها تأثيرا كبيرا في حياة الناس جميعا وسط تحديات هائلة، وهذه الثورات هي:

1- الثورة الديمقراطية.

2- الثورة التكنولوجية الثالثة - أو ما بعد الثالثة.

3- ثورة التكتلات الاقتصادية وبخاصة العملاقة.

4- ثورة اقتصاد السوق وحرية التبادل التجاري.

وفي إطار هذه الثورات وما ينتج عنها من آثار يتم بناء النظام العالمي (العولمة)، ويعتمد فيه الاقتصاد على استثمار الوقت بأقل تكلفة وعن طريق استخدام المعرفة الجديدة وتحويلها إلى سلع أو خدمات جديدة أو التحسين السريع والمستمر في المنتجات وطرق التصنيع والدخول بها إلى الأسواق بطريقة فعالة، ولم تعد التنمية الاقتصادية تعني التغيير من وضع سيء إلى وضع أفضل بل المهم هو الوقت الذي يستغرقه هذا التغيير.²

وتنقسم أهداف العولمة إلى أهداف معلنة وأهداف خفية وتتميز الأهداف المعلنة بأنها جذابة، مما يجعل بعض مفكري الدول النامية يؤيدها ويتحمس لها. ومن تلك الأهداف المعلنة كما يذكر الحاجي مايلي:

1- تقريب الاتجاهات العالمية نحو تحرير أسواق التجارة ورأس المال.

2- زيادة الإنتاج، وتهيئة فرص النمو الاقتصادي على المستوى المحلي والعالمي.

3- زيادة حجم التجارة العالمية، مما يؤدي إلى الانتعاش الاقتصادي العالمي.

أما الأهداف الخفية للعولمة في نظرهم فهي كمايلي:

¹ - د ، غلام عبد الله ، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية ، الطبعة الأولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، 2014 ، الأردن ، عمان ، ص 31.

² - أ ، د.، مصطفى عبد الله الكفري ، عولمة الاقتصاد والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 90.

- 1- هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية والإتحاد الأوروبي على الاقتصاد العالمي بوسائل منها، الاحتكارات والشركات الكبرى.
- 2- التحكم في مراكز القرار السياسي في دول العالم، لتحقيق المصالح الأمريكية والأوروبية.
- 3- تعميق الخلاف بين الدول والحضارات والمجموعات البشرية المختلفة، والاتفاق على خطط معينة للصراع على المصالح.
- 4- فرض السيطرة العسكرية والثقافية الغربية على الشعوب النامية، بقصد نهب مواردها وثروتها الوطنية، وحقبة الاستعمار الغربي للبلدان النامية قديماً وحديثاً شاهدة بذلك.
- 5- القضاء على المشاعر الوطنية والهوية الثقافية، وربط الإنسان بالعالم لا بالدولة لإسقاط هوية الدول.¹

المطلب الثاني: العولمة المالية آثارها ومنافعها.

وليس هناك ثمة إجماع بين الاقتصاديين على آثار العولمة المالية ومنافعها بالنسبة للاقتصاد العالمي، فهناك من يثبت جدواها في تدعيم الاستقرار بين الدول أو في انتقال الدول من مستوى تنموي معين إلى مستوى أعلى، في حين يرى آخرون أن إطلاق العنان أمام تدفقات رأس المال من شأنه تدمير الاستقرار المالي العالمي.

وإجمالاً فإنّ العولمة التي فرضها الواقع العالمي على اقتصاد العالم الثالث ومن ضمنهم العالم العربي جعلت اقتصادياتها تابعة للاقتصاد الأمريكي والأوروبي وكان هناك قول مشهور " أنه إذا عطس بوش أصيب العالم بأنفلونزا".²

¹ - د. نعيم إبراهيم الظاهر ، إدارة العولمة وأنواعها ، مرجع سبق ذكره ، ص 82 . 83.

² - د ، مصطفى يوسف كافي ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات ، الطبعة الأولى ، دار الرواد للنشر والتوزيع ، 2013 ، عمان ، الأردن ، ص 247.

المطلب الثالث: مؤشرات العولمة وانعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

نظرا للتطور السريع الذي شهدته العولمة قام بعض الباحثين بوضع أداة لقياس هذه الظاهرة وانتشارها، سميت بمؤشر العولمة، وقد بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية "فورين إيفرز" ومجموعة "أي تيكربي" الاستشارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العولمة منذ عام 2001م لقياس درجة التكامل والاندماج في الاقتصاد العالمي. وقد دخل في المؤشر 50 دولة ثم ارتفع العدد إلى 62 دولة في العامين التاليين منها دول صناعية ودول نامية تشكل في مجموعها 95% من حجم الاقتصاد العالمي.

وقال معدو المؤشر إنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000م بانفجار ما يدعى بفقاعة الأسهم شركات التكنولوجيا والأزمة التي شاهدها الأرحنتين وقبلها الأزمة الآسيوية وتباطؤ النمو الاقتصادي، كل هذه العوامل لم تؤثر في إنهاء تيار العولمة أو تحدث نوعا من التفكك في اقتصاد العولمة أو تضاعف الأثر البيئي السلبي للعولمة عكس ما يصرح به بعض معارضو العولمة.

ويمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- 1- الترابط بين البورصات.
- 2- عولمة الأسهم والسندات.
- 3- الدور المتزايد لتكنولوجيات المعلومات في عولمة الأسواق المالية.

أولا: الترابط بين البورصات

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك، ويمكن الربط بين البورصات بأساليب وآليات مختلفة منها على سبيل المثال مايلي:

أ- الربط الحاسوبي للبورصات: يقتضي ذلك وجود شبكة من الجوانب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية، فمثلا توجد شبكات المعلومات البريطانية يمكن الربط من خلالها بين بورصة لندن وبورصة باريس وفرانك فورت.

ب- الربط بالوسطاء الماليين: ويمكن ربط البورصات بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات ومسجلين بها. وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

ج- الربط بالشركات المالية العالمية: يمكن الربط بين البورصات الدولية بشكل غير مباشر عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية.¹

د- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق المالية والعملات المتعددة الجنسيات وتعتمد الشركات المتعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغير مكونات محفظة الاستثمار لضمان أعلى عائد وأقل مخاطرة مشتركة.

هـ- الربط بالسياسات المالية: وذلك عن طريق توحيد السياسات المالية بين البورصات من حيث سياسات الإقراض والاقتراض وسياسات الاستثمار وقوانين شركات المساهمة العامة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.

و- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة على الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدفة الربط معها مما يعني أنّ جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

ز- الربط المتكامل: ترتبط البورصات الأوروبية بأكثر من آلية من الآليات المذكورة أعلاه، حيث ترتبط بالحواسب الإلكترونية والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح المالي والربط التنظيمي والتشريعي. وتستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

ثانيا: عولمة الأسهم والسندات

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينات وبداية الثمانينات وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات، كل ذلك خلق فرص كبيرة في المؤسسات بإصدارها سنداتها على

¹. محمد الهامشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 63. 64.

المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني. ولقد أدى ميل المستثمرين للأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين البنوك الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية أو قابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق (الأورو - أسهم) ويتم إصدار هذه الأسهم في السوق الدولية، ويمكن القول أن ميلاد سوق (الأورو - أسهم) كان متأخراً مقارنة بالسندات وسوق الصرف.

ثالثاً: الدور المتزايد لتكنولوجيا المعلومات في عولمة الأسواق المالية

لقد ساهمت التطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات مساهمة فعّالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية وولّدت توجه عالمي نحو الأسواق المالية، والتي أصبحت مرتبطة في ما بينها بوسائل جد متطورة مما أدى إلى زيادة رسيمة البورصات العالمية وزيادة حجم التعامل في أسهمها، وتمّ التغلب على الحواجز المكانية والزمنية بين الأسواق العالمية، وانخفضت تكلفة الاتصالات المختلفة بدرجة كبيرة وأصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة، وهو الأمر الذي كان له الأثر البالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر.¹

¹ - محمد الهامشي حجاج ، أثر الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 64 65.

المبحث الثاني: الأزمة المالية (2008م) ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة.

لقد تعرضت الأسواق المالية العالمية منذ التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تميزت بسرعة انتشارها و تباين أسباب حدوثها أدت إلى تراجع الاقتصاد العالمي و إلى إفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية حول العالم وأبرزها الأزمة المالية العالمية 2008م وتعود بصورة رئيسية إلى التداخل الكثير من الأسباب المالية و التنظيمية و التي كان لها الأثر السلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر .

المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية 2008م (النشأة،العناصر، الأنواع)

تعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوء منذ الكساد الكبير على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين.وقد حَمَلت الدول الأوروبية مسؤولية الولايات المتحدة الأمريكية في حدوث الأزمة،وهو ما لم تنكره الولايات المتحدة نفسها،وإن أكدت في ذات الوقت مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث الأزمة وبشكل خاص بعض الدول الآسيوية،كما أكدت على ضرورة مشاركة المجتمع الدولي لها في اتخاذ الإجراءات الكفيلة بمواجهتها والتخفيف من حدتها.¹

أولاً: نشأة الأزمة المالية العالمية

أ- بدأت الأزمة المالية شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2007م ثم اندلعت نيرانها في سبتمبر 2008م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق استثمار،وامتدت إلى جميع أنحاء العالم وإلى جوانب الاقتصاد في صورة ركود يجيم على حركة الأسواق وانخفاضات في معدل النمو.

ب- وكان سبب الأزمة القروض الربوية الهائلة التي قدمتها المؤسسات المالية والتي بلغت 11 تريليون دولار لشراء المنازل،بالإضافة إلى قروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان بلغت حوالي 11 تريليون دولار أيضاً،ثم قامت المؤسسات المالية ببيع هذه القروض إلى شركات توريق،وإعادة إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية،وقامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في الأسواق المالية،وتم تداولها بإعادة بيعها لآخرين و منهم إلى غيرهم في تيارات متتالية،وذلك بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية.وفي المقابل قام

¹ - محمد الهامشي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 96.

المقترضون أصحاب المنازل بإعادة رهن العقارات بعد تقييمها بمبالغ أكثر من قيمتها الأصلية، والحصول على قروض من مؤسسات أخرى باعت بدورها هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول.¹

ج- وفي خطوة ثالثة تم إصدار أدوات مالية (مشتقات)، للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى ويتم تداولها منفصلة عن السندات، وبالتالي حملت المنازل بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمة هذه المنازل وانقطعت الصلة بين حملة السندات وبين المقترضين بضمان العقارات، ولما تشبع السوق العقاري وقل الطلب انخفضت أسعار العقارات، وفي ظل تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحاب المنازل على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها وهنا بدأت أسعار السندات في الإنخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة وتوقفت المؤسسات المالية عن الإقراض نظرا لتعثر المقترضين السابقين وبالتالي قل الطلب مرة أخرى على العقارات فانخفضت قيمتها.

د- ومن المقرر قانونا أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض على الرغم من بيعها للقروض تعتبر مسؤولة مع شركات التوريق عن متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات.

وبتوقف المقترضين عن السداد تركوا المنازل للمؤسسات المالية التي أصبحت قيمتها أقل بكثير من قيمة القروض فضلا عن عدم إمكان هذه المؤسسات بيعها للركود الحاصل في سوق العقارات. وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئة لا يمكن تحصيلها فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهة السحب فأعلنت إفلاسها وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري التي تقدم قروض أيضا فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية.

هـ- وفي تطور مترتب على ذلك قامت شركات التمويل العقاري والبنوك بالاتفاق مع مشتري العقارات على التأمين على سداد القروض في شركات التأمين مقابل أقساط وعندما عجز المشترون عن دفع الأقساط كانت شركات التأمين مطالبة بالسداد، وعند تفاقم المشكلة عجزت هذه الشركات عن توفير السيولة اللازمة لدفع التعويضات فدخلت دائرة التعثر والإفلاس وأصبحت كل هذه الأطراف تتنازع ملكية المنزل وهي صاحب

¹ - د عبد العزيز قاسم محارب ، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج ، الدار الجامعية الجديدة ، 2011 ، الإسكندرية ، ص 40-41.

المنزل، وشركات التمويل العقاري، والبنوك وشركات التأمين. فانخفضت أسعار المساكن وأسعار السندات التي طرحت برهن المنازل وتعقدت المشكلة.

و- ومع توقف البنوك عن منح قروض جديدة لم تتمكن الشركات الإنتاجية من صناعية، وزراعية وتجارية، وخدمية، من تمويل عملياتها مما أدى إلى تقليل نشاطها والاستغناء عن بعض العمالة لتفاقم مشكلة البطالة ودخل الاقتصاد في مرحلة ركود متتابة وفشلت الحكومة في احتواء الأزمة المالية على الرغم من المبالغ الضخمة التي ضختها للمؤسسات المالية.¹

ثانيا: عناصر الأزمة المالية

تشير الدراسات في ضوء التعريفات السابقة إلى ضرورة توافر ثلاثة شروط في الظروف التي ترشح لحدوث أزمة وهي:

أ- المفاجأة وعدم التوقع

إذ لا يجد صاحب القرار نفسه في أزمة ما، إلا إذا حدثت ظروف تتسم بعدم التوقع، تهدد المصالح الأساسية المنوط به حمايتها كلها أو بعضها وفي هذه الحالة، يمكن أن تتسم قراراته بعدم الرشاد، وينقصها التخطيط الكافي المبني على أسس موضوعية، وقواعد علمية. ويقدر المفاجأة في حدوث الأزمة وقدر عدم توقعها، تكون قوة قسوتها، وعدم مقدرة صاحب القرار على اتخاذ الإجراءات الملائمة، الكفيلة بمواجهتها.

ب- التهديد للمصالح الأساسية للدولة

إن مجرد المفاجأة في حدوث المشكلة لا يكفي لكي تدخل هذه المشكلة في مصاف الأزمات وإنما يجب أن تتصل المشكلة فضلا عن ذلك بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة. وهذا يعني أننا نكون إزاء أزمة مالية كلما حدث تهديد مفاجئ وغير متوقع لهذه المصالح المالية. ويقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية، مما قد يؤدي بصانع القرار إلى عدم التأني في إصداره، ويصعب عليه الترجيح بين البدائل المختلفة للخروج من الأزمة، أو التفكير في أسبابها.

¹ - د ، عبد العزيز قاسم محارب ، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج ، مرجع سبق ذكره ، ص 41 - 42.

ج- الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار

كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة، كلما كان ذلك دليلاً على حدتها. وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها، بحيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصيراً، وبالعكس.¹

لأن إحساس مصدر القرار بضيق الوقت الذي يسمح له بالتدخل لنجدة المصالح التي تهددها هذه الأزمة يكون حائلاً بينه وبين دراسة البدائل، التي يمكن له الاختيار من بينها لاختيار البديل الأكثر ملائمة لمواجهتها، وقد يدفع هذا بصاحب القرار إلى محاولة إطالة وقت الأزمة، حتى يستطيع اتخاذ قرارات رشيدة في مواجهتها.

ويرتبط العمر الزمني للأزمة بمدى تشابك موضوعاتها، أو تعدد أطرافها. إذ تزداد حدتها، كما ترتفع درجة الصعوبة في التعامل معها بحسب كثرة تداخل المصالح التي تهددها. فعندئذ يتسم الوقت المتاح لاتخاذ القرارات الملائمة بشأنها بضيقه، وعدم كفايته.

ثالثاً: أنواع الأزمات المالية

هناك نوعان من الأزمات المالية التي تتعرض لها الدول: أزمات مالية تتعلق بسوق السلع والخدمات العينية (الاقتصاد العيني أو الحقيقي)، وأخرى تمس رؤوس الأموال (الاقتصاد النقدي).

أ- الأزمات العينية :

وهذه الأزمات يعكسها الميزان التجاري للدول، حيث يقيس مقدار صادراتها في مقابل مقدار وارداتها، وكلما كان هناك عجز في الميزان التجاري، احتاجت الدولة إلى التدخل لزيادة صادراتها، من خلال زيادة الإنتاج العيني للسلع والخدمات. فإذا لم تنجح في هذا، وتزايد العجز في ميزانها التجاري سنة بعد أخرى، كانت النتيجة في تزايد مستمر في ديونها الخارجية. وربما يصل بها الأمر في النهاية إلى التوقف عن سداد هذه الديون. فتكون أمام أقصى الأزمات التي يمكن أن تقع فيها.

أما عن نقص الصادرات خصوصاً في الدول النامية فيرجع إلى ما يطلق عليه "دورة الأعمال أو BUSINESS CIRCL" في الدول الصناعية المتقدمة، حيث يساعد ازدهارها الصناعة المتقدمة، حيث يساعد

¹ - د ، إبراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، الدار الجامعية ، 2009 ، الإسكندرية ، ص 19.

ازدهار الصناعة في هذه الدول على تنشيط الطلب على الموارد الأولية التي تصدرها الدول النامية، وعلى العكس من ذلك ينكمش الطلب على صادرات الدول النامية في فترات الكساد التي تحل بالدول الصناعية المتقدمة، فتعجز الدول النامية عن استيراد ما تحتاج إليه من سلع ضرورية، وخاصة عند ارتفاع أثمانها، كما حدث في أزمة البترول سنة 1973م عندما تسبب ارتفاع أسعاره في تراكم الديون على الدول النامية والناشئة في مجال التصنيع.

ب- الأزمات النقدية

تنتج الأزمات النقدية بصفة أساسية بسبب زيادة تكلفة الائتمان، وزيادة معدل الفائدة على القروض المحلية والخارجية التي تحصل عليها الدولة، وتزايد معدل التضخم بما ذلك أنّ حصول الدول النامية على قروض من الدول والجهات الأجنبية، يعني التزامها بسداد أصول هذه القروض وفوائدها في آجال استحقاقها. وعند الاتفاق على الإقراض بسعر فائدة ثابت، تكون المخاطرة محسوبة. أما عند الاقتراض بمعدلات فائدة متغيرة، فإنّ أي تغير في سعر الفائدة على العملات الأجنبية بالزيادة يؤثر سلباً على قدرة الدول المدينة على السداد، وهنا تنشأ الأزمة المالية.¹

¹ - د ، إبراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، مرجع سبق ذكره ، ص 20 - 24 - 25.

المطلب الثاني: أسباب وقنوات انتشار الأزمة المالية (2008م).

لقد تشابكت العديد من الأسباب وتضافرت مع بعضها البعض لتشكل وتتسبب في الأخير بحدوث الأزمة المالية العالمية، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاعها فيما يلي:

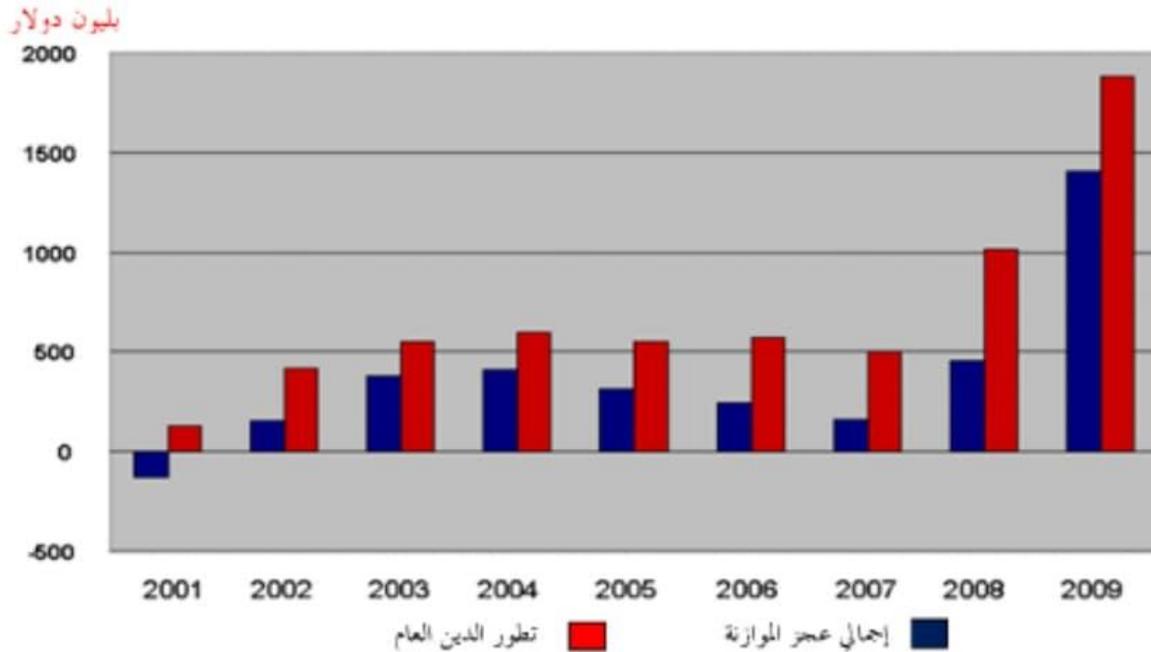
أولاً: تغير ظروف الاقتصاد الأمريكي

حيث يعاني الاقتصاد الأمريكي من عدة إختلالات منذ فترة طويلة أبرزها:

أ- عجز الميزانية: يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008م بمبلغ 410 مليار دولار أي 2,9% من الناتج المحلي الإجمالي، وهكذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية، ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية، كما أنّ الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلا من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.¹

¹ - محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 60.

الشكل (02 - 03): إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة (2001 - 2009).
 (2009).

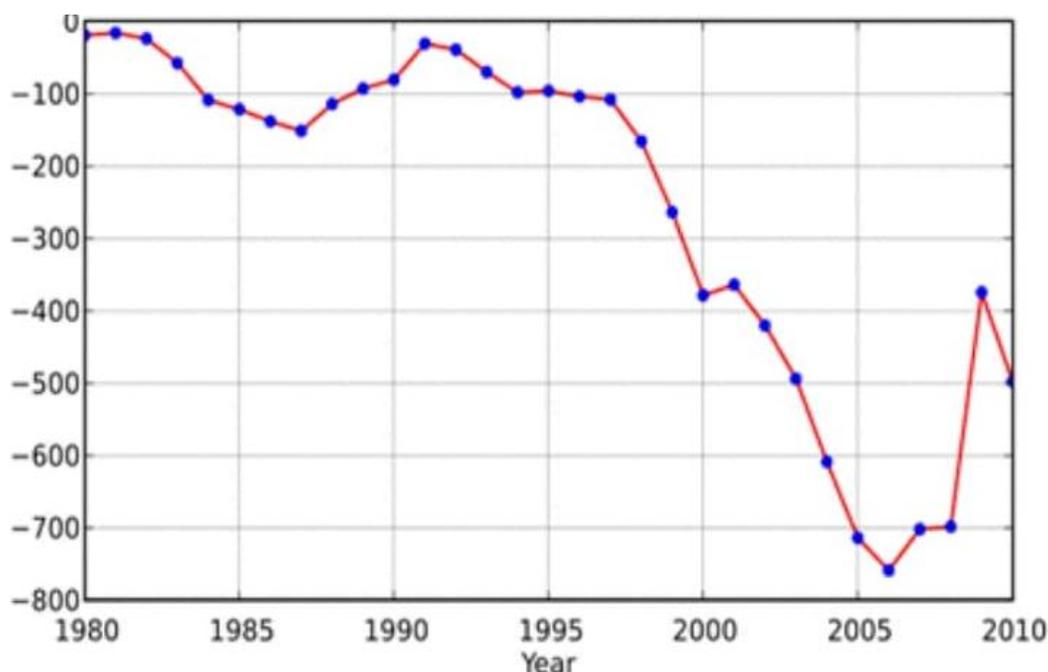


المصدر: محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 - 2009 ، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير ، 2011 - 2012 ، ص 60.

ب- العجز التجاري:

يلاحظ أنّ العجز التجاري الأمريكي يزداد منذ عام 1971م، إذ أنّه لم يسجل أي فائض بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2006م إلى 758 مليار دولار، ويعود السبب الأساسي في ذلك العجز إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الاستهلاك.¹

الشكل (02 - 04): العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة 1980 - 2010



المصدر: محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية عالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 - 2009، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير، 2011 - 2012، ص 60.

¹ - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، نفس المرجع السابق، ص 60.

ج-المديونية:

أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (للإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4,3 تريليون دولار في عام 1990م إلى 8,4 تريليون دولار في عام 2003م، وإلى 8,9 تريليون دولار في عام 2007م، وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة، يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.

ثانيا: أسباب أخرى للأزمة المالية العالمية

إضافة إلى الأسباب المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي هناك أسباب أخرى ساهمت أيضا إما في نشأة هذه الأزمة أو في تفاقمها بعد نشأتها ويمكن إجمال أهمها في مايلي:

أ-توريق الديون العقارية:

وهي عمليات يتم فيها تحويل الدين إلى أوراق مالية للتداول بحيث ينقل الخطر إلى طرف ثالث، وتقوم البنوك بتوزيع مخاطرها على غيرها لقاء هامش فائدة إضافي كانت تفرضه على المقترضين ولكن عندما انفجرت فقاعات الإسكان بوصول القروض المكشوفة إلى حدود غير محتملة للبنوك واكتشاف الكم الهائل من صكوك التوريق الخاصة بالديون العقارية غير القابلة للبيع ولا قيمة لها، كان الأمر بمثابة العاصفة الهوجاء التي أطاحت بعشرات البنوك الأمريكية.

ب-الزيادة في قروض الأعباء العقارية:

وبالذات في الولايات المتحدة الأمريكية أثناء الانتعاش المفاجئ في قيمة العقارات وعدم القدرة على تسديد أقساطها بسبب ماتلى ذلك من هبوط حاد في قيمتها مع تزايد سعر الفائدة.¹

ج-عدم الشفافية ووضوح البيانات المالية وسوء الإدارة:

¹- محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 60-61.

يعتمد تقييم المشاريع المراد الاستثمار فيها وإجراءات منح البنوك للانتماء المصري لعملائها على البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالوحدات الاقتصادية.

د- انعدام الثقة لدى المؤسسات المالية:

من الأسباب المألوفة للأزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم في ما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية بعد نشوئها إذ امتنعت هذه المؤسسات على إقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على سحب أموالهم لديها.

هـ- انخفاض سعر صرف الـيوان (اليوان):

إنّ سعر الصرف الـيوان جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية ودفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة وضفتها في شراء سندات خزينة أمريكية وسندات قروض مدعومة ورهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض وتسبب في هذه الأزمة.¹

¹ - محمد الهامشي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ، مرجع سبق ذكره ، ص 63.

المطلب الثالث: أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة.

كما يرى البعض أنّ آثار الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على الأسواق العالمية يتم على النحو التالي:

أ- نحو تشديد الإطار الرقابي للأسواق المالية العالمية:

لقد كانت التوجهات العامة لقمة العشرين G20 والمنعقدة بلندن في 2 أبريل 2004م بالإضافة لإعلان وزير الخزانة الأمريكي عن خطته المعروفة بخطة قاينتر (LEPIANGHEITNER) والمتعلقة بتطهير القطاع البنكي الأمريكي من المنتجات المالية الخطرة التي كان لها آثار إيجابية على أداء الأسواق المالية العالمية.

بحيث أنّ المؤشرات الاقتصادية المتعلقة بثقة المستثمرين لا تزال سلبية إذ لا يجب أن نتغافل عن حقيقة حجم الأضرار الفادحة التي لحقت بالبورصات الأمريكية والأوروبية والتي برّرت تدخل الدول الكبرى عبر مخططات إنقاذ ضخمة لمساندة أداء المؤسسات المالية المتضررة من الأزمة وذلك قصد إعادة تكوين رأسمالها.

ومن جهة ثانية فإنّ بعض الخبراء الاقتصاديين يؤكدون على أنّ بعض بوادر انفراج الأزمة الحالية قد بدأت بالفعل في التشكل وفي ذلك تعزيز للثقة المفقودة في أداء الأسواق المالية ومن بين تلك البوادر نذكر:

1- لأول مرة منذ 6 أشهر لم يتقهقر مؤشر "الإنتاج الصناعي العالمي" بل حافظ على مستوياته المألوفة، ولا ينبغي أن يغيب عن أذهاننا أنّ هذا المؤشر يعكس بصورة مباشرة درجة مقاومة الاقتصاد الفعلي "الواقعي" لتأثيرات الأزمة المالية والتي انبثقت بشكل مباشر من نشاط الأسواق المالية العالمية.

2- كما نلاحظ كذلك بداية انتعاش نسبي ومحدود للقطاع العقاري الأمريكي (والذي كان كذلك سببا مباشرا لاندلاع الأزمة وأحد أكبر المتضررين منها في آن واحد).

يستلزم على أنّ ذلك التآرجح ما بين (التفاؤل والتشاؤم) بالنسبة لاقترب بداية نهاية الأزمة الراهنة لا ينبغي له أن ينسبنا درجة الحاجة لضبط إطار رقابي ملزم للأسواق العالمية للآليات الكفيلة بذلك.

ب - طبيعة آليات الرقابة صلب الأسواق المالية:

ينبغي التفرقة ما بين ثلاثة أصناف من آليات الرقابة:

1- آليات رقابة تتعلق بالتنظيم الداخلي للأسواق المالية ومنها:

1-1- وضع نظام ناجع لتبادل المعلومات حول "المخاطرة" فيما بين كافة المتدخلين الرئيسيين صلب السوق المالية.

1-2- ضمان نجاعة " المراقبة " صلب السوق المالية وذلك عبر:

1-2-1- تدعيم أنظمة استشعار المخاطر والتوقي منها.

1-2-3 وضع خطة تصرف خاصة بالأزمات حين تشكلها.

1-2-4 خلق وبعث " منظمة عالمية " تختص بالبحث والتقصي في وضعيات استغلال النفوذ للتهرب المالي والجرائم الاقتصادية (FINANCIER INTERPOL).

1-2-5 وضع هياكل عملية تهتم بتأطير العمليات المالية المجرات في الأسواق المالية الموازية وغير الرسمية (نظام (OVER THE COUNTER).

2- آليات الرقابة ذات الطبيعة المحاسبية ومنها:

1-2-1 تحسين شفافية آليات " التسديد " وضبط المعايير المحاسبية المنطبقة عليها.

2-2-1 تدعيم طرق التعامل والمسك الحاسبي للوسائط الخارجية عن الموازنة (véhicules hors-bilans).

2-3-1 تنمية الأصول المالية غير الجارية (valorization d'aitifs a llquids).

2-4- ضرورة ضبط التوازن ما بين المعايير المحاسبية والمعايير الوقائية ووجوب تقديرهما بصفة مشتركة.

3- آليات الرقابة ذات الطبيعة الاقتصادية العامة:

3-1- ضبط حدود الدين لرأس المال المؤسسات المالية والبنكية.

3-2- وضع آليات تصرف صارمة بالنسبة للسيولة المالية وكذلك " المخاطر ".

3-3 إعادة تقدير سياسة الأجور والحوافز بالنسبة لمحصل الصناعة المالية العالمية.

3-4-4- ضمان حوكمة المؤسسات الاقتصادية العلمية.¹

ج- أثر هذه الأزمة على البورصات الأمريكية:

من المعلوم أنّ الولايات المتحدة الأمريكية قد مرت بفترات متعاقبة من الركود الاقتصادي، وكان متوسط انخفاض أسواق المال خلال هذه الفترات حوالي 1،31%، باستثناء فترتين من هذه الفترات هما: (فترتي 1973م - 1974م) و (2001م - 2002م) حيث وصل معدل الانخفاض إلى حوالي 50% أما أثناء فترات الكساد الكبير فكان الأمر مختلفاً، حيث شهدت الأسواق المالية أسوأ انهيار في شهر يوليو عام 1432م، وانخفضت الأسهم بنسبة 90% تقريباً بعد أن كانت في أوجها، واستمر التدمير المصاحب لها، باستمرار العجز عن تسديد الديون وتكاليف ملاجئ تقديم الطعام لمدة عقد من الزمان.

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008م على البورصة الأمريكية هبط مؤشر "داو نجز" "dowjnze" الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة أي بما يعادل 7،3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258، وانخفض مؤشر "ستاندر أند بورز" 500 (standard and boor's500) الأوسع نطاقاً 75 نقطة أي بنسبة 76% مسجلاً 909،9 نقطة بدلا من 984،9. وانخفض مؤشر "ناس داك" "Nasdaq" المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95،2 نقطة أي 5،47% إلى 1645 بدلا من 1740،2 نقطة.

وبدأت البورصة الأمريكية في التذبذب ارتفاعاً وانخفاضاً متفاعلة بذلك مع كل إجراء تتخذه السلطات النقدية في الدولة.

وما حدث في البورصة الأمريكية حدث مثله في كل البورصات على مستوى العالم، وانعكست الجهود الدولية التي تم اتخاذها لمواجهة الأزمة المالية العالمية.²

¹ - د ، مصطفى يوسف الكافي ، الأزمة لمالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات ، نفس المرجع السابق ، ص 143 - 144 - 145 .
² - د ، ابراهيم عبد العزيز النجار ، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي ، نفس المرجع السابق ، ص 72 - 73 .

المبحث الثالث: انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسه على الأسواق المالية الناشئة.

لقد تزايد اهتمام واستعمال العالم للبترول عام بعد عام وهذا السائل يمد العالم بنصف احتياجاته من الحرارة و الطاقة الميكانيكية اللتين يحتاجهما العالم ،ومع تزايد طلب الإنسان على القدرة يزيد طلبه على البترول والعثور على مثل هذه الكميات الهائلة التي يحتاجها هو جزء من عمل الشركات الضخمة في المراحل الأولى لظهوره .

المطلب الأول: عموميات حول البترول.

يعتبر البترول أحد أهم مصادر الطاقة منذ عام 1950م حتى يومنا هذا ،حيث تحضى أسعاره لاهتمام بالغ من طرف الدول المصدرة له من جهة والدول المستوردة له من جهة أخرى وفيما يلي نتعرف على هذا المصدر الطاقوي البالغ الأهمية :

أولاً: تعريف البترول

أ- البترول كلمة من أصل لاتيني وتعني زيت الصخر وهو مادة بسيطة من حيث أنه يتكون كيميائياً من عنصرين فقط هما هيدروجين والكربون ومركب من حيث اختلاف خصائص مشتقاته باختلاف التركيب الجزئي لكل منهما وباعتباره خليط من الموارد الهيدروكربونية والبترول سائل دهني له رائحة خاصة تميزه وتختلف ألوانه بين الأسود الأخضر ،البي والأصفر ،كما تختلف لزوجته تبعاً لكثافته النوعية.¹

ب- أنّ كلمة petroleum تتكون من مقطعين الأول Petra ويعني الصخر والثاني oléum ويعني الزيت وتعني الكلمة باللغة العربية زيت الصخر أو ما يطلق عليه النفط أو البترول ،ويتميز النفط الخام باللون البني الغامق أو الأسود ذات البريق الأصفر الذهبي وتختلف الكثافة النوعية للنفط من خزان إلى آخر ومن حقل إلى آخر وتكون في المتوسط حوالي 0,835 جم /سم مكعب.²

¹ - مشدن وهيبة ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة (1973 - 2003) ، فرع النقود المالية ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم: علوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2004 - 2005 ، ص 19 - 20.

² - زروقي سعاد ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري (1973 - 2013) ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد سياسي شعبة علوم اقتصادية ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، 2014 - 2015 ، ص 03.

ج- يعتبر البترول "النفط" من أهم مصادر الطاقة التي تزايد الاعتماد عليها خاصة بعد فترة الحرب العالمية الثانية وأمام تزايد احتياجات الدول لهذا المورد الناضب من جهة وندرة المصادر البديلة أو غلاء تكلفتها من جهة أخرى، أصبح للبترول دورا رياديا في مسرح الطاقة الدولية وأصبح لهذا المورد دورا يصل حتى في تأثيره على المتغيرات الاقتصادية العالمية.¹

د- البترول سلعة اقتصادية تباع وتشتري في الأسواق المحلية والدولية بأسعار تتحدد وفقا لقوانين العرض والطلب، فالبترول سلعة نادرة قابلة للإنتاج والتوزيع والاستهلاك والتخزين.²

ثانيا: أهمية البترول

يحتل البترول أهمية بالغة على المستوى الدولي وفي مختلف الميادين :

أ- الأهمية الاقتصادية للبترول: فهو يعتبر المصدر الرئيسي للطاقة في معظم العالم وعصب الحياة والقوة المحركة لوسائل النقل، كما أنه مصدر لتوليد الطاقة الكهربائية في محطات الكهرباء وإطلاق الصواريخ في الفضاء، وبعد عدد من التجارب تبين للإنسان أنّ الاستغلال الأمثل له يتمثل في استخدامه في الصناعة البتروكيمياوية، والمنظفات الصناعية والمبيدات الكيماوية والأسمدة، إذ تدر عائدات تقدر بآلاف الدولارات للبرميل الواحد، فضلا عن أهميته الاقتصادية التي تتجلى في ارتباطه بالدخل القومي، خاصة في الدول التي يرتبط دخلها العام بما تجنيه من ضرائب، ودخل عام يعتمد على عائدات النفط التي يفرضي انخفاضها إلى معوقات وعوامل تؤثر على ظروف الحياة وتحدد استقرارها، كما هو الحال بالنسبة للدول النامية التي يشكل فيها النفط أهم عناصر المال اللازم للتنمية.

ب- الأهمية السياسية للبترول: لا يمكن عزل النفط عن النطاق السياسي، فالكثير من القرارات الصادرة عن حكومات الدول بما يتعلق بالقضايا الدولية تأتي وهي متأثرة بمدى اعتمادها على البترول الخام .

فخلال الحرب العالمية الثانية لعب النفط دورا حيويا ليس لكونه وقود للسفن والطائرات والدبابات فقط، وإنما لاستخدامه في إنتاج المفرعات القاتلة مثل مادة "التولين"، كما أنه أقوى الأسلحة التي اعتمدت عليها الدول

¹ - جري زكرياء ، أثر تغير أسعار البترول على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (1990 - 2015) ، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية واقتصاد دولي ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، 2014 - 2015 ، ص 03.

² - داود سعد الله ، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر (2000 - 2010) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص تحليل اقتصادي ، جامعة الجزائر 03 ، 2011 - 2012 ، ص 02.

العربية في حربها ضد إسرائيل، حيث اجتمعت الدول العربية المصدرة للنفط في الكويت، وأصدرت قرارها التاريخي في 1973/10/18 الذي قضى بتخفيض إنتاج النفط العربي بنسبة شهرية لا تقل عن 5% إلى أن يتم إجلاء القوات الإسرائيلية من الأراضي التي احتلتها عام 1967م ويستعيد الشعب الفلسطيني حقوقه ثم رفعت نسبة التخفيض إلى 25% في 1973/11/09 في اجتماع الأوبك العربية بالكويت، وانتهوا أيضا إلى تأكيد خطر وصول النفط إلى أمريكا وهولندا.¹

ج- أهمية البترول على الصعيد الاجتماعي: إنّ بلدان أوروبا الغربية التي دمرتها الحرب العالمية الثانية قد أعيد بنائها بفضل البترول الذي يتألق دوره في المجال الاجتماعي:

1- دور البترول في قطاع المواصلات: حيث أصبح البترول بمثابة الدم للنقل الحديث وتقدر الكميات المستخدمة منه في قطاع المواصلات بحوالي 35% من مجموع البترول المستهلك في العالم ويعتبر البنزين، وقود السيارات، المازوت، وقود الطائرات والبواخر.

2- دور البترول في توليد الطاقة الكهربائية: حيث يؤمن معظم الطاقة الكهربائية المنتجة في العالم فهو الوقود الأفضل في التكلفة والنظافة.²

و كذا يعتبر عاملا من عوامل الإنتاج إلى جانب الأرض، العمل، رأس المال والتنظيم وتعتبر الطاقة البترولية لحد الآن الأوفر والأسهل .

أما من الناحية التجارية تكمن في كون البترول ومنتجاته يشكلان سلعة تجارية دولية لها قيمة مالية ضخمة فالشركات الأجنبية تشتري من الأسواق العالمية أكثرية البترول المستخرج من البلدان النامية.

د- أهمية البترول على الصعيد العسكري: يعادل الطلب العالمي على النفط ذو طبيعة عسكرية حوالي 5% من الاستهلاك العالمي ويزداد في حالة الحروب، ويضل الوقود من الكيروسين أهم المشتقات النفطية التي يزداد عليها

¹ - زروقي سعاد ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري (1973 - 2013) ، مرجع سبق ذكره ، ص 04 - 05.

² - مشدن وهيبه ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة (1973 - 2003) ، مرجع سبق ذكره ، ص 12.

الطلب العسكري على النفط لاستعماله كمصدر للوقود لمختلف آليات الحرب الميكانيكية، كما أنّ من بين أبرز أسباب الحروب في العصر الحديث هو السيطرة على مناطق النفط.¹

ثالثاً: خصائص البترول وأهم الدول المصدرة له.

أ- خصائص البترول:

للبنترول مميزات هامة ترفعه فوق مصاف مصادر الطاقة البديلة نظر لما يلي:

- 1- تركيبه الكيماوي فريد حيث أنّ الهيدروجين المدموج مع الكربون يعطيه خواص لا توجد في غيره من المواد وهذا الدمج تقدمه الطبيعة مجاناً وقد حاول الإنسان تقليد الطبيعة في هذا المجال لكن التكاليف باهظة جداً.
- 2- يؤدي ارتفاع نسبة الكبريت في الزيت الخام إلى تقليل جودته وتخفيض سعره لأنّ احتراقه مع البنزين يؤدي إلى تلوث الهواء.
- 3- البنترول مادة إستراتيجية تتأثر بالعوامل الاقتصادية والسياسية مما يضفي عليها طبيعة دولية وأهمية خاصة .
- 4- البنترول هو المصدر الرئيسي للطاقة ويعتمد عليه التطور التكنولوجي المعاصر والفن الإنتاجي السائد .
- 5- تتركز معظم منابع البترول في الدول النامية بينما يتوفر الفحم في الدول الصناعية.
- 6- تعتبر صناعة البترول من الصناعات العملاقة التي تتضمن مخاطر عالية وتحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة وتتميز بالضخامة والتشابك في مختلف مراحلها.²
- 7- يعتبر البترول مصدراً نامياً يتناقص بكثافة استعماله.
- 8- تبلغ المشتقات البترولية حوالي 80000 منتجاً.³

ب- أهم الدول المصدرة للبنترول.

¹ - بوخشبة هوارية ، دلاس شهيناز ، أثر تقلبات أسعار البترول على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (1980 - 2015) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد مالية دولية جامعة ، د ، الطاهر مولاي سعيدة ، 2016 - 2017 ، ص 08.

² - مشدن وهيبية ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة (1973 - 2003) ، مرجع سبق ذكره ، ص 23 - 24.

³ - بوخشبة هوارية ، دلاس شهيناز ، أثر تقلبات أسعار البترول على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (1980 - 2015) ، مرجع سبق ذكره ، ص 06.

- الجدول (02 - 01): أهم الدول المصدرة للبتترول عام 2000م.

الدول	صافي الصادرات البترولية(مليون برميل يوميا)
السعودية	7,84
روسيا	4,31
النرويج	3,11
فنزويلا	2,66
إيران	2,59
الإمارات العربية	2,18
العراق	2,09
الكويت	2,05
نيجيريا	1,86
المكسيك	1,44
ليبيا	1,29
الجزائر	1,22
المملكة المتحدة	1,06
كندا	0,72

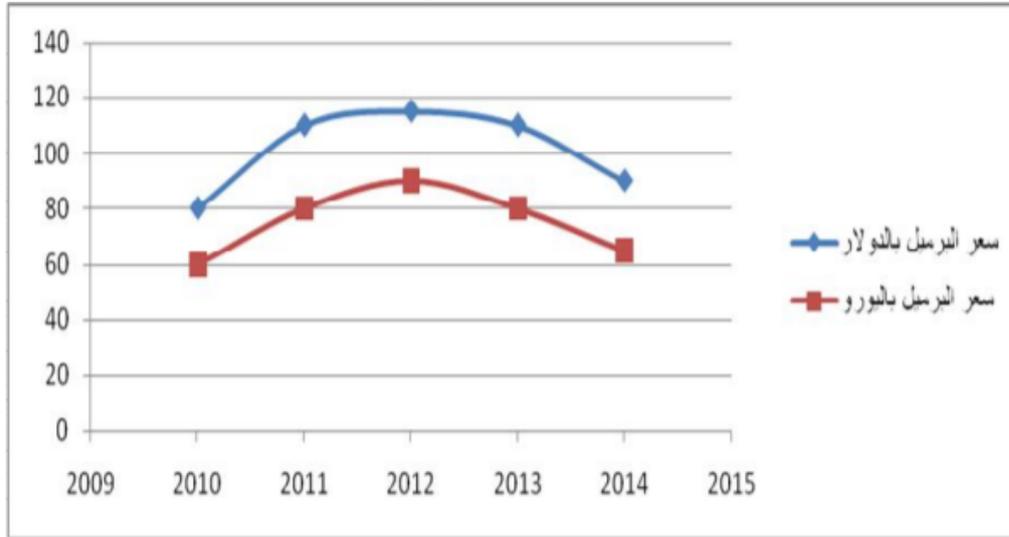
المصدر: مشدن وهيبة ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة (1973 - 2003) ، فرع النقود المالية ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم: علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2004 - 2005 ، ص28.

المطلب الثاني: أسباب تذبذب أسعار البترول في السوق العالمي.

بعد أكثر من ثلاث سنوات من استقرار أسعار البترول في المجال 100 - 120 دولار للبرميل، شهدت بورصة البترول بداية من السادس الثاني من سنة 2014م انخفاض مستمر ومتسارع، وصل هذا الانخفاض إلى أقل من 60 دولار للبرميل في ديسمبر 2014م.

فيما يلي شكل بياني يعرض تطور أسعار البترول من بداية سنة 2010م إلى نهاية سنة 2014م.

الشكل (02 - 05): تطور أسعار البترول في الفترة 2010 - 2014.



المصدر : د ، نصر الدين عيساوي ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، تقلبات أسعار المحروقات وأثرها على الاقتصاديات الربعية (دراسة حالة الاقتصاد الجزائري) ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، العدد الخامس ، جوان 2016 ، ص 55.

يمكن تلخيص أهم الأسباب المؤدية إلى تذبذب أسعار البترول فيما يلي:

أ- تباطؤ معدلات النمو الاقتصادية في غالبية الدول المصنعة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م.

ب- النزاعات الجيو إستراتيجية وبؤر التوتر في العالم لاسيما تلك التي لها علاقة مع الدول المنتجة (العراق، إيران، ليبيا...الخ) أو تلك التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بطرق النقل (أوكرانيا، أفغانستان، سوريا...الخ).

ج- العلاقة غير المستقرة بين العملتين الأكثر استعمالا في التجارة الخارجية يورو/دولار.

د- الاستراتيجيات المحلية الموضوعية من طرف الدول غير النفطية لتحقيق الأمن الطاقوي (الطاقات البديلة) خصائص نمط الاستهلاك الداخلي وكذا الطفرات الناتجة عن اكتشاف الطاقات غير التعاقدية.

هـ- تأثير العلاقات الجيو إستراتيجية على العلاقات الاقتصادية الدولية، من خلال الاتفاق الضمني بين الولايات المتحدة والمملكة العربية السعودية، للمحافظة على حجم العرض الحالي لانخفاض الأسعار لإضعاف روسيا وإيران.¹

¹ - د ، نصر الدين عيساوي ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، تقلبات أسعار المحروقات وأثرها على الاقتصاديات الربعية (دراسة حالة الاقتصاد الجزائري) ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، العدد الخامس ، جوان 2016 ، ص 55.

جدول (02 - 02): أهم الدول المؤثرة على أسعار البترول سنة 2009م.

	أكبر الدول المنتجة		أكبر الدول المستهلكة		أكبر المخزونات		أكبر الاحتياطات (مليار برميل)	
	(مليون برميل/يوميا)	الولايات المتحدة	(مليون برميل/يوميا)	الولايات المتحدة	(مليون برميل)	الولايات المتحدة	(مليار برميل)	السعودية
1	روسيا	9,93	الولايات المتحدة	18,81	الولايات المتحدة	1176	السعودية	267
2	السعودية	9,76	الصين	8,32	اليابان	589	كندا	178
3	الولايات المتحدة	9,14	اليابان	4,44	ألمانيا	284	العراق	115
4	إيران	4,18	الهند	3,11	كندا	195	الكويت	104
5	الصين	3,99	روسيا	2,74	فرنسا	175	فنزويلا	100

المصدر: د ، نصر الدين عيساوي ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، تقلبات أسعار المحروقات وأثرها على الاقتصاديات الريفية (دراسة حالة الاقتصاد الجزائري) ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، العدد الخامس ، جوان 2016 ، ص 56.

أ- من خلال الجدول أعلاه يمكن الوقوف على أهمية العلاقات، التكتلات والصراعات الجيو إستراتيجية والاقتصادية في التأثير على أسعار البترول، نظرا إلى أنّ أكبر المنتجين والمستهلكين للمحروقات هم الدول المؤثرة في السياسة والاقتصاد العالميين.¹

ب- سجلت أسعار البترول الخام انخفاضا حادا خلال النصف الثاني من العام 2014م ليصل سعر البرميل من خام ويست تكساس إلى 53,58 دولار مقابل 110 دولار في نهاية عام 2013م بنسبة انخفاض 51,3% تقريبا، وقد تراجعت الأسعار بشدة خلال النصف الثاني من العام في حين كانت مستقرة تقريبا خلال النصف الأول، وقد حدث هذا الانخفاض على الرغم من إختلالات شديدة في جانب العرض، كان من المفترض أن تؤدي إلى زيادة الأسعار أو إلى تماسكها على الأقل، ونتجت تلك الإختلالات عن الأسباب التالية:

¹ - د ، نصر الدين عيساوي ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية ، تقلبات أسعار المحروقات وأثرها على الاقتصاديات الريفية (دراسة حالة الاقتصاد الجزائري) ، مرجع سبق ذكره ، ص 56.

ج- العقوبات التي فرضتها الولايات المتحدة على روسيا والتي معظمها على القطاع النفطي.

د- العقوبات الأمريكية والأوروبية والدولية المفروضة على إيران والتي ينصب معظمها على القطاع النفطي.

هـ- اضطراب امتدادات النفط من العراق وليبيا وسوريا واليمن بسبب الحروب الدائرة في هذه البلدان.

وحال عودة الامتدادات من هذه البلدان إلى مستوياتها العادية فإنّ هذا سيزيد الضغوط على الأسعار إلى الأسفل.¹

و- ظهور إنتاج النفط الصخري: الذي أتاحته تكنولوجيا التكسير الهيدروليكي والحفر الأفقي وقد أضاف هذا المصدر الجديد حوالي 2،4 مليون برميل يوميا إلى سوق النفط الخام، مما ساهم في حدوث تخمة من المعروض العالمي.

ز- التغير في السلوك الاستراتيجي لمنظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك): تعد منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) أكبر الأطراف الفاعلة في سوق النفط الخام العالمية، وقد شهدت الفترة الأخيرة تغيرا في السلوك الإستراتيجي للمنظمة من خلال تركيزها على الحفاظ على حصتها السوقية على حساب الأسعار. فقد فاجأت المنظمة في اجتماعاتها الأخيرة الجميع باتخاذ القرار بزيادة الإنتاج بالرغم من فائض العرض العالمي وهو ما أدى إلى انخفاض جديد في الأسعار. وهذا القرار جاء على العكس تماما مما قامت به المنظمة خلال فترة الأزمة المالية العالمية (2008 - 2009) عقب انهيار أسعار النفط، حيث خفّضت من الإنتاج مما ساعد على انتعاشها مجددا.

ح- الزيادة المتوقعة في الصادرات الإيرانية: وهذا بعد رفع العقوبات الاقتصادية المفروضة عليها من الغرب بعد التوصل إلى الاتفاق النووي بينهما. حيث تستعد إيران لتصدير 1،26 مليون برميل نفط يوميا بداية من 2016م، وهو ما يعني زيادة في تخمة المعروض العالمي.

ط- تراجع الطلب العالمي وخاصة من الأسواق الصاعدة، كالصين التي تستهلك لوحدها ثلثي الارتفاع الحاصل في الاستهلاك العالمي من البترول. فقد شهدت الصين في الآونة الأخيرة صعوبات اقتصادية تمثلت في انهيار كبير، في صادراتها واستثماراتها التي تمثل ثلثي (3/2) ناتجها المحلي الإجمالي، وهذا راجع أساسا إلى تراجع قدرتها التنافسية في الأسواق الدولية بسبب الارتفاع الكبير في معدلات الأجور المحلية فيها في السنوات الأخيرة.

¹ - زروقي سعاد ، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري (1973 - 2013) ، مرجع سبق ذكره ، ص 28.

ن- الهبوط المتواصل في استهلاك النفط في الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة في ظل التعويض عنه ببدائل أخرى.¹

المطلب الثالث: تأثير انخفاض أسعار البترول على الأسواق المالية الناشئة.

سوف نقوم بالكشف على أهم الآثار الاقتصادية التي يمكن أن تحدثها الأزمات السعرية في صناعة النفط، وبما أنّ معظم الآثار الاقتصادية التي تقع على الاقتصاد العالمي هي نفسها تتكرر في كل مرة ينخفض فيها سعر النفط في السوق:

أ- آثار انخفاض أسعار النفط على الدول النامية غير المصدرة للنفط:

1- أدى انخفاض سعر البترول إلى توقيف الإقراض التطوعي من دول الأوبك، وفي نفس الوقت ارتفعت فيه أسعار الفائدة الحقيقية في الدول الصناعية مما أدى إلى الحد من قدرة الاقتصاديات النامية على الاعتماد على الاقتراض من الخارج لتمويل التنمية أدى ذلك إلى تفاقم أزمة المديونية الخارجية مما أصبح يهدد النظام المالي الدولي بأكمله. إذ أنّ مدفوعات خدمة الدين الخارجي تتم على حساب إمكانية زيادة الاستهلاك أو الاستثمار.

2- أصبحت نسبة هامة من إجمالي حصيلة الصادرات توجه إلى خدمة الدين الخارجي مما قلل من قدرة هذه الدول على تمويل وارداتها ذاتيا. الأمر الذي دفع عدد من الدول النامية إلى استنزاف احتياطياتها من الذهب والعملات الصعبة وبالتالي دفعها إلى الضغط على الواردات الأمر الذي ترتب عليه انكماش داخليا كانت أهم معالمه تدهور مستوى المعيشة وتعطل الطاقات الإنتاجية وانحيار معدلات النمو الاقتصادي بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم بسبب تغطية العجز بالإصدار النقدي (التمويل التضخمي).

3- تضرر الدول النامية غير المصدرة للبترول من انخفاض عائدات شركاتها الهندسية وعقود المقاولات والإنشاءات التي كانت تعمل في الدول البترولية قبل ظهور الأزمة، أضف إلى ذلك تقلص تحويلات العاملين من مواطنيها في الدول البترولية.

¹ - عبد الحميد مرغيت ، تداعيات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري السياسات اللازمة للتكيف مع الصدمة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة جيجل الجزائر، ص 01 - 02 .

ب- آثار انخفاض أسعار النفط على الدول المصدرة للبتترول:

أثرت الانخفاضات المتتالية في أسعار البترول على اقتصاديات الدول النامية المصدرة للبتترول حيث أدى إلى انخفاض العائدات البترولية والفوائض المالية وبالتالي :

1- انخفاض معدل الناتج المحلي الإجمالي في البلدان المصدرة للبتترول.

2- تقلص الإنفاق العام في هذه الدول بسبب تراجع الإيرادات البترولية ومع ذلك كان من المفترض أن لا ينخفض الإنفاق الحكومي بنفس نسبة انخفاض الإيرادات العامة، بسبب ارتباط الإيرادات بعوامل خارجية أي العوائد البترولية والسوق العالمي للنفط في حين أنّ النفقات العامة ترتبط بعوامل داخلية تتمثل في برامج التنمية الاقتصادية وبالضغوط التضخمية في الاقتصاد.

أدى انخفاض الإنفاق الحكومي إلى ظهور عجز في معظم الموازنات العامة للدول البترولية، حيث أثر هذا العجز على هيكل النفقات في الدول المصدرة للبتترول حيث أنّ هيكل النفقات الجارية لم يصبه تغير بعد تقلص العائدات البترولية وإتّما الذي تغير هو الإنفاق الاستثماري والإئتمائي.¹

¹ - جري زكرياء ، أثر تغير أسعار البترول على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (1990 - 2015) ، نفس المرجع السابق ، ص 25-26 .

خلاصة الفصل:

أهم خلاصة يمكن الخروج بها من خلال دراستنا لآثار العولمة المالية على الأسواق المالية الناشئة وصول هذه الأخيرة إلى مراحل متقدمة من تطورها، وأصبح اندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية، ولقد خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكل جديد لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم تتمثل في الأسواق المالية الناشئة.

وتعد الأزمة المالية واحدة من أعنف الإختلالات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، حيث اندلعت وتفاقمت في الولايات المتحدة الأمريكية وقد كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب التدخل المباشر للحكومة الأمريكية ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية.

وقد شهد قطاع المحروقات في العالم تحولات كبيرة على امتداد العقود الأربعة الأخيرة، وذلك سواء في الميدان الصناعي أو على مستوى الأسواق أو في المجال التكنولوجي، ولذلك فإن دراسة السوق البترولية وتبيين العوامل المؤثرة في الأسعار تعتبر ضرورة ملحة في الوقت الراهن.

الفصل الثالث:

دراسة حالة بورصة الجزائر

تمهيد :

ظهر مفهوم كفاءة الأسواق المالية نتيجة التطورات التي شهدتها هذه الأسواق، وقد أثار مفهوم الكفاءة الكثير من التساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته.

ولقد عرفت الجزائر مطلع الثمانينات نقطة انعطاف في مسار اقتصادها الوطني وهذا نتيجة، لفشل التسيير الإداري المركزي، وسياسة الحكومات المتعاقبة في إيجاد موارد بديلة خارج قطاع المحروقات وهو ما انعكس فعلا على الميزانية العامة للدولة وصندوق المدفوعات وخاصة بعد انخفاض أسعار النفط إلى أدنى مستوياتها في الأسواق الدولية، أدى هذا إلى تدهور قيمة الدينار كون أكثر من 90% من صادرات الجزائر من النفط والقيمة النقدية للدينار يتم تحديدها على أساس الربح الذي يأتي من البترول، هذا الانخفاض في القدرة الشرائية للعملة تبعته مجموعة من الإختلالات كارتفاع الأسعار والزيادة في معدلات التضخم والتراجع الكبير في التنمية الاقتصادية.

كما أشرنا إلى تأثير كل من العولمة والأزمة المالية العالمية وكذا انخفاض أسعار البترول على بورصة الجزائر وقسمنا هذا الفصل كآتي :

المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الثاني: بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر.

المبحث الأول: كفاءة الأسواق المالية الناشئة.

بالرغم من الدراسات والأبعاد التي أجريت لاختبار صحة فرضية كفاءة الأسواق المالية تبقى دراسة هذه النظرية واحدة من النظريات الأكثر إثارة للجدل في المجالات الاقتصادية والمالية، بغض النظر عن أهمية الكفاءة في النظرية المالية عامة والأسواق المالية خاصة فإن جميع الدراسات تدعو إلى وجوب افتراض الكفاءة.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ.

أولاً: مفهوم الكفاءة.

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

أ- يقصد بالكفاءة الاستخدام الرشيد للموارد المتاحة والذي يحقق أقل مستوى للتكلفة دون التضحية بوجود مخرجات المؤسسة، وهو ما يعرف بكفاءة التكلفة أي قدرة المنشأة على تخفيض نفقاتها من أجل حجم معين من المخرجات.

ب- كما تعرف الكفاءة على أنها نسبة المخرجات الفعلية (المحققة) على المخرجات القياسية أو المخططة.

ج- تعني الكفاءة قدرة المؤسسة على تحقيق الزيادة في الإنتاج وتقليل التكاليف، بمعنى حسن استغلال الموارد المتاحة من أموال وقوى بشرية وتجهيزات الإنتاج أي رفع إنتاجية الموارد المتاحة من حيث المردود الكمي والنوعي وبأقل نفقات ممكنة.¹

د- تعني الكفاءة القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية، ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.²

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014 - 2015 ، ص 67 - 68.

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر ، 2005 - 2006 ، ص 105.

هـ- السوق الكفاء هو الذي يتمتع بقدرة عالية من المرونة والتي تسمح بتحقيق استجابة سريعة بأسعار الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في تحليل البيانات والمعلومات الداخلة في السوق مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والحقيقية للأوراق المالية.¹

و- كما تعتبر الكفاءة على أنها عقلانية العملاء والمستثمرين سواء كان ذلك في سلوكهم أو توقعاتهم وبالتالي يمكن اعتبارها شرط ضروري لتحقيق الكفاءة على وجه الخصوص بما أن السعر المعروض يعكس كافة المعلومات المتاحة وبالتالي سيتم بناءه على أساس توقعات الأرباح.²

ثانيا: مفهوم كفاءة السوق المالي الناشئ.

أ- يعتبر الاقتصادي الشهير بول "سام ويلسن" pull Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية.

ب- فالسوق الكفاء: هو الذي يعكس سعر السهم فيه كافة المعلومات المتاحة عنه مهما كانت هذه المعلومات سواء تمثلت في القوائم المالية أو في معلومات تبنيتها وسائل الإعلام أو في التسجيل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، 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.

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

¹ - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، مجلة الدنانير ، العدد الثالث عشر 2018 ، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها دراسة تحليلية (سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا) ، جامعة الأنبار كلية الإدارة والاقتصاد ، ص 62.

² - العجاج فاطمة الزهراء ، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية (دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب) ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير ، مدرسة الدكتوراه: التسيير الدولي للمؤسسات تخصص مالية دولية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان ، 2009 - 2010 ، ص 83.

■ 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.

ويتضمن السوق المالي أنواعا مختلفة من المستثمرين وذلك حسب درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال وتمثل في المستثمرون قليلي الخبرة والمستثمرون المحترفون.¹

ج- السوق المالي الكفاء: وهي السوق التي تتسم بالتنافسية، أي أن أسعار الأصول وعوائدها تتحقق وفقا لقوى العرض والطلب، وكذلك يتميز سلوك المتعاملين فيها بالرشادة مع افتراض تشابه المعلومات المتاحة لكل المستثمرين، وتتحدد قراراتهم الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.

د- السوق المالي الكفاء: هي السوق المتسمة بالكفاءة والتي فيها تتقلب أسعار الأدوات بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة والتي تعكس بدورها بشكل عقلاي كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة، وتعديل هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة.

هـ- السوق المالي الكفاء: وهو السوق التي تكون فيها الأوراق المالية تعكس بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة.²

و- يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية: على أنه السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة فيها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية.³

ز- مما سبق ذكره من المفاهيم أعلاه لكفاءة الأسواق المالية بأن هذه الكفاءة تتركز على توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين في هذه الأسواق، وذلك لتجنب عدم التماثل في المعلومات. أي أن أسعار الأدوات المالية وخاصة الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعة لها، ولأن من الوظائف الأساسية للأسواق

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 68 - 69.

² - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، مجلة الدنانير ، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها ، مرجع سبق ذكره ، ص 62.

³ - العجاج فاطمة الزهراء ، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية (دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب) ، مرجع سبق ذكره ، ص 184.

المالية كما مر سابقا هو تخصيص الموارد المالية للمشاريع التي تكون إنتاجياتها أكبر، لذا يجب تحقيق الكفاءة لتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل لذلك يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية.¹

المطلب الثاني: متطلبات السوق المالي الكفاء الناشئ وخصائصه.

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 ومن حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي.

أولا: متطلبات السوق المالي الكفاء الناشئ

أ- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناعة السوق فرصة إلى تحقيق هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية للمعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يجعلهم يبذلون جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعلومات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.²

ب- الكفاءة الاقتصادية: وفي هذا النوع من الكفاءة يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وبين انعكاسها على الأسهم، وفي هذه الحالة القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة وتقوم على مبدأ تعظيم الأرباح ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يجب أن تتوفر سمتان أساسيتان هما كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير.³

¹ - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، نفس المرجع السابق ، ص 63.

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 107.

³ - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، مجلة الدنانير ، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها دراسة تحليلية (سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 64.

ج- 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.

د- 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 للسعر¹.

فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف².

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:

1- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفصح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.

2- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

3- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية وهذا يجعل جميع توقعات المحللين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات.

4- تهيئ القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.

ثانيا: خصائص السوق المالي الكفء الناشئ .

وتتمثل خصائص السوق الجيد فيما يلي :

أ- السيولة: حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية والمقصود بالسيولة هي إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة وبدون تحمل خسائر مالم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة وبالتالي تعرف الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة حيث أنه إذا قلت سيولة الأصل ثقل قابليته للتسويق.

¹ - مونية سلطان ، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 75- 76.

² - العجاج فاطمة الزهراء ، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب ، مرجع سبق ذكره ، ص 185.

ب-العقلانية: أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق .

ج-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 .

د-شمولية السوق: ونقصد بها أن السوق المالية تمتاز بالاتساع إذا كان حجم التداول كبير الناتج عن أوامر العرض والطلب حيث بسبب حجم التداول في الأسواق ذات الاتساع فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض ضيقا .

هـ-حيوية السوق: عند حدوث خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق فيجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن،وعندما تتزايد الأوامر على السوق بسبب أي تغيير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق.

و-استمرارية السعر: وهي أحد المكونات الرئيسية للسيولة ونقصد بها (استمرارية السعر) أن الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر .

ز-الأمن: 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 .

ح-المنافسة الكاملة: ويطلق عليها أيضا بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يتوفر لهم أي لكل واحد منهم فرصا متساوية ومتعادلة.

ط-عمق السوق: أن الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية الأسعار تتطلب وجود عمق في السوق ويقصد بعمق السوق هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين المستعدين دائما 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 والمشترين فوراً للتداول مما يؤدي بذلك إلى ضبط التغيير الكبير في السعر ويكون العكس في الأسواق الضحلة وهي التي عكس العميقة.¹

¹ - مونية سلطان ، كفاءة لأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 76 - 80.

المطلب الثالث : الشروط والمستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

أولاً: الشروط المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

هناك مجموعة من الشروط يجب أن تتوفر في السوق المالي لكي يكون هذا السوق كفاء وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

أ- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية *informationly efficient* وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استنادا لتجانس معلوماتهم.

ب- وجود عدد كبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنح كثرة الاستثمار أو الهيمنة لأحدهم على السوق ويصبح المستثمرين أقرب إلى متلقي السعر *price taker*.

ج- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن السوق من القيام بدورها.

د- توافر التقنية المناسبة المتمثلة في شبكة اتصالات متقدمة وشبكة الكترونيات متطورة لربط الأسواق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.

هـ- المرونة وهو الاتسام بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر.

و- توافر الإفصاح والعلانية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها في نشرة مكتوبة.

ز- انخفاض تكلفة المعاملات يؤثر على تكلفة القرار الاستثماري، بحيث أن ارتفاعها يؤدي إلى الحد من التوسع في الاستثمار.

ح- وجود الاستمرارية والتنظيم فيها فلا بد أن تكون البورصة سوق مستمرة.

ط- وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة.¹

ن- يجب توافر المنافسة الكاملة.

ف- توفر السيولة للأوراق المالية التي يقوم ببيعها وشرائها.¹

¹ - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا، مرجع سبق ذكره، ص 72.

ثانيا: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

من المستويات التي مرت سابقا لكفاءة السوق المالي هي قدرة هذا السوق على توفير المعلومات المتاحة لكل المتعاملين فيه بدون أي استثناء، وبالتالي انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة في هذا السوق لذلك فإن هذه الكفاءة يمكن تصنيفها إلى مستويات عديدة وهي:

أ- المستوى القوي: ويوفر هذا المستوى للمتعاملين في السوق المالي المعلومات سواء كان مصدر هذه المعلومات بيانات منشورة أو تاريخية، أي أن تكون جميع المعلومات في السوق المالي عامة أي أن الاحتكار للمعلومات غير موجود بمعنى آخر أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادلة ستكون صفراء والسبب في ذلك هو أن الأسعار السائدة للأوراق المالية المتداولة في السوق معادلة لقيمتها وهذه الحالة في السوق لا تعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة والتي تؤدي إلى تحليل أرباح غير عادية، ولكن ستتحفض تلك الأرباح غير العادية على المدى الطويل والسبب هو الخسائر الاستثنائية والغير المتوقعة التي تحدث لهم بفعل المضاربة.²

ب- المستوى الشبه القوي (المتوسط): تقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بها في تلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.³

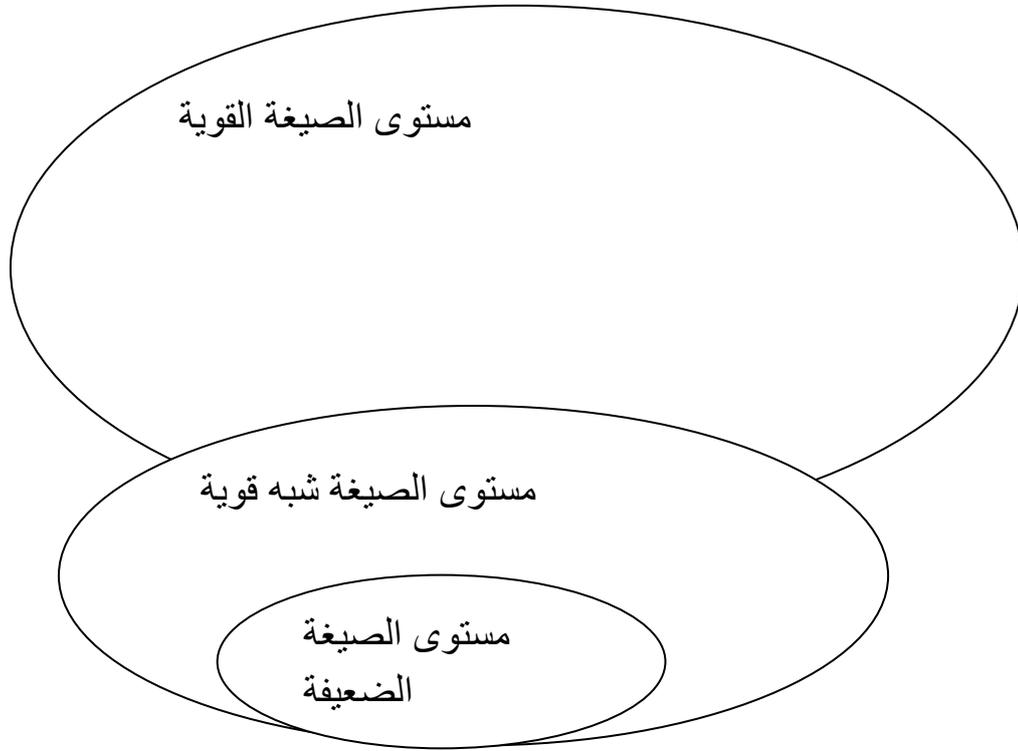
¹ - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، مجلة الدنانير ، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها دراسة تحليلية (سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 72.

² - أياد حماد عبد الدليمي ، عمار عبد الهادي شلال الهيني ، مجلة الدنانير ، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها دراسة تحليلية (سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا) ، مرجع سبق ذكره ، ص 63.

³ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 111.

ج-المستوى الضعيف: تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط ولا يمكن للمستثمر تحقيق عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوك عشوائي ولا يمكنه التنبؤ بها مع وجود هذا السلوك.¹

الشكل(03 - 06): يوضح التداخل بين هذه المستويات:



المصدر: حمزة محمود الزبيدي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع الطبعة 02 عمان 2001 ، ص 01.

¹ - العجاج فاطمة الزهراء ، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب. مرجع سبق ذكره ، ص 209.

المبحث الثاني: بورصة الجزائر.

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية والتي أعلن عنها عام 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م في نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال، المؤسسات العمومية الاجتماعية، والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات الأسهم حيث تساير أحكام القانون التجاري والمكمل بقوانين عام 1988م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر.

بورصة الأوراق المالية هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة.¹

ومرت بورصة الجزائر بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:

أ- المرحلة التقديرية (1990-1992): نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27/03/1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء شركة القيم المتداولة، وفي شهر نوفمبر قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر بـ 320000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية وفي سنة 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى بورصة الأوراق المالية كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط شركات المساهمة لها .

ب- المرحلة الابتدائية (1993-1996): بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993م تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها

¹ - العجاج فاطمة الزهراء ، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب ، مرجع سبق ذكره ، ص

والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

ج- مرحلة الانطلاق الفعلية (1996-1999): مع نهاية 1996م كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر 1997م والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها.¹

¹ - رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب،. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، فرع: إدارة مالية ، جامعة منتوري قسنطينة ، 2010 - 2011 ، ص 38.

المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر ومؤسسات تسييرها.

أولاً: شروط الإدراج في بورصة الجزائر.

تتمثل شروط الإدراج في بورصة الجزائر كغيرها من البورصات بحيث تضع بورصة الجزائر شروطاً للإدراج ضمنها، ويمكن أن نميز بين شرطين أساسيين هما:

أ- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج وهي:

1- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة صادرة من طرف شركة ذات أسهم .

2- لا بد من تحديد قيمة كل سهم .

3- القيم تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة .

4- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل، وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة .

ب- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج وهي:

1- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار جزائري .

2- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل .

3- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة .

4- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

5- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول .

6- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة .

7- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي .

8- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.¹

الجدول (03 - 03): يوضح عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عام 1999-2007

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العدد	02	03	03	03	03	03	03	02	02

المصدر: رشيد هولي ، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير فرع: إدارة مالية ، جامعة منتوري، قسنطينة ، 2010 - 2011 ، ص 142.
ثانيا- مؤسسات تسيير بورصة الجزائر.

لقد وضعت لجنتين لتسيير بورصة الجزائر وهما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وشركة تسيير القيم المنقولة SGBVM.

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

تشكل هذه اللجنة الهيئة العليا للسوق المالي في الجزائر أنشئت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المعدل بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وتم تصنيفها "اللجنة" رسميا في 13 فيفري 1996م حيث تهدف هذه اللجنة إلى حماية المستثمرين في القيم المنقولة وحسن سير العمليات داخل البورصة وشفافيتها بالإضافة إلى مراقبة وترقية سوق القيم المتداولة، كما تسعى لإرساء الإطار القانوني والمؤسسي لسوق رؤوس الأموال، فهي مكلفة بإعداد وتحضير النصوص التنظيمية التي تشكل محيطا لسوق مالي حقيقي.²

ب- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVM:

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 229 - 230.

² - بوعزة دين ، مجلة علوم التكنولوجيا والتنمية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر الوكالة الوطنية لتنمية البحث العلمي ، العدد 01 ، 2007 ، ص 26.

وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأس مالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة ولا يصح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس مال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة ومن بين مهامها:

1- الوظيفة القانونية:

تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير لسوق القيم المنقولة بسن تقنيات لهم بما يأتي على الخصوص:

1-1- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة .

1-2- اعتماده للوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.

1-3- قبول القيم للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها .

1-4- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة .

1-5- تنظيم عمليات المقاصة.

2- وظيفة المراقبة والرقابة:

تؤكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمتها في السوق المالية وتنقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، تشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات نشر قانونية..

3- الوظيفة التأديبية والتحكيمية :

فهي المؤهلة لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.¹

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ،مرجع سبق ذكره ، ص 228 - 229.

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر واقتراحات تفعيلها.

أولاً: معوقات بورصة الجزائر.

يتعرض تطور بورصة الجزائر للعديد من المعوقات وفي مختلف المجالات منها السياسية والثقافية والاقتصادية ونوجزها في النقاط التالية:

أ- المعوقات السياسية:

هناك صلة بين الأوضاع المحيطة بالبورصة فتقوم البورصات المرهونة بالاستقرار السياسي وحسن قيام السلطة التنفيذية والتشريعية برسالتها من جهة، ومن جهة أخرى تأتير تطور البورصات على الأوضاع السياسية، فالاستقرار السياسي في الدول الأكثر تقدماً مثل أمريكا، وألمانيا وغيرها يظهر في تطور بورصاتهم وفيما يتعلق ببورصة الجزائر، فإنه من المعروف أنها افتتحت في مناخ سياسي غير مستقر بتاريخ 23 ماي 1993 حيث تعاقبت عدة حكومات منذ ذلك التاريخ، ونحن نعلم أنّ معظم المستثمرين يبحثون عن الأمن، وهذا الأخير مرتبط بالاستقرار السياسي وعليه فإنّ السياسة المستقرة تمثل عاملاً مهماً في بورصة عملية ذات مصداقية سواء بالنسبة للمستثمر المحلي أو المستثمر الأجنبي.

ب- المعوقات الثقافية:

إنّ السياسة السليمة لتجنيد الادخار، وخاصة الادخار العائلي ينبغي عليها أن تأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، وعليه فإنّ هذا الأخير يعتبر ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وعليه تتمتع العديد من العائلات عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبارها ذات عائد يتمثل في الفائدة التي تعتبر حراماً من الناحية الشرعية الإسلامية، وربما يتصل بهذا انعدام ثقافة البورصة، مما نتج عنها تفضيل العديد من أصحاب الفوائض المالية الاستثمار في العقارات والعمولات واعتماد المصارف في تمويل مشاريعهم.

ج- المعوقات الاقتصادية:

وفي هذا الجانب يقف أمام تطور بورصة الجزائر العديد من المعوقات في مقدمتها الخوصصة¹ حيث نلخصها فيما يلي:

1- عائق الخوصصة:

الخوصصة هي سياسة تحويل المشروعات العامة إلى مشروعات خاصة، وهذا التحول يرتبط بتحويلات اقتصادية واجتماعية سابقة ولاحقة، ولا يمكن تطبيقها إلا في بيئة تتسم بالحرية الاقتصادية، وعلى هذا فإن الخوصصة تعتبر أصعب مراحل برامج الإصلاح الاقتصادي وأطولها، على اعتبار أن تنفيذها يحتاج فترة زمنية لازمة .

2- معدل التضخم:

منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي بدأت تسود موجة تضخمية مستمرة في الجزائر، ولقد دار النقاش في معظم الندوات واللقاءات حول ظاهرة التضخم وأساليب معالجته، فالبعض اعتبرها ظاهرة ظرفية واعتبرها البعض الآخر حتمية لا بد منها في المرحلة الانتقالية من الاقتصاد المخطط بشكل إداري إلى نقيضه، أي اقتصاد السوق².

الجدول (03 - 04) يوضح تطور النمو السنوي للكتلة النقدية في الجزائر:

السنوات	1992	1994	1996	1998	2000	2002
الكتلة النقدية	23.9%	15.4%	14.4%	19.1%	19.8%	20.4%

المصدر: بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2005 - 2006 ، ص 285.

3- الاقتصاد الموازي:

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 279 - 281.

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 284 - 285.

أو ما يسمى الظل (الخفي) لا يشمل الأنشطة غير المشروعة فقط وإنما يشمل أيضا أشكال الدخل التي يصرح بها، والحاصلة عن إنتاج السلع والخدمات المشروعة، والمعاملات التي تتم بنظام المقايضة، ومن ثم فإنّ الاقتصاد الموازي يشمل جميع الأنشطة الاقتصادية التي تخضع بشكل عام للضريبة وتمثل هذه السوق في الجزائر قطبا يجذب المستثمرين والمدخرين، حيث يجدوا فيها ما يبحثون عنه، وعلى النحو الذي يحقق لهم تنمية أموالهم بشكل أسرع من الاستثمار في الأوراق المالية، فالسوق يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة دون عناء كبير أو مخاطرة باهظة، بالإضافة إلى الحصول على ربوع مضاربة.

4-ضعف الحوافز الجبائية:

ويتجلى ذلك في الضغط الجبائي الممارس على الأعوان الاقتصاديين الخاضعين والمصرح بهم لدى مصلحة الضرائب، وبخاصة عندما تكون خزينة الدولة، والتي تشكل إيراداتها المصدر الأساسي للمداخيل الوطنية، وتبدو آثار ذلك على مجموع أنشطة الأعوان الاقتصاديين سواء في مرحلة إنتاج السلع أو التوزيع أو الخدمات، وحتى في الأصول المالية .

5-ضعف الإفصاح و الشفافية:

في بورصة الجزائر فإنّ المستثمر ينتظر التقارير السنوية (سنة كاملة) التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتحصل على بعض البيانات المالية التي تعتبر سطحية و عامة مقارنة مع البورصات المتقدمة، فلا يتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار، بالإضافة إلى عدم تنظيم مهنة المحاسبة و تحقيق الحسابات، وكذا انعدام صناعة التحليل المالي و الاستثمار¹.

ثانيا: اقتراحات تفعيل بورصة الجزائر.

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر جزء من عملية تطوير القطاع المالي و يحتاج هذا الأخير إلى منهجية صحيحة تبدأ من خلق بيئة اقتصادية مساندة و تصل إلى تطوير الأجزاء الأساسية لهذا القطاع وفيما يلي بعض الاقتراحات التي تراها في حالة تطبيقها قد تساهم في تفعيل بورصة الجزائر :

أ: اقتراحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي:

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 287.

1- استكمال الإطار التشريعي من خلال سن القوانين والتشريعات وآلة العمل المناسبة ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.¹

2- توفير أعلى معايير الافتتاح على مستوى الشركات والجهات المهتمة بسوق الأوراق المالية وذلك بوضع قوانين تلزم الشركات بنشر تقاريرها المالية اليومية، الأسبوعية، الشهرية وفي نهاية السنة المالية تم إعداد ونشر القوائم المالية الختامية وليس الانتظار مدة سنة كاملة لنشر التقارير والقوائم المالية الختامية حتى يتم قرار الاستثمار وتنشيط السوق .

3-مراجعة الإطار التشريعي والتنظيمي للبورصة كلما دعت الحاجة بهدف القدرة على التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي، حيث يعتبر عاملا محدد في نجاح أي بورصة تنشيط في المحيط وعليه فإنّ نجاح سوق الأوراق المالية في الجزائر يقتضي قدرة كبيرة على التكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي، الاقتصادي، الاجتماعي، الثقافي.

كل هذه المسائل تقتضي بذل العناية والجهد بشكل دائم على النحو الذي يسمح للبورصة الجزائرية أن تلعب دورها في تمويل التنمية الشاملة ولا تكون وسيلة لتحطيم ثروات المجتمع الفصل بين الجهاز التنفيذي والجهاز الرقابي لبورصة الجزائر.

ب- اقتراحات مرتبطة بالجانب الاقتصادي والمالي:

تطور بورصة الجزائر عن طريق تحفيز الطلب في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال:

- 1- تخفيض سعر الفائدة: حيث توضح النظرية الاقتصادية أن تخفيض أسعار الفائدة قد تشجع المدخرين الاتجاه نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أنّ الأصول المتداولة فيه تعد بديلا للودائع المصرفية (أي التحول من السيولة التامة إلى مستويات سيولة أقل بتحويل الأرصدة النقدية إلى الودائع إلى أسهم وسندات).²
- 2-بالإضافة إلى احتمال استخدام سعر الفائدة على الودائع كقيمة استرشادية عند تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية.

¹ - بوكساني رشيد ، نفس المرجع ، ص 311.

² - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 312.

3- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية ونقترح كحافز لزيادة رأس المال المطروح لاكتتاب تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية مثل التجربة التونسية التي قامت بتخفيض الضرائب على الأرباح من 35% على 20% لكافة الشركات التي تقوم بتعويض 30% على الأقل من رأس مالها .

4- تخفيض الادخار وكذا ضبط الاستهلاك .

5- الاستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة.

ج- اقتراحات تتعلق بالجانب الاجتماعي والثقافي:

1- الثقافة البورصية:

إنّه من الضروري السعي لتحسيس العائلات بأهمية البورصة التي تهتم بتمويل الاقتصاد وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراته التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة وعليه فإنه يتعين وضع سياسة حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من ورائه تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة السوق البورصية ويمكن القيام بهذه المهمة باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور من ذلك إيجاد صحافة متخصصة في الشؤون المالية وكذا تحسين الجمهور وينبغي أن تعود العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية كما أنه يحسن تقديم النصائح للمدخرين بخصوص الاستثمار المالي للقيم المتداولة بتوضيح أحسن الفرص للاستثمار ونحوه، وكذا إعطاء النصائح بشأن تقنيات البورصة خاصة منها ما يتعلق بتقنيات التسيير للمحافظة المالية الخاصة منها والجماعية من شركات استثمار ذات رأس مال متغير أو ثابت، صناديق جماعية للتوظيف، نوادي الاستثمار... الخ.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة البورصية تشجيع إنشاء هيئات للتوظيف الجماعي في القيم المتداولة بالنظر لما تقدمه من مزايا تتجلى في إمكانية رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر، كما أنه من بين العوامل المحفزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي للقيم المتداولة النظام الجبائي المطبق .

2- العامل الديني:

نشير أنّ هذا العامل يعتبر محدد لسلوك العديد من العائلات وهو ما يستدعي البحث عن أدوات مالية جديدة التي لا تتعارض مع النظام القيمي للعائلات وذلك من أجل الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.¹

¹ - بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالي العربية وسبل تفعيلها ، مرجع سبق ذكره ، ص 316 - 317 .

المبحث الثالث: المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر.

سننتعرف في هذا المبحث على كيفية تأثير كل من العولمة والأزمة المالية العالمية وكذا انخفاض أسعار البترول على بورصة الجزائر.

المطلب الأول: العولمة ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر.

إنّ الوضعية المالية الحرجة لغالبية المؤسسات الوطنية أثبتت بما لا يدع مجال للشك عدم قدرتها على التعامل مع التحولات الجديدة لسياسة الدولة، ومعطيات اقتصاد السوق القائم على نمط التسيير الذاتي ولا مركزية خاصة في ظل المنافسة الشديدة وتنامي الأسواق العالمية وترابط اقتصاد الدول في ظل ما يعرف "بالعولمة"، وأدى فتح باب الاستيراد أمام المنتجات الأجنبية بسبب عجز الوحدات الإنتاجية على تلبية رغبات السوق، أحال العديد من المؤسسات إلى الإفلاس.

لقد كان للعولمة الأثر البالغ على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حيث دفعتها إلى ضرورة التكيف مع المتغيرات الجديدة التي أفرزتها العولمة الاقتصادية على مختلف الميادين، ونتج عن تفعيل دور ما يسمي بالقوى الأربعة وهي الزبون، المنافسة، التغيير، التعقيد. وحدثت بطريقة فجائية وسريعة تجاوزت قدرات المؤسسات الاقتصادية على التكيف معها أدت إلى عجزها عن مواصلة الأداء، وهو ما أدى بها إلى إعادة التفكير في المفاهيم والمبادئ التي تأسست عليها هذه المؤسسات الاقتصادية والتي تتناسب مع أحوال العصر والبحث عن مناهج حديثة تتناسب مع هذه المتغيرات واتخاذ كافة التدابير اللازمة والضرورية لمواجهة التحديات والتعقيدات المتزايدة من خلال البحث عن أفضل الطرق إلى بر الأمام وتجعلها قادرة على التكيف والبقاء والنمو وتحقيق الأداء المتميز.

وبالمقابل فإنّ المؤسسة بدورها لعبت دورا فعالا في عولمة الاقتصاد عن طريق شركات متعددة الجنسية.

إنّ على المؤسسات الاقتصادية إن أرادت البقاء والاستمرار في ضل مواجهة انعكاسات العولمة والتي تترتب عليها العديد من التهديدات والأخطار فيجب عليها أن تتأقلم وتتكيف معها وتحاول أن تحد من آثارها بما يحقق لها أهدافها.¹

كما أنّ للعولمة المالية والمصرفية آثار سلبية وبالنسبة للدول العربية وخاصة الجزائر لم تستفد من العولمة المالية وهذا راجع للوضع الاقتصادي الجزائري الذي هو في مرحلة الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى الاقتصاد الحر. وبالتالي يجب الحماية من كل الآثار السلبية والتي تمثلت في:

1- انهيار حلم التنمية الوطنية المستقلة .

2- هدر الثروات الوطنية وتدمير لبيئة.

3- تكريس التبعية للغرب.

4- القضاء على الصناعات الوطنية.²

¹ - ياسين ساقع ، العولمة وأثرها على الأنشطة التسويقية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة مؤسسة الجارات الفلاحية ETRAG ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تسويق ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير ، جامعة قسنطينة 02 ، 2013 - 2014 ، ص ، 114 - 142 .

² - أ ، د ، محمد العربي ساكر ، أ. غانم عبد الله ، عنوان المداخلة : موقع الدول العربية من العولمة المالية إشارة خاصة: لحالة الجزائر ، المقدمة في إطار الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات ، دراسة حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر 21 - 22 نوفمبر 2006 ، ص 15 .

المطلب الثاني: الأزمة المالية العالمية ومدى انعكاسها على بورصة الجزائر.

نحاول في هذا المطلب التعرف على الأزمة المالية العالمية وكيف أثرت على بورصة الجزائر مقارنة بالبورصات العربية.

1- تطور أداء البورصات العربية خلال الفترة (2007-2008): نلاحظ في هذه الفترة تطور مؤشرات البورصات العربية وبعض مؤشرات البورصات المتقدمة، حيث نلاحظ أنّ الأسواق المالية العربية شهدت موجة من الارتفاع في عام 2007م، فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية بنسبة 38% ليصل إلى 328,7 نقطة بالمقارنة مع 231,5 نقطة في نهاية عام 2006م، وذلك نتيجة التحسن الكبير في أداء معظمها من ناحية ارتفاع أحجام تداولها وقيمتها السوقية، حيث بلغت هذه الأخيرة سنة 2007م بـ 1338551 مليون دولار مقابل 88223 مليون دولار سنة 2006م بارتفاع نسبته 50,7% مع محافظة سوق الأسهم السعودي على المرتبة الأولى من حيث إجمالي القيمة السوقية بقيمة 518984 مليون دولار مستحوذة على 38,7% من إجمالي القيمة السوقية، تليه السوق المصرية بحصة 10,37%، سوق دبي 10,32%، سوق الكويت 10,11%، ومع المرتبة الأخيرة لبورصة الجزائر بحصة 0,0072% خلال سنة 2007م بحوالي 1108069 مليون دولار مقابل 1685008 مليون دولار لسنة 2006م، ومع ذلك شكل السوق السعودي مانسبته 61,5% في إجمالي حجم التداول، وهي بذلك تحتل المرتبة الأولى، تليها سوق الكويت بنسبة 11,8% وسوق دبي 9,32% .

2- وفيما يتعلق بالشركات المدرجة فقد انخفض عددها من 1623 إلى 1550 ويرجع السبب في ذلك خاصة إلى انخفاضها في بورصة مصر من 603 شركة سنة 2006م إلى 435 شركة سنة 2007م، وانخفاض شركة واحدة فقط في بيروت، وباستثناء سوق الجزائر والخرطوم التي حافظت على نفس العدد المدرج من الشركات أما بقية الأسواق فقد عرفت ارتفاع في عدد الشركات.

3- وكذا انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بـ 49,4% ليصل إلى 166,2 نقطة في نهاية 2008م مقارنة بـ 328,7 نقطة عام 2007م، بعدما حققت موجة من الارتفاع خلال سنة 2007 (41,9). ماعدا بورصة تونس التي سجلت خلال سنة 2008م تحسنا بارتفاع المؤشر بـ 1,5% والذي يرجع إلى انخفاض حصة المستثمرين الأجانب والذي يمثل 6,2% فقط من الرسملة البورسية، حيث لوحظ في

بداية البيع المكثف للأجانب في السوق امتصاصه من قبل الطلب المحلي كما أقر من جهة أخرى محافظ البنك المركزي التونسي عدم امتلاكها لأي استثمارات في البنوك التي حققت خسائر ضخمة.

4- أما لباقي البورصات العربية والتي عرفت انخفاضا في قيمة المؤشر، فلقد سجل تفاوت ملحوظ لنسب الانخفاض فيما بينها خلال عام 2008م من نحو 64,98% في سوق دبي المالي والذي يمثل أكبر انخفاض إلى نحو 3,86% في بورصة الجزائر.

حيث تعد بورصة الجزائر، الخرطوم وفلسطين الأقل تضررا بالأزمة بتراجع قدره (3,86%) ، (5,74%) (17,9%) ، على التوالي، ويرجع ذلك إلى انخفاض الانفتاح على الخارج.

5- ومقارنة بالبورصات العربية الأخرى عرفت بورصة الجزائر تراجعا بنسبة 3,8% فقط، ويعد هذا التراجع ضعيفا ومقبولا ويرجع إلى انخفاض حجم المعاملات في البورصة الجزائرية، فمنذ نشأتها سنة 1997م، تعاني بورصة الجزائر من انخفاض عدد الشركات المدرجة (3 شركات فقط ابتداء من سنة 2006م).¹

6- وبالنسبة لبورصة الجزائر فإن وضعها الحالي لا يسمح لها بدخول الأسواق العالمية، ومن ثم فمن هذا الجانب لا يمكن للأزمة المالية الدولية أن تؤثر على الاقتصاد الجزائري.²

¹ - أ ، الحاج موسى نسيم ، أ ، علوي فاطمة الزهراء ، مجلة الباحث ، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007 - 2008 ، جامعة أحمد بوقرة ، بومرداس الجزائر، 08 / 2010 ، ص 04 - 05.

² - عبد الرحمان مغاري ، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري أيام 20 - 21 أكتوبر 2009 ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ، جامعة أحمد بوقرة بومرداس ، ص 06.

المطلب الثالث: انخفاض أسعار البترول ومدى انعكاسه على بورصة الجزائر.

تعد الجزائر من البلدان الأقل تنوعا في صادراتها إذ يمكن تصنيفها على أنّها من الدول التي تعتمد بشدة على تصدير سلعة واحدة أساسية وهي المحروقات وبنسبة تفوق 95% في المتوسط، كما تشكل الجباية البترولية أكثر من 60% من إيرادات الميزانية العامة للدولة، وهو وضع يجعل الاقتصاد الجزائري شديد الحساسية والتأثر بالتغيرات الحاصلة في سوق النفط في ظل صعوبة التنبؤ بسعر النفط المعروف تاريخيا بأنه الأكثر تقلبا من بين السلع الرئيسية.

أ- تداعيات انخفاض سعر النفط على الاقتصاد الجزائري:

حتى الآن لم تؤثر أسعار النفط المنخفضة على النمو في الجزائر إلا بصورة محدودة، وهذا نظرا لوجود هوامش احتياطية وقائية في ماليتها العامة أو ما يعرف بصندوق ضبط الإيرادات الذي أنشأته عام 2000م مع انطلاق فترة طفرة أسعار النفط، وقد بدأت الآن تستخدم هذه الاحتياطات لدعم النشاط الاقتصادي. ورغم ذلك كانت هنالك تأثيرات غير مرغوبة لتراجع أسعار النفط على الاقتصاد الوطني أهمها:

1- انخفاض فادح في إيرادات تصدير النفط:

فقد تراجعت مداخيل صادرات النفط في الجزائر بحوالي النصف تقريبا، حيث لم تسجل السنة (2015م) سوى 14,91 مليار دولار مقابل 27,35 مليار دولار للعام الماضي، أي انخفاض قدره 45,47%.

2- خسائر كبيرة في أرصدة المالية العامة:

حيث تضاعف عجز المالية العامة تقريبا ليصل إلى 16% من إجمالي الناتج المحلي في 2015م. ومن المتوقع اتساع هذا العجز في عام 2016م حيث أنّ تعادل موازنة 2016م يتطلب سعر بترول عند مستوى 110 دولار.

3- مواجهة الانخفاض في المداخيل النفطية والوفاء بالنفقات العامة لجأت الحكومة إلى صندوق ضبط الإيرادات، الذي انخفضت موارده بشكل حاد، حيث تراجع بـ 714,6 مليار دج في الفترة الممتدة بين نهاية يونيو 2014م ونهاية يونيو 2015م أي انخفاض 33,3% على مدى 12 شهر¹.

4- إنَّ انخفاض سعر النفط إلى مادون 50 دولار سيجعل الجزائر تعيش وضعاً مالياً صعباً. فهذه الإيرادات تكاد لا تكفي لتغطية إيرادات الخزينة، قيمة الواردات وقيمة الأرباح المحولة للخارج من طرف الشركات الأجنبية العاملة في الجزائر.

هذا الوضع يتفاقم أكثر نتيجة الإجراءات التي اتخذتها الحكومة خلال سنة 2008م والقاضية برفع نصيب الدولة في الاستثمارات مع الأطراف الأجنبية من أجل جعلها عالية. وباعتبار أنَّ مداخيل المحروقات محدودة فإنَّ الجزائر ستضطر إلى الاعتماد على احتياطها من العملات الصعبة. ومن ثمَّ يصبح الأمر حرجاً. إذ ستضطر السلطات العمومية إلى تقليص النفقات العمومية مما ينعكس سلباً على الوضع الاجتماعي وعلى النمو الاقتصادي. فبالرغم من النفقات الكبيرة التي أنجزت في السابق إلا أنَّ معدل النمو لم يتجاوز 2,5% خلال سنة 2007م، ويكون أقل من ذلك سنوات 2009 - 2010 نتيجة تقلص النفقات العمومية².

5- الانهيار المفاجئ لأسعار البترول في النصف الثاني من سنة 2014م بنسبة تزيد عن 50% أدى إلى العديد من الآثار السلبية.

وإنَّ هذا الانخفاض الكبير لأسعار المحروقات جعل احتياطات الدول المنتجة للنفط تتآكل وتدخل ميزانيتها مرحلة العجز، وهي التي بنتها على أساس مرجعي يفوق 90 دولار للبرميل، ومنها الجزائر التي تعتمد سعر مرجعي نظري بعيد كل البعد عن واقع ميزانيتها، وفي سنة 2015م انخفض متوسط سعر برميل البترول بـ 47,1% من 100,2 دولار في 2014م إلى 35,1 دولار في 2015م، نجم عن هذا الانخفاض القوي التقلص في إيرادات صادرات المحروقات (33,08 مليار دولار في 2015م مقابل 58,46 مليار دولار في 2014م)، وامتد هذا التأثير السلبي ليشمل الرصيد الكلي لميزان المدفوعات الذي سجل عجزاً قدره 27,54 مليار دولار سنة 2015م مقابل عجز قدره 5,88 مليار دولار سنة 2014م، ونتيجة لذلك انخفضت

¹ - <https://www.hopital-dz.com/upload/12-2017/article/petrole.pdf>

² - عبد الرحمان مغاري، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 04.

احتياطات الصرف ب34,81 مليار دولار منتقلا من 9178,94 مليار دولار نهاية 2014م إلى 144,13 مليار دولار نهاية 2015م .

ونتيجة الاعتماد الكبير على العائدات البترولية فقد كان لانخفاض الأسعار أثر سلبي كبير على معدلات النمو.¹

¹ - د ، سفيان بوقطاية، أ.، عبد الوهاب بن زاير، د ، مبارك بن زاير ، مجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE ، العدد السادس جوان 2008 ، أثر انهيار أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري التداعيات والحلول ، المركز الجامعي غيليزان ، جامعة الطاهري محمد بشار، الجزائر ، ص 08.

خلاصة الفصل:

إن للأسواق المالية المنظمة (البورصة) دورا حيويا ونشطا في تحريك عجلة النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد والمدخرات وضخها في الاستثمار وبعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وكذا جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية.

حيث أن للمتغيرات الدولية أثر كبير عليها وخاصة العولمة المالية ، الأزمات المالية العالمية وانخفاض أسعار البترول.

خاتمة:

تعتبر السوق المالية عامة والناشئة خاصة ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي فهي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي نفس الوقت تتأثر به مما يحدث آثار جديدة، حيث يتم فيها الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، وفي ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية نجد أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة أي تطور في عالم الأسواق المالية وذلك بهدف الوصول للاندماج مع أكبر الأسواق المالية الدولية، لقد تبين من خلال دراسة آثار العولمة المالية على الدول النامية، وبالتركيز على الأسواق المالية الناشئة وصول العولمة المالية إلى مراحل متقدمة من تطورها وأصبح إندماج أسواق المال العالمية واقعا ملموسا ينبغي التعامل معه بكل حذر وواقعية ولقد خلقت العولمة المالية خلال السنوات الأخيرة هيكلًا جديدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم تتمثل في الأسواق المالية الناشئة كما استطاعت هذه الأسواق أن تستفيد من إيجابيات العولمة المالية .

ولقد إنتقلت هذه الأزمة المالية العالمية لتغزو كل الأسواق المالية العالمية الكبرى بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية، إضافة إلى أن البترول كونه يحتفظ بمركز أساسي ينافس كل المصادر الطاقوية الأخرى ويتفوق عليها وله الدور الأول في توفير العوائد المالية للدول المنتجة والمصدرة للبترول وهي أحد أهم مستلزمات التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

ومن خلال دراستنا اتضح لنا أن بورصة الجزائر لم تصل بعد إلى ما يسمى بالسوق المالي الحقيقي.

اختبار صحة الفرضيات:

من خلال دراستنا توصلنا إلى أن الفرضيات التي وضعناها صحيحة.

ومن تحليلنا في الفصل الأول المرتكز على محاولة الوقوف على تعريف الأسواق المالية ومعرفة دورها وبالموازاة مع اختبار الفرضية الأولى توصلنا إلى النتائج التالية:

➤ على الرغم من أهمية الأسواق المالية والدور الفعّال الذي تلعبه على المستوى الاقتصادي إلا أنه وجود تعريف موحد ودقيق يعتبر من الصعب بلوغه.

الفرضية الثانية:

من خلال دراستنا في الفصل الثاني تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

- يرى بعض الاقتصاديين أن العولمة تؤثر إيجابيا على الاقتصاد العالمي لما لها من منافع في حين يرى البعض الآخر أنها تدمر الاستقرار المالي العالمي.
 - الأزمة المالية العالمية 2008 نجم عنها أضرار فادحة لحقت بالعديد من المؤسسات المالية وخاصة البورصات الأمريكية والأوروبية وحتى العربية.
 - لقد كان لانخفاض أسعار البترول ضرر بالغ على اقتصاديات الدول المصدرة والمستوردة على حد سواء.
- الفرضية الثالثة:**
- تتميز بورصة الجزائر بانخفاض عدد المتدخلين فيها، ونقص فادح في عدد الشركات المدرجة ضمنها، والذي لا يتعدى هذا الأخير عدد أصابع اليد الواحدة.
 - يتأثر النمو الاقتصادي بأسعار البترول حيث إذا ارتفعت أسعاره يتسبب في انخفاض النمو الاقتصادي.

الاقتراحات :

- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أدائها المالي، بشكل ينعكس على استقرار السوق.
- ضرورة دراسة الأزمات المالية التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة وذلك من أجل الاستفادة منها وإقامة أسواق مالية فعّالة.
- إنّ الحد من التأثيرات العنيفة للأزمات المالية في الفترة المستقبلية قد يتطلب تشجيع زيادة إنشاء صناديق الثروة السيادية العربية باعتبار هذه الأخيرة تحقق فوائد ضخمة جراء تصديرها للبتروول وإقامة ملتقيات وحملات لتوعية المستثمرين للتقليل من حدة تخوفهم وتصفية محافظهم المالية.
- لا بد من إعادة إصلاح النظام المالي العالمي المتسبب في إحداث الأزمات المالية العالمية، وذلك ابتداء بالإصلاح على المستوى المحلي حيث تحاول كل دولة علاج نقاط الضعف الكامنة في نظامها المالي ثم لتتم عملية الإصلاح على المستوى الدولي من خلال سعي دول العالم نحو زيادة التنسيق الدولي في هذا المجال.
- زيادة العرض وذلك برفع عدد الشركات المدرجة في البورصة عن طريق حوصصة المؤسسات العمومية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- التأكيد على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين على مستوى السوق المالي بفرعية سوق الإصدار وسوق التداول لضمان التنافسية وتحقيق فعّالية البورصة.
- القيام بدراسة متأنية لمشروع البورصة من طرف المتخصصين مع إمكانية الاستفادة من الهيئات المتخصصة كالاتحاد الدولي للبورصات والهيئات المنظمة للأسواق المالية في العالم.
- العمل على ربط بورصة الجزائر بالبورصات العالمية للاستفادة من تجارب الآخرين.
- عدم الاعتماد على مداخيل المحروقات بشكل كبير والعمل على تشجيع الصادرات خارج قطاع المحروقات من خلال زيادة دعم القطاع الزراعي والصناعي، وتشجيع خلق المؤسسات المصغرة والمؤسسات المتوسطة التي تعمل على خلق قيمة مضافة وامتصاص البطالة.
- التوجه نحو الاستفادة من إمكانيات الجزائر في الطاقات المتجددة وإشراكها كمورد مالي مهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- التفكير في مستقبل الأجيال القادمة خاصة في ظل المستقبل المجهول للعوائد النفطية.

- الدراسة العميقة لأي مشروع تنموي مستقبلي من خلال وضع رؤيا وإستراتيجية طويلة المدى ودراسة كل الانعكاسات التي قد تؤثر في مجالات الاقتصاد الوطني.
- بناء اقتصاد إنتاجي بديلا عن الاقتصاد الريعي، لتحسين القدرة الاستيعابية للاقتصاد وترقية الصادرات خارج قطاع المحروقات للتخفيف من أثر الصدمات البترولية، وكذا تنويع مصادر العملة الصعبة.
- تحديد إستراتيجية بعيدة المدى من أجل تنمية مصادر الطاقة البديلة النظيفة، بالرغم من أنّ التحول عن البترول في المدى القريب والمتوسط غير ممكن لأسباب تقنية واقتصادية، غير أنّ الضغوط الإيديولوجية الدولية والمحلية تحتم الاستعداد لكل التغيرات المحتملة.

آفاق الدراسة :

- آلية تفعيل السوق المالي الجزائري.
- إمكانية تسعير البترول خارج الدولار وتأثيره على الاقتصاد الجزائري.
- تأثير أسعار الصرف على بورصة الجزائر.
- حرية التجارة وأثرها في الأسواق المالية الناشئة.
- حركة رأس المال العالمي وأثرها على الأسواق المالية الناشئة.
- تعدد الأقطاب الاقتصادية وأثرها على الأسواق المالية الناشئة.

قائمة المراجع

أولاً: قائمة الكتب

- 1) الجليلي بو بكر، العولمة مظاهرها وتداعياتها نقد وتقييم، الطبعة الأولى، دار النشر عالم الكتب الحديث، MODERN BOKS WORLD، الأردن، 2011.
- 2) إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 3) خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، الطبعة العربية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2013.
- 4) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، 2012.
- 5) سمير أمين، غازي الصواني، علي مجيد الحمداوي، يوسف خليفة اليوسف، نبيل جعفر عبد الرضا، عبد الرزاق خارس الفارس، باقر النجار، هاني لبيب، المجتمع والاقتصاد أمام العولمة، سلسلة كتب المستقبل العربي 33، الطبعة لأولى، مركز دراسات الوحدة العربية للنشر والتوزيع، بيروت، تموز، 2004.
- 6) عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 7) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظمتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
- 8) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 9) عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والعلاج، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2011.
- 10) غانم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2014.
- 11) محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريح للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 12) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.
- 13) محمد إبراهيم عبد الرحيم، العولمة والتجارة الدولية، الناشر مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2009.

- 14) مصطفى عبد الله الكفري، عملة الاقتصاد والتحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية، سلسلة الدراسات 15، دمشق، 2008.
- 15) مصطفى يوسف الكافي، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات، الطبعة الأولى، دار الرواد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 16) نعيم إبراهيم الظاهر، إدارة العملة وأنواعها، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 17) هيفاء عبد الرحمان ياسين التكريتي، آليات العملة الاقتصادية وآثارها المستقبلية على الاقتصاد العربي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

ثانيا: المجالات والدوريات

- 1) الحاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، مجلة الباحث، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007 – 2008، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 08 / 2010.
- 2) إياد حامد عبد الديلمي، عمار عبد الهادي شلال الهيني، مجلة الدنانير، العدد 13، تأثير الأسواق المالية على الاقتصاديات العربية وسبل رفع كفاءتها، دراسة تحليلية سوق العراق للأوراق المالية أنموذجا، جامعة الأنبار، كلية الإدارة والاقتصاد، 2018.
- 3) بوعزة الدين، مجلة العلوم التكنولوجية والتنمية، لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في الجزائر، الوكالة الوطنية لتنمية البحث العلمي، العدد الأول، 2007.
- 4) صفيان بوقطاية، عبد الوهاب بن زاير، مبارك بن زاير، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، GFBE، أثر انهيار أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري التداعيات والحلول، المركز الجامعي غيليزان، جامعة الطاهري محمد بشار، الجزائر، العدد السادس، جوان، 2008.
- 5) مناضل عباس حسين الجوارى، خيضر مهدي صالح، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، واقع الأسواق المالية على المستوى العربي والعالمي مع تعليق قياسي، المجلد 17، العدد التاسع، كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد.
- 6) نصر الدين عيساوي، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، تقلبات أسعار المحروقات وأثرها على الاقتصاديات الربعية، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، العدد الخامس، جوان 2016.

ثالثا: الأطروحات والمذكرات

- (1) العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية لسوق تونس والمغرب، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، مدرسة الدكتوراه، التسيير الدولي للمؤسسات، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2009 - 2010.
- (2) بوخشبة هوارية، دلاس شهيناز، أثر تقلبات أسعار البترول على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر 1980 - 2015، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد مالية دولية، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، 2016 - 2017.
- (3) جري زكرياء، أثر تغير أسعار البترول على احتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة 1996 - 2015، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم الاقتصاد، 2014 - 2015.
- (4) داود سعد الله، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر 2010، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، 2011 - 2012.
- (5) رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010 - 2011.
- (6) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005 - 2006.
- (7) زروقي سعاد، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد الجزائري، 1973 - 2013، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص شعبة العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2014 - 2015.
- (8) مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، الطور الثالث LMD في علوم اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 - 2015.

9) محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007 – 2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011 – 2012.

10) مشدن وهيبة، أثر تغيرات أسعار البترول على الاقتصاد العربي خلال الفترة 1973، 2003، فرع النقود المالية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير جامعة الجزائر، 2004 – 2005.

11) ياسين ساقع، العولمة وأثرها على الأنشطة التسويقية في الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الجرارات الفلاحية ETRAG، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 02، 2013 – 2012.

رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات

1) ساعد مرابط، بن ميهوب أسماء، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول سياسة تمويل وتأثيرها على اقتصاديات المؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير مخبر العلوم الاقتصادية والتسيير، الجزائر، 21 – 22 نوفمبر، 2006.

2) عبد الرحمان مغاري، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، أيام 20 – 21 أكتوبر، 2009.

3) محمد العربي ساكر، غانم عبد الله، عنوان المداخلة موقع الدول العربية من العولمة المالية، إشارة خاصة لحالة الجزائر المقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وتأثيرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة 21 . 22 نوفمبر، 2006.

خامساً: المواقع الالكترونية.

1- <https://www.hospital-dz.com/upload/12-2017/article/petrole.pdf>.

