الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة - العربي بن مهيدي -
أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم الاقتصاد

187

187

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية شعبة التحليل الاقتصادي
فرع الإحصاء والاقتصاد التطبيقي.

أسواق رأس المال كأداة لتمويل الاقتصاد

- دراسة تجربة أسواق رأس المال العربية -

إعداد الطالبة:
❖ نعيمة حاجي

إشراف:
❖ أ. د أحمد بوراس

أمام لجنة المناقشة

- د. عبد الحميد صدقوني	أستاذ محاضر	جامعة أم البواقي	رئيسا
- أ.د أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مشرفا
- د. عليـــــة زغيب	أستاذ محاضر	جامعة سكيكدة	مناقشا
- د. عبد الجليل بوحاج	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	مناقشا

السنة الجامعية 2008-2009

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة - العربي بن مهيدي-
أم البواقي
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم الاقتصاد

187

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية شعبة التحليل الاقتصادي
فرع الإحصاء والاقتصاد التطبيقي.

أسواق رأس المال كأداة لتمويل الاقتصاد

- دراسة تجربة أسواق رأس المال العربية -

إعداد الطالبة:
❖ فتيحة حاجي

إشراف:
❖ أ. د أحمد بوراس

أمام لجنة المناقشة

- د. عبد الحميد صدقوني	أستاذ محاضر	جامعة أم البواقي	رئيسا
- أ.د. أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مشرفا
- د. عليكة زغيب	أستاذ محاضر	جامعة سكيكدة	مناقشا
- د. عبد الجليل بوحاج	أستاذ محاضر	جامعة قسنطينة	مناقشا

السنة الجامعية 2008-2009


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

لا يسعني وأنا أقدم هذا المجهود، إلا أن أشكر الله وحده على توفيقه.

وأشكر الذين كانوا وراء هذا العمل وساهموا كل من موقعه في تقديم ما يستطيع من عون،

وأخص بالذكر الأستاذ الدكتور "أحمد بورايس" على ما قدمه من ملاحظات وأحيانا

تشجيعات وحث على الاستمرار.

وأشكر كذلك عمال مكتبة الدوريات ومكتبة الأساتذة بجامعة جيجل

ومكتبة جامعة العربي بن مهيدي بأم البواقي.

كما لا أنسى أن أشكر كل الأساتذة والزملاء ممن قدم لي يد المساعدة بجامعة العربي بن

مهيدي بأم البواقي

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة مسبقا على قبولهم إجازة هذا العمل لهذه

المرحلة، وتخصيص كل أستاذ وقتا لقراءة

وتقييم هذا البحث.



الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى "واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا".

- والدي الكريمين -

- إخوتي وأخواتي وذويهم.

- وطني الجزائر.

- كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا البحث.



المحـــتـــويـــات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

مقدمة عامة ..... أ

1. تمهيد ..... أ

2. إشكالية البحث ..... أ

3. فرضيات البحث ..... ب

4. أهمية البحث وأسباب اختيار الموضوع ..... ب

5. أهداف البحث ..... ج

6. حدود البحث ..... ج

7. المنهج المستخدم في الدراسة ..... ج

8. أدوات البحث ومصادر البيانات ..... د

9. الدراسات السابقة ..... د

10. خطة البحث ..... هـ

الفصل الأول: أهمية أسواق رأس المال **1**

تمهيد 2

I مدخل عام للتعريف بسوق رأس المال **3**

1. ماهية سوق رأس المال وموقعها من السوق التمويلية 3

1. 1 الأسواق المالية: نشأتها وتطورها، أنواعها وأهمية وجودها 3

1. 2 مفهوم سوق رأس المال وموقعها من السوق التمويلية 9

2. مكونات سوق رأس المال، عملياتها ووظائفها **10**

2. 1 أقسام سوق رأس المال 10

2. 2 عمليات سوق رأس المال 12

2. 3 وظائف سوق رأس المال وشروط قيامها 14

3. أدوات سوق رأس المال **16**

3. 1 الأسهم 16

3. 2 السندات 21

3. 3 المقارنة بين الأسهم والسندات 24

II قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال 25

1. الأطراف المتدخلة في البورصة 25
1. 1 هيئات تنظيم ومراقبة البورصة 25
1. 2 المتعاملون بالبورصة 26
1. 3 الوسطاء الماليون 27
2. عمليات التسعير في البورصة **29**
2. 1 تعريف سعر البورصة 28
2. 2 طرق التسعير وتقنيات التعامل 28
3. أوامر البورصة 30
3. 1 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ 30
3. 2 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ 30
3. 3 الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ 30
3. 4 الأوامر المحددة لحجم الصفقة 30
5.3 الأوامر بالسعر المحدد مع إشارة قف 31
4. مؤشرات البورصة **31**
4. 1 تعريف المؤشرات 31
4. 2 أنواع المؤشرات 31
4. 3 الشروط الواجب توافرها في بناء مؤشرات الأسهم 32
4. 4 استخدامات المؤشرات وعرض بعض المؤشرات الدولية والعربية 33
III اقتصاديات كفاءة أسواق رأس المال **36**
1: **فرضية كفاءة أسواق رأس المال وأنواعها** 36
1. 1 مفهوم كفاءة أسواق رأس المال وأنواعها 36
1. 2 فرضيات كفاءة سوق رأس المال 38
1. 3 مقاييس كفاءة سوق رأس المال ومتطلباتها 38
2. دور كفاءة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات 39
2. 1 العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات 39
2. 2 أهمية طلب وعرض الأوراق المالية في تنشيط الاستثمارات 41
3. دور كفاءة سوق رأس المال في تخصيص الاستثمارات 42
3. 1 دور كفاءة سوق رأس المال في النظام الاقتصادي وتخصيص الموارد 42
3. 2 علاقة سوق رأس المال بالكفاءة الاقتصادية 43
IV المستجدات في أسواق رأس المال **44**
1. التطور التكنولوجي والتحرير المالي 44

1. 1 التطور التكنولوجي 44
1. 2 التحرير المالي..... 45
2. مظاهر التجديد المالي على الأوراق المالية..... 46
2. 1 مفهوم التجديد المالي ودوافعه 46
2. 2 اتجاهات جديدة في الأسهم 47
2. 3 اتجاهات جديدة في السندات..... 48
2. 4 التوريق 49
3. المشتقات المالية..... 49
3. 1 عقود الخيارات 50
3. 2 العقود المستقبلية..... 51
3. 3 عقود التبادل..... 52
3. 4 تقييم دور المشتقات المالية في الأسواق المالية..... 53
خلاصة الفصل الأول..... 55
الفصل الثاني: أشكال التمويل في الاقتصاديات العربية 57
تمهيد..... 58
I التمويل وواقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية 59
1. ماهية التمويل..... 59
1. 1 مفهومه وأهميته..... 59
1. 2 خصائصه 60
1. 3 العوامل المؤثرة على مصادر التمويل والمحددة لأنواع التمويل 61
2. أنماط تمويل الاقتصاد 63
2. 1 نظام التمويل المباشر 63
2. 2 نظام التمويل غير المباشر 66
2. 3 الموازنة بين اقتصاد السوق المالية واقتصاد الاستدانة 67
3 واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية وجوانب إصلاحه..... 67
3. 1 واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية..... 67
3. 2 أوجه ضعف النظام المالي والمصرفي في الدول العربية..... 68
3. 3 الإصلاحات المالية والمصرفية في الدول العربية..... 70
II التمويل المحلي ودور الادخار في تمويل الاقتصاد 73
1. ماهية التمويل المحلي..... 73
1. 1 مفهوم التمويل المحلي..... 73

1. 2 مصادر الموارد المحلية (الداخلية) للتمويل 74
1. 3 تقسيمات التمويل المحلي 76
2. واقع حلقة ادخار- استثمار في الدول العربية 77
2. 1 أهمية تعبئة الادخار وتوظيفه 77
2. 2 طبيعة الموارد المالية العربية 78
2. 3 مناخ الاستثمار في الدول العربية 78
2. 4 أوضاع الاقتصاديات العربية من حيث فجوة الموارد المالية المحلية (بين الادخار والاستثمار المحليين) 80
3. أهم المصادر الداخلية المستخدمة لتمويل المشروعات الاستثمارية العمومية في الجزائر 83
3. 1 الادخار الحكومي 83
3. 2 التمويل التضخمي 84
III التمويل الدولي (الخارجي) ودوره في تمويل المشاريع التنموية **86**
1. التمويل الخارجي وعلاقته بالادخار المحلي 86
1. 1 الإطار النظري لتفسير الحاجة إلى التمويل الدولي 86
1. 2 علاقة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بالادخار المحلى 87
2. المصادر الخارجية للتمويل 88
2. 1 حصيلة الصادرات 88
2. 2 القروض الخارجية 89
2. 3 الاستثمارات الأجنبية الخاصة 90
2. 4 المعونات الأجنبية 91
3. أثر الديون الخارجية على تمويل التنمية الاقتصادية في الدول العربية 92
3. 1 أثر تزايد أعباء الديون الخارجية على الادخار المحلي 92
3. 2 أثر الديون الخارجية على الادخار المحلي لبعض البلدان العربية 94
4. أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية 95
4. 1 الاستثمار الأجنبي وسيلة تمويلية خارجية بديلة 96
4. 2 الاستثمار المباشر الأجنبي عنصر تكميلي للموارد وعامل لتحسين الاستثمار المحلي 98
5. أهم المصادر الخارجية المستخدمة لتمويل المشروعات الاستثمارية العمومية في الجزائر 99
5. 1 التجارة الخارجية 99
5. 2 المديونية الخارجية 101
IV التمويل عن طريق أسواق رأس المال- نموذج تمويلي معاصر- في الدول العربية **102**
1. اللاوساطة المالية ودوافع توسعها 102

1. 1 مفهوم اللاوساطة 102
1. 2 دوافع توسع اللاوساطة المالية 103
2. الأسواق المالية العربية 104
2. 1 الأسواق المالية والخوصصة في الدول العربية 104
2. 2 الأسواق المالية حافزا للمستثمرين العرب 106
2. 3 السمات المشتركة لأسواق رأس المال العربية 106
خلاصة الفصل الثاني 108
الفصل الثالث: مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية بالدول العربية 109
تمهيد 110
I توصيف أوضاع الدول العربية 111
1. واقع الاقتصاديات العربية 111
1. 1 سمات وخصائص الاقتصاد العربي 112
1. 2 وضع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية 113
1. 3 تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية 115
2. تطورات الأسواق المالية العربية في السنوات الأخيرة 121
2. 1 الجانب التشريعي والتنظيمي 121
2. 2 تحديث أنظمة التداول 122
2. 3 تعزيز الإفصاح والشفافية 123
2. 4 اتفاقيات التعاون والربط بين البورصات العربية 124
3. الاقتصاديات العربية والدروس المستفادة من الأزمات المالية العالمية في الأسواق المالية.. 125
3. 1 مفهوم الأزمة المالية 125
3. 2 الأزمات المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية 125
3. 3 أهم الدروس التي يجب على الدول العربية الاستفادة منها جراء الأزمة المالية العالمية ... 126
II تطور فعالية أسواق رأس المال العربية خلال الفترة (1997- 2007) 127
1. قياس مؤشرات أداء ودرجة تطور أسواق رأس المال العربية (1997- 2007) 128
1. 1 مؤشرات الحجم 128
1. 2 مؤشرات السيولة 136
1. 3 مؤشر التذبذب 142
2. العقبات التي تواجه أسواق رأس المال العربية 144
2. 1 صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق 144

2. 2 انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات.....144
2. 3 ضعف الثقة وأهمية الاستثمار المالي.....145
2. 4 تباين أساليب التقييم والطرح في سوق الإصدار، وبطء إجراءات التداول ونقل الملكية في سوق التداول.....145
2. 5 الافتقار إلى المؤسسات الصانعة للسوق.....146
2. 6 ضآلة و جمود المحافظ المالية ببعض البنوك.....146
3. محاور تفعيل وتنمية أسواق رأس المال العربية.....146
3. 1 التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال.....146
3. 2 إعداد وتنفيذ خطة إعلامية واسعة للتعريف بسوق رأس المال وأهمية الاستثمار في الأوراق المالية.....147
3. 3 العمل على تنشيط العرض والطلب في سوق رأس المال من خلال زيادة المعروض من الأوراق وتنشيط الطلب عليها.....147
3. 4 العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق.....148
3. 5 العمل على تعدد جهات إصدار الأوراق المالية و ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة..148
6.3 إيجاد نظام المعلومات لرفع كفاءة السوق والربط بين الأسواق المالية العربية.....148
III أسواق رأس المال وتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان العربية.....148
1. التنمية الاقتصادية في البلدان العربية.....149
1. 1 مفاهيم أساسية في التنمية الاقتصادية.....149
1. 2 استراتيجيات التنمية الاقتصادية في البلدان العربية.....151
2. نمو أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية في البلدان العربية.....155
2. 1 العلاقة بين نمو أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية.....155
2. 2 أداء السوق المالي وقطاع البنوك وعلاقته بالنمو الاقتصادي في البلاد العربية.....157
IV أهمية سوق رأس المال كسوق تمويلية في الاقتصاد الجزائري.....159
1. نشأة السوق المالية في الجزائر.....159
1. 1 معالم النظام الاقتصادي والتمويلي قبل الإصلاحات.....159
1. 2 الإصلاحات الاقتصادية وموقع السوق المالية فيها.....160
1. 3 دوافع ومراحل نشأة السوق المالية في الجزائر.....162
2. تنظيم وآلية سير بورصة الجزائر.....164
2. 1 هياكل بورصة الجزائر.....164
2. 2 القيد في البورصة.....167
2. 3 آلية عمل بورصة الجزائر.....169

3. السوق المالية وتمويل الاقتصاد الوطني 170
3. 1 التطورات في بورصة الجزائر 170
3. 2 السوق السندية في الجزائر وتمويل الاستثمار 171
4. عوائق سوق رأس المال في الجزائر وسبل تطويرها 172
4. 1 عوائق سوق رأس المال في الجزائر 172
4. 2 مقترحات لتطوير سوق رأس المال في الجزائر 174
خلاصة الفصل الثالث **175**
الخاتمة العامة **180**
الملاحق
قائمة المراجع

قائمة الجـــداول

عنـــوان الجـــدول	الصفحة
الجدول رقم (1.1): ملخص لأهم الفروق بين سوق النقد وسوق رأس المال	7
الجدول رقم (2.1): المقارنة بين الأوراق المالية	25
الجدول رقم (1.2): نسبة الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية (1972- 2003)	81
الجدول رقم (2.2): نسبة الادخار إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية (1972- 2003)	82
الجدول رقم (3.2): تطور الادخار الحكومي كمصدر محلي للتمويل في الجزائر الفترة 2004/1997	84
الجدول رقم (4.2): تطور التمويل التضخمي في الجزائر خلال الفترة2006/1997	85
الجدول رقم (5.2): درجة تركيز السلعي للصادرات في بعض الدول العربية	90
الجدول رقم (6.2): متوسط معدل التغير السنوي في معدل الادخار المحلي الإجمالي لبعض الدول النامية خلال عقد الأول من التنمية (1960- 1970)	93
الجدول رقم (7.2): أثر الدين الخارجي على الادخار المحلي لبعض الدول العربية	94
الجدول رقم (8.2):تطور حصيلة الميزان التجاري في الجزائرخلال الفترة 2006/1997	100
الجدول رقم (9.2): تطور المديونية الخارجية في الجزائر خلال الفترة 2006/1997	102
الجدول رقم (1.3): معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية (%) لعامي 2005، 2006	115
الجدول رقم (2.3): مؤشر سياسة التوازن الداخلي (عجز أو فائض الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) لعامي 2005، 2006	117
الجدول رقم (3.3): مؤشر سياسة التوازن الخارجي لعامي 2005، 2006	118
الجدول رقم (4.3): أسعار الصرف في الدول العربية لعامي 2005، 2006	119
الجدول رقم (5.3): مؤشرات السياسة النقدية (معدل التضخم) لعامي 2005، 2006	120
الجدول رقم (6.3):تطور معدل رسملة السوق – القيمة السوقيةالإجمالية – في متوسط الفترة 2001/1997 و متوسط الفترة 2006/2002 في الدول العربية	129
الجدول رقم (7.3):تطور رسملة البورصة في الفترة (1997- 2007)	131
الجدول رقم (8.3):تطور عدد الشركات المدرجة في الدول العربية خلال الفترة 2007/1997	134
الجدول رقم (9.3):تطور قيمة التداول بالبورصات العربية خلال الفترة 2007/1997	137

الجدول رقم (10.3):تطور معدل التداول للبورصات العربية في متوسط الفترة 2001/1997و متوسط الفترة 2006/2002	138
الجدول رقم (11.3):معدل الدوران بالبورصات العربية 2007/1997	140
الجدول رقم (12.3): تغير المؤشر المركب للصندوق2007/1997	142

قائمة الأشكـــــال

عنـــوان الشكـــــل	الصفحة
الشكل رقم (1. 1): أنواع أسواق المال	6
الشكل رقم (1. 2): أهمية الأسواق المالية	8
الشكل رقم (3.1):مكونات السوق الثانوي و العلاقة التي تربط بينهم	12
الشكل رقم (4.1): مجموع الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي	28
الشكل رقم (2. 1): تركيب تدفقات رؤوس الأموال ابتعد عن القروض المصرفية واتجه إلى الاستثمار المباشر والاستثمار بالمحفظة	98
الشكل رقم (3. 1):تطور رسملة السوق – القيمة السوقيةالإجمالية خلال الفترة (1997-2007)	132
الشكل رقم (3. 2): توزيع الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية عام 2007	132
الشكل رقم(3.3):تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية 2007/1997	135
الشكل رقم(3. 4):توزيع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية عام 2007	136
الشكل رقم(5.3):تطور معدل الدوران بالبورصات العربية خلال الفترة 2007/1997	141
الشكل رقم (6.3): تغير المؤشر المركب للصندوق 2007/1997	143

مقدمة عامة

1. تمهيد:

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض من أجل تحقيق الأهداف المرسومة، يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

إن تمويل التنمية الاقتصادية يعني في الأساس بحث مصادر الادخار الكامنة في المجتمع، وبحث الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية، وبالتالي فإن تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستخدامات المثلى يقتضي توافر عناصر أساسية من بينها وجود هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات والمحفزات القادرة على التحريض والاستيعاب والتوجيه الجيد للمدخرات لأغراض الاستثمار المنتج.

ولوقت قريب لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورا رياديا في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد.حيث اعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق لما توصل إليه من ميكانيزمات وتقنيات زادتها التطورات التكنولوجية فعالية ومرونة، فأستمر التمويل غير المباشر إلى منتصف السبعينات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وإلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية.

وكنتيجة للعولمة الاقتصادية وما ترتب عنها من تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة من جهة، وتزايد الاختلالات الاقتصادية وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية الخارجية من جهة ثانية، اتجه تمويل الاقتصاد إلى الأسواق المالية مما جعلها تتصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين. وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة المدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد المالية، فقد لعبت دورا هاما في تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة. ضمن هذا الإطار برز وعي لدى الدول النامية بوجه عام والدول العربية بوجه خاص بضرورة العمل على إنشاء هذه الأسواق أو تطويرها من خلال القيام بالإصلاحات الضرورية لذلك، وهذا نظرا للدور الذي يمكن أن تؤديه في تفعيل الخطط التنموية الخاصة بها.

ومن بين تلك الدول التي أولت اهتمام لموضوع إنشاء هذه الأسواق نجد الجزائر وهذا نظرا للدور الذي يمكن أن تؤديه في تمويل الاقتصاد خاصة إطار تحولها نحو اقتصاد السوق الذي يتطلب وجود مثل هذا النوع من الأسواق.

2. إشكالية البحث:

إن الفكرة الأساسية في هذا البحث هو إبراز أهمية سوق رأس المال في تحقيق عملية تمويل التنمية من خلال طرح الأوراق المالية للمؤسسات الاقتصادية، حتى تتمكن هذه الأخيرة من المحافظة على طاقتها الإنتاجية وكذا تحقيق توسعها هذا من جهة، كما أنها تسعى من جهة أخرى إلى تغطية

العجز في ميزانية الحكومة المركزية وهيئاتها من خلال ما تطرحه من سندات، وتفادي مشكلة المديونية الخارجية، كما أنها تسهر على تسهيل مهمة تداول جميع هذه الأوراق في أسواقها الثانوية بعد إصدارها وطرحها للاكتتاب بالسوق الأولية.

وعلى العموم فإن الدول العربية تسعى جاهدة للاستفادة من هذه الأداة التمويلية الحديثة وذلك بالعمل على تكييف اقتصادياتها بما يلاءم هذه الأخيرة.

وعلى ضوء ما سبق، تتجدد الإشكالية المطروحة للبحث من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم أسواق رأس المال كأداة تمويلية معاصرة في دفع عجلة التنمية في البلدان العربية لا سيما الجزائر؟

وحتى يتسنى لنا الإجابة على هذا التساؤل فإنه من الضروري الاستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

1- ما حقيقة سوق رأس المال؟

2- ما هي مصادر تمويل اقتصاديات الدول العربية؟ وماذا عن مساهمتها في تمويل المشاريع التنموية بها؟

3- ماذا عن واقع أسواق رأس المال في الوطن العربي؟ وكيف كانت درجة تطور هذه الأسواق خلال السنوات العشرة الأخيرة (1997- 2007)؟

4- ما هي العلاقة التي يمكن أن تربط أسواق المال بالنمو الاقتصادي في البلاد العربية؟

5- كيف يمكن جعل هذه الأسواق ذات كفاءة في تمويل الاقتصاديات العربية؟

6- ما هي المكانة التي يحظى بها سوق رأس المال (البورصة) في الاقتصاد الجزائري؟

7- ما هي الأسباب التي جعلت بورصة الجزائر في وضعيتها الحالية؟

3. الفرضيات:

إن الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية يتطلب منا وضع مجموعة من الفرضيات يمكن إثباتها أو نفيها من خلال الدراسة التي سنقوم بها، والمتمثلة في:

الفرضية الأولى: تمثل سوق رأس المال فرصة استثمارية ممتازة، وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية.

الفرضية الثانية: تتزايد نسبة مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل الاقتصاديات العربية.

الفرضية الثالثة: تعتبر سوق رأس المال في الجزائر سوق فتية، ومنه فإن مساهمتها في تمويل الاقتصاد الوطني ضئيلة جدا أو مهملة.

4. أهمية البحث وأسباب اختيار الموضوع:

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعا لرؤوس الأموال ، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات المنشودة في غيبة التكوينات الرأسمالية، ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها،

كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثار تضخمية من جهة، ومواجهة الاقتصاديات العربية مشكل توفير الموارد المالية الضرورية لتمويل التنمية الاقتصادية والنهوض باقتصادياتها من جهة ثانية فإن أهمية البحث تكمن في أهمية دراسة أسواق رأس المال كنموذج تمويلي معاصر وآلية تستهدف تحقيق التكامل المالي العربي وزيادة التدفقات المالية العربية.

أما عن أسباب اختيار الموضوع يرجع إلى:

السبب الموضوعي: محاولة الوقوف على تجربة الدول العربية في اعتمادها أسواق رأس المال كأداة تمويلية معاصرة خاصة في ظل الاهتمام المتزايد لهذه الأداة في الاقتصاديات المتقدمة والدراسات الحديثة.

السبب الذاتي: الميل للتطلع إلى مثل هذه المواضيع الاقتصادية خاصة إثر البث الإعلامي المستمر والمكثف الذي يعرض النشاط اليومي للبورصات.

5. أهداف البحث:

تتمثل الأهداف الرئيسية لهذه الدراسة في النقاط التالية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق رأس مال فعال، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في أسواق رأس المال العربية.
- إبراز الدور الذي يمكن أن تؤديه سوق رأس المال أو السوق المالية كما يسميها البعض في توفير الموارد المالية الضرورية للنهوض بتنمية اقتصادية فعالة في الوطن العربي عامة والجزائر خاصة، وهذا في ظل القيود المفروضة على التمويل الخارجي وما يترتب عليه من آثار سلبية من جهة، وعجز آلية التمويل غير المباشر في توفير الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية من جهة ثانية.

6. حدود البحث:

- ❖ يشمل نطاق الدراسة أسواق رأس المال العربية والتي نركز فيها على البورصات العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وهذا لسهولة توفر المعلومات والبيانات الإحصائية عليها.
- ❖ يركز البحث على تحليل أداء وقياس درجة تطور هذه البورصات خلال الفترة الممتدة (1997- 2007).

7. المنهج المستخدم في الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبه تم المزج بين منهجين وصفي وتحليلي.

تم اعتماد المنهج الوصفي عند عرض الجوانب النظرية والفنية المتعلقة سواء بسوق رأس المال أو التمويل، كما استخدم كذلك في عرض واقع الاقتصاديات العربية والنظام المالي والمصرفي في الدول العربية.

وتطلب الأمر استخدام المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة (1997- 2007) بغية استخراج أهم العقبات التي تقف أمامها وإيجاد محاور تفعيلها، كما استخدم كذلك عند تحليل بعض الجداول بغية الوصول إلى نتائج تخدم الموضوع.

8. أدوات البحث ومصادر البيانات

المسح المكتبي: لغرض الوقوف على المراجع العربية والأجنبية التي تناولت هذا البحث وكذا المجلات والأبحاث السابقة.

الإحصاء: تم استخدام بعض الأدوات الإحصائية كمقاييس النزعة المركزية بالإضافة إلى الأشكال والرسومات البيانية بالاستعانة ببرمجيات خاصة بالميدان.

9. الدراسات السابقة

وفي حدود علم الباحثة تم تناول موضوع أسواق رأس المال كأداة لتمويل الاقتصاد- دراسة تجربة أسواق رأس المال العربية- في البحوث التالية:

- سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد-دراسة تجربة الأسواق المالية العربية- وهي مداخلة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة أيام *21/22*نوفمبر *2006*، وكانت الإشكالية تتمحور حول كيفية جعل تلك الأسواق ذات كفاءة في تمويل الاقتصاد ومدى ارتباطها بالوسائل التمويلية الأخرى. وقد أبرز الباحث أهم المؤشرات التي تسمح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها من بينها مؤشرات تطور أسواق رأس المال وهي مهمة جدا خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثر اقتصاد البلد المعني بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي، وقد ركز الباحث في دراسته لمؤشرات قياس درجة تطور أسواق رأس المال العربية على عام *2004و2005*، وتوصل إلى نتيجة مفادها بالرغم من النتائج المخيبة إلا أن بوادر الأمل بدأت تلوح لتنشيط الأسواق المالية العربية، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فمن الضروري إعادة النظر في السياسة المتبعة إلى حد الآن، ونحن متفقون معه لكن لتأكيد النتيجة والتعمق في البحث تناولنا هذا الموضوع بشيء من التفصيل مع تمديد فترة الدراسة عند قياس درجة تطور أسواق رأس المال العربية(1997-2007) حتى تكون الدراسة وافية إلى حد ما.

- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية(1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد 79 ديسمبر2004، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية مع تحليل أداء السوق المصري للأوراق المالية والتعرف على أهم المعوقات فيه بغرض اقتراح عدد من المحاور لتفعيله وزيادة كفاءته. حيث خصص الفصل الأول للإطار النظري لدراسة سوق الأوراق المالية أما الفصل الثاني تناول فيه تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-

2003)، وفي الفصل الثالث تطرق إلى تحليل أداء البورصة المصرية خلال الفترة(1994-2003)وتوصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحققه فقد أثبتت التجربة أن الربط بين البورصات العربية كان خطوة شكلية لم يترتب عليها إيجابيات أو سلبيات ولم يزد حجم التعاملات. ونتفق معه في جزء منها لكن كون دراسته كانت خلال(1994-2003) فهي لم تكشف التطورات ونشاط البورصات العربية ما بعد عام *2003*وهي مرحلة مهمة في تاريخ البورصات العربية وهذا ما حاولنا أن نكشفه في دراستنا هذه.

- مزيود إبراهيم، سوق رؤوس الأموال ودورها في تمويل المشاريع التنموية بالدول العربية- دراسة حالة الجزائر- مذكرة ماجيستر في علوم التسيير-فرع نقود ومالية- جامعة الجزائر*2006/2007*، وتدور إشكالية هذا البحث حول المدى الذي يمكن أن تساهم سوق رؤوس الأموال في تمويل المشاريع التنموية في البلدان العربية بصفة عامة والجزائر خاصة. وقد قسم الباحث بحثه إلى ثلاثة فصول: الفصل الأول تناول مفاهيم أساسية حول سوق رؤوس الأموال، والفصل الثاني تحت عنوان إشكالية تمويل الاقتصاد في البلدان العربية، بينما الفصل الثالث وهو الجزء التطبيقي تناول فيه أهمية سوق رؤوس الأموال كسوق تمويلية في الاقتصاد الوطني. وتوصل الباحث إلى أن سوق رؤوس الأموال لها أهمية في تمويل المشاريع التنموية بالدول العربية إلا أن مساهمة هذه السوق في تمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر ضعيفة. وهي نتيجة نتفق معها لكن ما تجدر الإشارة إليه أن الدراسة والتحليل للوصول إلى النتيجة السابقة فيما يخص الدول العربية لم تعتمد على مؤشرات تقيس نسبة مساهمة هذه الأسواق في تمويل الاقتصاديات العربية خلال فترة زمنية معينة، وهذا ما نحاول كذلك الكشف عنه في بحثنا هذا.

10. **خطة البحث:**

لقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول منها أهمية أسواق رأس المال حيث خصص المبحث الأول منه للحديث عن سوق رأس المال ومبحث ثاني لعرض قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال ومبحث ثالث تناول وضع الاقتصاديات في ظل كفاءة أسواق رأس المال ومبحث أخير تم فيه إبراز أهم المستجدات في أسواق رأس المال.

أما الفصل الثاني فركز على أشكال التمويل في الاقتصاديات العربية خصص المبحث الأول منه لعرض واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية ومبحث ثاني تناول الشكل الأول من التمويل ألا وهو التمويل المحلي ودور الادخار في تمويل الاقتصاد ومبحث ثالث تطرق إلى التمويل الدولي ودوره في تمويل المشاريع التنموية ومبحث رابع عرض التمويل عن طريق أسواق رأس المال كنموذج تمويلي معاصر في الدول العربية.

والفصل الثالث وهو كجزء التطبيقي تناول مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية بالدول العربية خصص المبحث الأول منه لتوصيف أوضاع الدول العربية ومبحث

ثاني لقياس تطور فعالية أسواق رأس المال العربية(1997-2007) ومبحث ثالث لدراسة العلاقة بين أسواق رأس المال وتمويل عملية التنمية الاقتصادية في البلدان العربية ومبحث رابع لعرض أهمية سوق رأس المال كسوق تمويلية في الاقتصاد الجزائري.

الفصل الأول

أهمية أسواق رأس المال

تمهـــيد

I. مدخل عام للتعريف بسوق رأس المال،

II. قواعد وإجراءات التعامل في سوق رأس المال،

III. اقتصاديات كفاءة أسواق رأس المال،

IV. المستجدات في أسواق رأس المال.

خلاصة الفصل الأول

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــ
الفصل الأول ـــ

I.مدخـــل عـــام للتعريـــف بســـوق رأس المـــال:

نخصص هذا المبحث للحديث عن ماهية سوق رأس المال وموقعها من الـسوق التمويليـة، وكـذا مكونات سوق رأس المال، عملياتها ووظائفها، وفي الأخير نعرض أهم أدوات سوق رأس المال.

1. ماهية سوق رأس المال وموقعها من السوق التمويلية:

نعرض في هذا المطلب نشأة وتطور الأسواق المالية وكذا أنواعها وأهمية وجودها بصفة عامة، ثـم مفهوم سوق رأس المال وموقعها من السوق التمويلية بصفة خاصة.

1.1الأسواق المالية، نشأتها وتطورها، أنواعها وأهمية وجودها :

نتناول نشأة وتطور الأسواق المالية، ثم أنواع وأهمية وجودها.

1.1.1 نشأة وتطور الأسواق المالية:

يرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسـواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد بإنشاء ما يسمى بكوليجيم ميركاتورم لاجتماع التجار، كما كـان في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة وسمرقد حي للتجار "بازار" يعرض فيه التجار سلعهم ويتفقون على الأسعار. ومع التطورات الاقتصادية والمالية التي حدثت في أعقاب الثورة الصناعية وتطور الفكر الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص وتقسيم العمل أصبح إنتاج السلع المختلفة يحتاج إلى أدوات إنتاجية جديدة وإلى موارد مالية ضخمة تفوق القدرة الفردية للمستثمر الفـرد التـي كانت نقطة بدأ في مفهوم شركات المساهمة حيث تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية الشركة تاركين للإدارة التي ينتخبونها ممارسة العمل ورسم الإنتاجيـة للـشركة، وبحكـم الضرورة التي يتطلبها هذا التوسع الكبير نشأت الأسواق المالية التي وفرت للمدخرين وعاء مناسـب لتوظيف أموالهم وتوفير الوقت والجهد وتحقيق المكاسب، الأمر الذي دفع الحكومـات إلـى إصـدار التشريعات والقوانين المنظمة لهذا النوع الجديد من الشركات لضمان حقوق المساهمين.

وكان لابد على هذه الشركات إيجاد الوسيلة المناسبة التي تساعد على جذب المـدخرات وتـشجع الأفراد على الاكتتاب في الأسهم والسندات من خلال إثبات ملكيتهم في مشاريع قائمة وديونهم التي في ذمة المقترضين وبالتالي توفير السيولة النقدية لأوراقهم المالية في أي وقت يشاءون، وقد تجسدت تلك الوسيلة في الأسواق المالية المنظمة أو ما يعرف " **بالبورصات** " .

ويقال أن كلمة البورصة مشتقة من اسم أحد الصيارفة لمدينة بروج Bruges في بلجيكا والذي كان يدعى Vander Bourse، حيث كان تجار المدينة يتجمعون في قـصره **[شـمعون، 2005، ص.08]**، فأول إنشاء للبورصة عرف بهذا الاسم هو بناء مدينة أنفرس في بلجيكا عـام 1460 **[بـوراس، 2002 /2003، ص.67]**، وفي انجلترا كانت بداية ظهور البورصة في القرن السابع عشر عندما بدأت الحكومة البريطانية وشركات تجارية كبرى تجمع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات فقد اسـتقرت عـام 1806م في حي خاص أطلق عليه Royalex _ Charge **[الزوري، فرج، 2001، ص.46]**، كما اعتبرت

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــ
الفصل الأول ـــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

ومن المهام الموكلة لهذه الهيئات هي العمل على تجميع المعلومات والإحصاءات على الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقرير حولها وإجراء الدراسات وتقديم المقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين المالية وتعديلها بما يتلاءم والتطور، بهدف الإطلاع وتبادل المعلومات والخبرات مع ما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالية، بالإضافة إلى تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في الهيئة أو في السوق المالية أو الراغبين في العمل فيها وتختلف هذه الهيئات من دولة لأخرى.

2.1 المتعاملون بالبورصة:

1.2.1 الأفراد:

نعني بهم المدخرون التقليديون ويمثلون السواد الأعظم من المتعاملين في السوق المالية وبالرغم أنهم يشكلون نسبة كبيرة إلا أن تشتت مساهمتهم تجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة، ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة خصوصا الولايات المتحدة الأمريكية بدأت بوضع الآليات والإجراءات لحماية هؤلاء الأفراد.

2.2.1 المستثمرون التأسيسيون:

وهم عبارة عن هيئات عمومية أو خاصة تسهر على عملية جمع الإدخارات من عدد كبير من الأفراد وتوظيفها في شكل أوراق مالية. فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنويعا واسعا **[حنفي، فريد قص، 2000 ، ص .385]**. ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة وذلك لما تجليه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الاستثمارية **[جبار، 2003، ص.16]**.

3.2.1 متعاملون آخرون:

بالإضافة إلى المتعاملين السابق ذكرهم يمكن أن نجد ثلاث أنواع من المستثمرين بإمكانهم التدخل في السوق المالية وهم:

• **الهيئات ذات الهدف التجاري:** وتتكون من جمعيات ذات الصفة الاجتماعية والثقافية، العلمية والرياضية وغالبا ما تتوفر لدى مثل هذه الجمعيات سيولات نقدية يمكن توظيفها في البورصات محصلة بذلك عوائد تساعدها على التوسع في نشاطها.

• **الشركات:** وتتدخل في سوق التداول وذلك من أجل إصدار الأسهم أو سندات من أجل رفع رأسمالها، توظيف الأموال التي تحتاجها بمدة معينة فتؤدي إلى زيادة مواردها المالية، استغلال الفرص المقدمة للحد من تكاليفها كشراء سنداتها المعروضة في البورصة وذلك عند انخفاض قيمتها.

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــ

المنتجات المالية المشتقة أي التي تشتق قيمتها من قيمة أصول أخرى موضوع العقد تكون غير ظاهرة وقد تكون هذه الأصول: أسهم، سندات، سعر الصرف، عقد مستقبلي، مؤشر البورصة وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر بناء على ذلك الأصل موضوع العقد **[حماد،2003، ص.05]** ويمكن إدراج بعض الدوافع لعمليات ظهور الأنشطة الابتكارية في العوامل التالية:

- إعادة توزيع المخاطر للمتعاملين في السوق والسعي لتخفيض بعض صور المخاطر،
- عدم تجانس المعلومات الضريبية واستغلال ذلك في تحقيق وفرات ضريبية للمدخر والمستثمر في الأداة الضريبية،
- محاولة تخفيض من تكاليف المعاملات،
- السعي في زيادة سيولة أصل ما،
- التغيرات التي تطرأ على التشريعات والقوانين،
- تكاليف الوكالة الناتج عن الفصل بين الملاك والمسيرين في مؤسسات المساهمة،
- مستويات أسعار الفائدة وتقلباتها وكذا تقلبات أسعار الأصول المالية،
- التطور التكنولوجي والابتكارات في مجال المعلوماتية،
- السعي لتحقيق بعض المنافع المحاسبية.

2.2 اتجاهات جديدة في الأسهم:

1.2.2 اتجاهات جديدة في الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة نذكر منها:

• **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية [هندي، 1998، ص.39-40]:** الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها ككل، غير أن شركة "جنرال موتورز " خرجت على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلقت عليها الفئة " E " وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي تحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى أطلقت عليها الفئة " H " وربطت فيها التوزيعات التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

• **الأسهم العادية المضمونة:** يقصد بالأسهم المضمونة تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محدودة عقب لإصدار، ويتم التعويض إما بحصول حامل السهم على مزيد من الأسهم العادية أو بحصوله على أسهم ممتازة أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الأجل كما يمكن أن يكون التعويض نقدا **[هندي، 1995، ص.37].**

• **الأسهم العادية المخصومة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشأة التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها **[هندي،1993، ص.16].**

2.2.2 اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

• **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 شهور بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5% من القيمة الاسمية للسهم **[حنفي، قريـاقص، 2005، ص.20].**

• **الأسهم الممتازة لها حق التصويت:** هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.

• **أسهم التمتع:** هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضا للمساهمين القدامى ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة، وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت والأرباح وغير ذلك **[بوكساني، 2004/2003، ص.42].**

3.2 اتجاهات جديدة في السندات :

1.3.2 سندات لا تحمل معدل كوبون: تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2.3.2 سندات ذات معدل فائدة متحركة: وهو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم التي أدت إلى رفع معدل الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل 6 أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق **[أحمد أبو موسى، 2005، ص.124].**

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الأول ـــــــ

الفصل الثاني

أشكال التمويل في الاقتصاديات العربية

تمهـــــيد

I. التمويل وواقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية،

II. التمويل المحلي ودور الادخار في تمويل الاقتصاد،

III. التمويل الدولي (الخارجي) ودوره في تمويل المشاريع التنموية،

IV. التمويل عن طريق أسواق رأس المال- نموذج تمويلي معاصر- في الدول العربية.

خلاصة الفصل الثاني

تمهيد:

إن تمويل الاقتصاديات يعتبر حلقة أساسية في أية محاولة تنموية وآليات تحقيق هذا التمويل- بصفة عامة- يتم بأسلوبين، إما باللجوء إلى المدخرات المحلية وذلك بتوفير الظروف التي تجعل من الأوعية الادخارية تلعب دورها المنوط بها، أومن خلال اللجوء إلى التمويل الخارجي بكل أشكاله وضرورة الاستفادة من هذه الموارد فيما يحقق التنمية الاقتصادية، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

وبالنظر فإن الدول العربية تتمتع بعوائد نفطية هائلة رغم ذلك فقد واجهت وكغيرها من الدول النامية ظاهرة ندرة الموارد المالية.

وعليه سيهتم هذا الفصل بدراسة إشكالية تمويل الاقتصاديات العربية من خلال عرض الأشكال المختلفة للتمويل في هذه الأخيرة خاصة إثر التحولات الاقتصادية التي عرفتها الساحة العالمية (العولمة المالية).

ولتحقيق مختلف تطلعات هذا الفصل نعرضه في أربعة مباحث، المبحث الأول نعرض فيه التمويل بشكل عام وواقع النظام المالي والمصرفي بما فيها الإصلاحات المالية والمصرفية في الدول العربية، ثم يليه المبحث الثاني نتناول فيه التمويل المحلي ودور الادخار في تمويل الاقتصاد بالبلدان العربية، أما المبحث الثالث فيتم التطرق من خلاله إلى التمويل الدولي ودوره في تمويل المشاريع الاستثمارية، والمبحث الأخير نتناول فيه التمويل عن طريق أسواق رأس المال-نموذج تمويلي معاصر-في الدول العربية بحيث نوضح من خلاله دوافع توسع اللاوساطة المالية وإنشاء أسواق رأس المال في الدول العربية.

I. التمويل وواقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية:

لقد ارتبط التمويل تاريخيا بنشأة البنوك التي بدورها ارتبطت بنشأة الرأسمالية كنمط الإنتاج لذلك نجد أنه منذ القرن السادس عشر لعب رأس المال التجاري دورا كبيرا في التجارة الخارجية سعيا إلى تحقيق الأرباح. في هذه المرحلة حصل نوع من التزاوج بين رأس المال التجاري ورأس المال الريعي وبرزت مهن ونشاطات عديدة أدت إلى انتشار وتشكيل رأس المال المصرفي.

وفي القرن السابع عشر والثامن عشر ظهر رأس المال الصناعي وظهرت معه حالة جديدة تتمثل في المشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى أموال ضخمة حيث تعزز اتجاه رأس المال المصرفي نحو تجميع المدخرات من أصحاب الفوائض وتوجيهها إلى رأس المال الصناعي الذي أصبح يقوم بدور الوسيط بين المدخرين وأصحاب المشاريع.

1. ماهيـــة التمويـــل:

نركز في هذا المطلب على تقديم مفهوم التمويل وأهميته، ثم أهم خصائصه، وفي الأخير العوامل التي تؤثر على مصادر التمويل والمحددة لأنواعه.

1.1 مفهومه وأهميته:

نحاول إعطاء أهم تعاريف التمويل، إلى جانب إبراز أهميته فيما يلي:

1.1.1 مفهوم التمويل:

إن النظرة التقليدية للتمويل هي الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع والتي ترتكز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على أموال من عدة مصادر متاحة. ففي الاقتصاد المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج.

ومن ثم فالتمويل يتضمن عدة معان:

***من الناحية الاقتصادية:** يعرف على أنه توفير الموارد الحقيقية لأغراض التنمية وتخصيصها لها، ويقصد بالموارد الحقيقية تلك السلع والخدمات اللازمة لبناء الطاقات الإنتاجية أو لتكوين رؤوس الأموال الجديدة وتتضمن في جوهرها الامتناع عن استهلاك هذه الموارد واستخدامها في مجال إنتاج السلع الخدمات **[جبار، مريمت، بن يوب، 2006، ص.2]**.

وفي شأن ذلك، يقول "موريس دوب " التمويل في الواقع ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة.

***ومن الناحية النقدية البحتة:** فيقصد به إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفير الموارد التي توجه لتكوين رؤوس أموال جديدة.

فقد عرفه الكاتب " بيش" على أنه: " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع خاص وعام، – كما يعرفه كذلك على أنه الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة،

– كما يعرف التمويل على أنه الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بـإدارة مجـرى النقد وإلزاميته لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات فـي الوقـت المحدد **[كتوش، ورين، 2006، ص2]**.

من خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمـشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطـوير المـشاريع العامـة منهـا والخاصة وفي الوقت المناسب.

2.1.1 أهمية التمويل:

ترتبط أهمية التمويل بأهمية تكوين الطاقات الإنتاجية في توليد الزيادة المنشودة في الناتج الوطني كهدف مباشر للتنمية الاقتصادية، وتبرز هذه الأهمية بوضوح عندما نأخذ بالمفهوم الحـديث الواسـع لرأس المال على أنه لا يتضمن رأس المال المادي فقط بل يشمل رأس المال البشري أيضا حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعـال فـي تحقيـق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق:

– توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة، تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد، تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

– تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل..)

وهنا تبرز الأهمية القصوى للموارد الحقيقية المطلوبة لتكوين الطاقات الإنتاجيـة وأهميـة تـوفير الموارد التمويلية اللازمة، وعلى ضوء مفهوم التمويل فإن قيمة ما يتعين إنفاقه على تكوين الطاقـات الإنتاجية الجديدة (قيمة الاستثمار الوطني) هي تلك التي تحدد الموارد التمويلية المطلوبة مع أخذ بعين الاعتبار أسعار السلع والخدمات اللازمة لإنتاج سلع وخدمات الاستثمار.

2.1 خصائصـه: يتسم التمويل بعدد من الخصائص تتمثل في:

***جانب الاستخدامات:** يعبر عن مجموع الأموال المستثمرة في المؤسسات ويبرز قدرة الـشركة فـي تجميع الأموال، فهو ضمان أساسي يعبر عن المقابل النقدي للوفاء بحقـوق دائنـي المؤسـسة عنـد تصفيتها.

***جانب الموارد:** سواء كانت هذه الموارد طويلة أو قصيرة الأجل فهي قيم نقدية واجبة الـسداد فـي مواعيد محددة وبمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال أي أنها مستحقات واجبة الدفع.

* تتأثر فاعلية **هيكل التمويل** بمدى مساهمة مصادر التمويل الذاتية في تلبية الاحتياجات المالية للشركة كالتالي:

– الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية لا يساعد على مستوى مرتفع من الربحية مع أنـه يـضمن الأمان المالي للمؤسسة،

-الاعتماد المتزايد على التمويل غير الذاتي يؤدي إلى اختلال هيكل التمويل مع أنه قد يساعد على تحقيق مستوى مقبول من الربحية لذلك يجب تحقيق عائد على الأموال المستثمرة في الأصول أكبر من الفوائد المدفوعة،

-الاستفادة من مزايا الرفع المالي،

وتجدر الإشارة هنا إلى أن نمط التمويل قد تحول تدريجيا من التمويل المصرفي بصفة عامة لصالح التمويل بواسطة الإصدارات أو التوريق.

3.1 العوامل المؤثرة على مصادر التمويل والمحددة لأنواع التمويل:

1.3.1 العوامل المؤثرة على مصادر التمويل:

توجد عدة عوامل تؤثر على مصادر التمويل نذكر منها:

•**الزيادة في المبيعات:** توجد علاقة ارتباط طردية بين معدل نمو المبيعات والإيرادات وأسعار بيع الأسهم العادية إذ ترتفع أسعار بيع الأسهم العادية كلما ارتفع معدل نمو مبيعات المؤسسة لذلك يعتبر معدل نمو المبيعات مقياسا لمدى الزيادة المحتملة في إيراد السهم في المستقبل.

•**استقرار المبيعات:** ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا فعندما تزداد درجة استقرار المبيعات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من المخاطر.

•**المنافسة:** إن وجود شركات أخرى منافسة للمؤسسة أي تعمل في نفس النشاط ولها القدرة على التوسع في طاقتها الإنتاجية يؤثران على هوامش الربح، وعليه فإن استقرار نسب الأرباح له نفس أهمية استقرار المبيعات بالنسبة للمؤسسة.

•**هيكل الأصول:** يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة فالمؤسسات التي تتميز بأصول ثابتة تعيش لفترة طويلة الأجل مكفولة بضمانات معينة بدرجة أكبر أما إذا كانت أغلبية أصول الشركة تتكون من ذمم ومخزون نجدها تعتمد على القروض القصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض الطويلة في تمويل نفسها ولكن بدرجة محدودة.

•**اتجاهات رجال الإدارة:** ترتبط اتجاهات رجال الإدارة التي تؤثر مباشرة على اختيار وسائل التمويل بأمرين هما التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة (خاصة عند اللجوء للأسهم العادية) ودرجة الخطر عند استخدام القروض.

2.3.1 العوامل المحددة لأنواع التمويل:

تعتمد بعض المؤسسات على الأموال المقترضة في تلبية احتياجاتها المالية في حين تعتمد بعضها على أموالها الذاتية، والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها والحالة الاقتصادية، وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وتركيبة موجوداتها أما بخصوص العوامل التي تحدد في ضوئها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة فيمكن أن نذكرها فيما يلي:

•الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام: القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الإستخدمات القصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الإستخدمات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.

• الدخل: من أهم المميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض الثابت الكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسات بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها – أي دون اقتراض – أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات فإن النتائج تكون سلبية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين.

•الخطر: ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين هما خطر التشغيل، وخطر التمويل، ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، حيث يتوجب على المؤسسة الاعتماد على رأس مالها في حالة ارتفاع مخاطر التشغيل وعدم الاعتماد على القروض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين مما قد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها **[الراوي وآخرون، 2002، ص.23].**

•الإدارة والسيطرة: يفضل المالكون دائما تمويل المؤسسة عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية لأن الدائنين العاديين وحملة الأسهم الممتازة لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنهم لا يملكون التدخل في الإدارة. ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث باستمرار لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن خدمة دينها وإفلاسها، لذا سيكون من الأفضل تفادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد.

•المرونة: وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها فيما يخص مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.

•التوقيت: المقصود بالتوقيت هو الوقت المناسب الذي تحصل فيه على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط لكن قد تضطر المؤسسة في بعض الأحيان إلى الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت وذلك لحاجتها للأموال.

•**الظروف الاقتصادية العامة:** إن الرواج الاقتصادي يشجع المؤسسة على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس مالها لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة بقدرتها على خدمة ديونها.

• **حجم المؤسسة:** يعتبر حجم المؤسسة من العوامل المهمة في قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض لأن الحجم الواسع غالبا ما يمنح الثقة أكثر من المؤسسات الصغيرة.

•**نمط التدفق النقدي:** المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

• **طاقة الاقتراض:** قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من ناحية ضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.

2. أنماط تمويل الاقتصاد:

إن الهدف الأساسي لوجود نظام مالي في الاقتصاد هو جعل المدخرين يوظفون أموالهم عند المتعاملين الذين هم بحاجة إليها. فالنظام المالي يقوم بتحريك التدفقات النقدية من المتعاملين الاقتصاديين (العائلات، الشركات ، القطاع العمومي) التي تدخر، وذلك لأن نفقاتها تقل عن دخلها نحو المتعاملين الاقتصاديين التي تريد الاقتراض يعني أنها تنفق أكثر مما تدخر، ومنه يعمل كوسيط بين الأعوان الذين لهم المقدرة على التمويل والمتعاملين الذين لهم عجز في التمويل [**Meshkin , 1999, P.27**].

بالإضافة إلى ما سبق فالتمويل يتم على طريقتين (نمطين) هما:

- التمويل المباشر، عندما تكون الرغبتان متوافقان، والذي يميز اقتصاديات الأسواق المالية،
- التمويل غير المباشر، وتكون الرغبتان بالنسبة لأصحاب العجز وأصحاب الفائض غير متوافقان، والذي يميز اقتصاديات المديونية.

1.2 نظام التمويل المباشر:

1.1.2 مفهومه:

هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض أو المستثمر دون أي وسيط مالي بنكي أو غير بنكي، فأساليب التمويل المباشر عددها من عدد أنواع السندات الخاصة بتحويل الفائض من الأموال أي عدد القيم المنقولة التي تمكن تداول الفائض من السيولة بين المتعاملين الاقتصاديين من القطاع الغير البنكي، والقيم المنقولة هي تلك السندات القابلة للمفاوضة والتي تمثل إما حقوق الاشتراك في الملكية وإما حقوق الإقراض **[بخزر يعدل ، 2003، ص.29]**.

ومن ثم فصور التمويل المباشر تختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات، حكومة، أفراد) ونميز:

•**المؤسسات:** تستطيع أن تحصل على قروض وتسهيلات ائتمانية من مورديها أو من عملائها أو حتى من مؤسسات أخرى، إلا أنها يمكن أن تخاطب القطاع العريض من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم دون أن يرتبط نشاطهم مباشرة بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة والصورة هنا تتمثل في: إصدار أسهم للاكتتاب العام أو الخاص، إصدار سندات، الائتمان التجاري، التمويل الذاتي، تسهيلات الاعتماد ، ...

•**الحكومة:** تلجأ الحكومة في بعض الأحيان إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمؤسسات التي ليست لها طبيعة بنكية أو غير بنكية، وتصدر الدولة لهذا الغرض سندات متعددة الأشكال تستهلك خلال مدة مختلفة وبأسعار فائدة متباينة وتعتبر أذون الخزينة من أهم السندات المتمثلة في القروض قصيرة الأجل، أما السندات الطويلة الأجل فهي تتمثل غالبا في قروض المؤسسات العامة المضمونة من الحكومة.

•**الأفراد:** إن أهم صور التمويل المباشر للأفراد في العصر الحديث يتبلور في العلاقات التي تنشأ مباشرة بين المؤسسات والأفراد من عملائها، فحصول الأفراد على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم دون وسيط مالي (بنكي أو غير بنكي) أي بالتمويل المباشر تتم بمقتضى أوراق تجارية، الكمبيالات ،السندات ...الخ، ونجد الكثير من المؤسسات الصناعية الضخمة لها مؤسساتها التمويلية الخاصة والتي وظيفتها الأساسية تتركز في منح العملاء الائتمان والقوة الشرائية اللازمة للحصول على خدمات ومنتجات المشروع، وهذه المؤسسة التمويلية تستمد مصادرها النقدية من أرباح المشروع الأم وكذلك من المشروعات الادخارية الملحقة بالمشروع الرئيسي.

ومما سبق يتضح أن نظام التمويل المباشر يميز ـ عادة ـ اقتصاديات الأسواق المالية إذ عرفه J.G.Gurley E.S.Show: " التمويل المباشر يمثل دائرة تمويل قصيرة أين الأسواق المالية المنظمة تلعب دور هام بفضل عدة مزايا تتسم بها **[koeming, 2000, p. 24]**.

2.1.2 خصائص نظام التمويل المباشر:

يتميز هذا النمط من التمويل بعدة خصائص أهمها **[قدي، 2003، ص.260]**.

•هيمنة التمويل المباشر، إذ يتقابل عرض وطلب رؤوس الأموال مباشرة دون حاجة إلى الوسطاء الماليين، ويشارك هؤلاء في السوق كطالبين و/أو عارضين للأوراق المالية بدلا من الاعتماد على منح القروض بصورة انفرادية،

•ارتفاع نسب التمويل الذاتي لدى المؤسسات، والتي تبرز قدرة التمويل الذاتي لهذه المؤسسات لاستثماراتها بالاعتماد على مواردها الداخلية،

•الأوراق المتفاوض عليها مشكلة أساسا من المديونية العمومية (سندات الخزينة)، والتي تشكل وسيلة لتنويع التوظيفات مما يعمل على تطوير السوق،

•تمثل معدلات الفائدة في هذا النمط سعر التوازن بين عرض وطلب رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية،

•توجه البنوك في ظل هذا النظام قروضها لمساعدة الأعوان غير القادريين على الاقتراض من السوق المالية، أو لتغطية العمليات قصيرة المدى بالنسبة للمؤسسات الكبرى والتي تلجأ في تمويلها للمشاريع الاستثمارية إلى إصدار الأسهم والسندات،

•في ظل هذا النظام تعمل البنوك على تنويع أنشطتها وذلك بتسييرها للمحافظ على أساس المردودية وتعمل على تنويع تشكيلة أصولها رغبة في زيادة المردودية وتوزيعها للمخاطر،

•يلجأ البنك المركزي في هذا النظام في السوق النقدية إلى عمليات السوق المفتوحة لتسوية الاختلال في العرض النقدي،

•يعتمد الإصدار النقدي على عوامل خارجية فأساس مقابل الكتلة النقدية هي المديونية العمومية والعملات الأجنبية والذهب.

3.1.2 تقييم نظام التمويل المباشر:

من خلال ما سبق يمكن الإشارة إلى محاسن وحدود نظام التمويل المباشر كالآتي:

1.3.1.2 محاسن نظام التمويل المباشر: يتضمن نظام التمويل المباشر عدة محاسن أبرزها:

• يسمح هذا النظام بتحقيق تمويل واسع بالنظر إلى العدد الكبير من المدخرين الذين يقومون باقتناء الأوراق المالية مما يدفع المصدرين إلى وضع أوراق معيارية ذات خصائص واضحة ودقيقة من حيث المدة، المبلغ، معدل الفائدة، وهذا بغرض تسهيل التفاوض عليها،

•يسمح هذا النظام بتمويل قليل الكلفة إذ تتحدد أسعار الفائدة عند مستويات تسمح بالاكتتاب في الأوراق، آخذين بعين الاعتبار لعنصر المنافسة الذي يدفع بأسعار الفائدة نحو الانخفاض باستثناء وضعية أثر المزاحمة، وهذا ما يجعلها دائما أقل من المستوى التي توجد عليه في الأسواق التي يسيطر عليها الوسطاء الماليون،

•يتيح إمكانية التفاوض على الأوراق المالية في السوق الثانوية، إذ يمكن شراءها أو بيعها عند الحاجة إلى السيولة، وهذا ما يؤدي إلى انتقال الأوراق من عون لآخر دون زيادة القدرة التمويلية للاقتصاد (تفادي الضغوط التضخمية) ويسمح هذا التفاوض التسعير المستمر للأوراق الصادرة من قبل،

2.3.1.2 حدود التمويل المباشر: [قدي، 2003، ص.262-263]

بالرغم من المزايا المذكورة أعلاه فإن للتمويل المباشر حدود أبرزها:

•يطرح هذا النظام مشكلة عدم تقابل المعلومات asymértie إذ في العادة ما نجد لدى المقترض معلومات لا تتوفر لدى المقرض ولا يرغب في تحويلها إليه فليس لدى كل المتدخلين في السوق نفس المعلومات عن حالة المصدرين، وسعيا من الدول إلى تقليص هذه الفجوة في المعلومات التي يمكن أن تحدث هزات أو انهيار للسوق تنشئ هيأت متخصصة دورها هو جمع وتحليل المعلومات ونشرها وتقوم بدور المراقبة لدى المؤسسات المقيدة في السوق المالية وتلزمها بنشر المعلومات عن وضعيتها بصفة منتظمة وفق مواصفات معينة مع مراقبة مصداقية هذه المعلومات،

•أدى الفن المالي إلى تنويع وتركيب الأوراق المالية (المنتجات الهجينة) مما جعلها معقدة بشكل يجعل المدخرين في البلدان النامية غير قادرين على استيعاب وفهم خصائصها،

•يعمل نظام معايرة الأوراق إلى عدم توافقها والاحتياجات الخاصة لبعض المدخرين أو المستثمرين.

2.2 نظام التمويل غير المباشر:

1.2.2 مفهوم نظام التمويل غيرالمباشر:

يعبر هذا النوع عن كل طرق وأساليب التمويل غير المباشرة والمتمثلة في الأسواق المالية والبنوك أي كل المصادر المالية التي فيها وسطاء ماليين. حيث يقوم الوسطاء الماليين المتمثلين في السوق المالية وبعض البنوك بتجميع المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض، ثم توزيع هذه الإدخارات على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها، فالمؤسسات المالية الوسيطة تحاول أن توفق بين متطلبات مصادر الادخار ومتطلبات مصادر التمويل **[كتوش، ورين، 2006، ص.3]**

ويتم ذلك من خلال قيام المؤسسات المالية (الوسطاء الماليون) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول على نفسها وبيعها لهذه الوحدات ذات الفائض وبالطبع حيث تكون هذه الأصول من قبيل الأصول المالية غير مباشرة لأن الذي أصدرها هي منشآت الوساطة المالية، ثم تقوم منشآت الوساطة المالية بدورها في إقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تصدر بدورها أصولا مالية تبيعها لمنشآت الوساطة المالية.

فالكثير من المصادر الادخارية ترفض التوظيف الاستثماري المباشر نظرا لتفضيلها السيولة، أو بسبب عدم رغبتها في تحمل المخاطر أو نتيجة عدم ثقتها في الاستثمارات المقدمة، وعندئذ تقوم هذه المؤسسات المالية بمخاطبتهم بسندات جديدة ذات جاذبية معينة كأن يقدم لهم خدمات (بوليصة التأمين) أو (شهادات الاستثمار...الخ).

وتجدر الإشارة أن الاقتصاد الذي يعتمد على هذا النمط يطلق عليه " اقتصاد المديونية ".

2.2.2 خصائص نظام التمويل غير المباشر:

لهذا النمط من نظام التمويل خصائص يمكن ذكرها:

•سيطرة القروض على هذا النظام، إذ تقوم البنوك بتقييم المخاطر وعلى ضوئها تقوم بتمويل المشاريع المتوقع مردوديتها وبالتالي تشكل القروض الشكل الأساسي لتمويل النشاط الإنتاجي،

•لا يتوقف عمل البنوك على تحويل آجال استحقاق الموارد المعبأة وإنما تعمل أيضا على خلق وسائل التمويل تستجيب لرغبات الخاصة لكل عون اقتصادي،

•تساهم السوق النقدية بجزء قليل في عمليات التعديل النقدي ويكون التدخل الغالب للبنك المركزي فيها من أجل منح السيولة للبنوك التجارية (إعادة التمويل)، حيث يكون البنك المركزي مرغما على التدخل عند الحاجة إلى السيولة بغض النظر عن مستويات أسعار الفائدة.

3.2 الموازنة بين اقتصاد السوق المالية واقتصاد الاستدانة:

رغم أن التمويل المباشر وغير المباشر شبكتين ضروريتين في صيرورة التمويل الاقتصادي إلا أننا نجد في اقتصاديات العالم طغيان إحدى الشبكتين على الأخرى، هذا ما أدى إلى تصنيف الاقتصاد إلى اقتصاد السوق المالي Economie de marchés financiers واقتصاد الاستدانة Economie d'endttément، رغم ذلك يبقى السؤال مطروح: **هل التمويل المباشر الذي يميز اقتصاديات الأسواق المالية، والتمويل غير المباشر الذي يميز اقتصاديات الاستدانة متكاملين أم بديلين؟ وأيهما أفضل؟**

للإجابة على هذا السؤال نستند إلى الدراسة التي قام بها باحثان في البنك الدولي **[مزيود، 2007/2006، ص.85] نقلا عن[كونت، ماكسموفنش، 1996 ص.46]**

حيث أخذا عينة متكونة من 30 بلدا صناعيا وصنفت إلى ثلاث مجموعات وفق تطور أسواق الأوراق المالية في كل منها (أي يأخذ بعين الاعتبار حجم السوق والسيولة)، وقد تضمنت المجموعة الأولى أقل الأسواق تطورا أما الثانية فاحتوت على أسواق أكثر تطورا بمقدار نسبة القروض إلى الأسهم، وتم ضم الأسواق المتطورة بمقدار أربعة أضعاف في المجموعة الثالثة، وخلصت هذه الدراسة إلى أن نسبة القروض إلى الأسهم تزيد بنسبة 10% حين يصل التعامل في سوق الأوراق المالية إلى الضعف ولكنها تنخفض بنسبة 25% حين تتضاعف السوق إلى أربعة مرات حجما وسيولة، وهذا يفضي للقول أن تزيد نسبة الأسهم ولكن ستزيد معها نسبة القروض بدرجة أكبر وذلك لعوامل تخص تحسين وضعية الشركات والرقابة عليها وهذا ما يجعل الدائنين يطمحون إلى تقديم المزيد من القروض، واستنتجا الباحثان في هذه الحالة أن هناك تكامل بين نمطي التمويل. أما في حالة وصول الأسواق إلى درجة عالية من التطور فإن الشركات تبدأ بالالتجاء إلى هذه الأسواق على حساب قروض، وهنا يصبح الصنفين بديلين لبعضهما.

ومن ثم ففي حالة البلدان التي تفتقر إلى أسواق مالية متطورة فإن فرص المستثمرين في تنويع مخاطرهم تكون ضئيلة مما يدفع الشركات إلى تجنب استخدام هذه الأسواق والاتجاه نحو الاقتراض من البنوك، فصنفي التمويل إذا متكاملين في الحالة التي يكون فيها كلاهما في درجة مقبولة من التطور، أما في حالة اختلال التوازن بينهما فالاتجاه سوف يتأرجح نحو أحدهما.

3. واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية وجوانب إصلاحه:

نعرض واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية، ثم نبرز جوانب ضعفه، وأهم الإصلاحات المالية والمصرفية في الدول العربية.

1.3 واقع النظام المالي والمصرفي في الدول العربية:

لا يزال القطاع في معظم البلدان العربية ضعيفا وغير قادر على أداء دوره بشكل فعال، والمتمثل في تعبئة الموارد الضرورية اللازمة للتنمية رغم جهود الإصلاح التي تبنتها معظم الدول العربية.

الفصل الثاني ـــــــ

كما لجأت في الوقت نفسه إلى استخدام مبادئ وأسس لضبط تخصيص وتكوين الائتمان، وفي هذا الصدد تم استخدام آليات تحكم نوعية كخط الائتمان في الجزائر والمغرب وتونس والأردن لتوجيه الائتمان المدعوم إلى قطاعات لها أولوية إذ يتعين على البنوك أن تخصص جزء من مواردها لأغراض شراء أدوات وسندات الدين العام التي تصدرها مؤسسات الائتمان المتخصصة.

2.2.3 جوانب الضعف الهيكلي في النظام البنكي:

رغم التطورات الإيجابية التي شهدتها الصناعة المصرفية العربية فإن هناك مكامن ضعف أساسية في هذه الصناعة أهمها: **[السيسي، 2002، ص.218-219]**

•**هيمنة الأعمال المصرفية التقليدية:** مازال معظم المصارف العربية يعاني من سيطرة نظم الأعمال المصرفية التقليدية على نشاطها وذلك بسبب جمود القوانين والتشريعات المصرفية، وتدني نوعية الكفاءات المهنية ونقص مستوى التدريب، وتركز انتشار الفروع في المدن الكبيرة مما أدى إلى ضعف وتدني مستوى الخدمات المصرفية العربية واقتصارها على الأعمال التقليدية (إيداع، سحب، تحويل، اقتراض قصير الأجل)، وقد اقتصرت معظم التسهيلات المصرفية على عمليات المضاربة وذلك على حساب التمويل المتوسط والطويل الأجل للقطاعات الإنتاجية والخدمات، الأمر الذي أدى إلى جمود الوضع الاقتصادي والمصرفي الذي تعاني منه معظم الدول العربية.

•**صغر حجم الوحدات المصرفية:** يتسم الوضع المصرفي العربي بكثرة القيود وصعوبة الحركة، الأمر الذي أدى إلى قيام وحدات مصرفية عربية معظمها صغيرة الحجم ومحدودة الرساميل باستثناء مصارف معدودة، وذلك بالرغم من صدور قوانين وتشريعات لتسهيل الاندماج المصرفي وبحوافزها المتعددة إضافة إلى إجراءات التي اتخذتها السلطات النقدية لتكوين وحدات مصرفية قوية وكبيرة الحجم في عدد من الدول العربية عبر تحديد حدود دنيا لرأس المال المصرفي.

•**الكثافة المصرفية:** تعاني معظم الدول العربية من كثرة المؤسسات المصرفية بحيث لا يتناسب عددها الكبير مع حجم الاقتصاد أو السوق المصرفية أو حتى عدد السكان، الأمر الذي يؤدي إلى تنامي ظاهرة (التمصرف الزائد) في هذه الأسواق وما يصاحبها من تنافس حاد على جذب الودائع ومنح التمويل على النحو الذي يعرقل تطور العمل المصرفي في تلك الدول.

•**التركز المصرفي:** تتسم معظم الأسواق المصرفية العربية بسيطرة عدد محدود من المصارف الكبيرة الحجم على الجانب الأكبر من نشاط هذه الأسواق بما ينطوي عليه من ظاهرة الاحتكار، الأمر الذي يبرزه ضرورة الحاجة إلى عمليات اندماج واسعة في تلك الدول من أجل قيام مصارف أخرى كبيرة تعمل وتنافس بما فيه مصلحة النمو المصرفي في الأسواق الوطنية.

•**تزايد منافسة المصارف الأجنبية:** من الملاحظ توسع المصارف الأجنبية في السنوات الأخيرة في الأسواق المصرفية لمعظم الدول العربية بعدما تبين لهذه المصارف الأجنبية تمويل المشروعات والاستثمار في قطاعات حيوية اعتمادا على الخدمات الإبداعية والتوظيفية المتطورة المتوفرة لديها،

الأمر الذي أدى إلى زيادة حصة المصارف الأجنبية في عدد من الدول العربية إلى نسب مرتفعة مما عرقل توسع المصارف الوطنية الكبيرة والمتوسطة الحجم في هذه الدول.

•ضعف العادة المصرفية: معظم الدول العربية يظهر الانخفاض في متوسط نسبة الموجودات المصرفية إلى عدد السكان، و يعزى ذلك إلى ضعف انتشار المصارف، تدهور سعر صرف العملة الوطنية، ضعف حجم المدخرات، و تدني أسعار الفائدة.

•ضعف الرأسمال التقني والبشري: تعاني معظم مصارف الدول العربية من قصور واضح في تطبيق التكنولوجيا المصرفية الحديثة، وندرة الكوادر الإدارية والتنفيذية ذات الخبرة والدراية بالعلم المصرفي المستحدث.

3.3 الإصلاحات المالية والمصرفية في الدول العربية:

تقوم غالبية الدول العربية حاليا بتطبيق برامج شاملة للإصلاح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي، وتشكل تلك البرامج استجابة لبيئة خارجية سريعة التغير مع تزايد متطلبات النمو المحلي. ويعكس ذلك توجها نحو سياسات اقتصادية جديدة تعطي لقوى السوق وتنمية القطاع الخاص دورا أكبر في الاقتصاديات المحلية وتسمح بالاندماج في الاقتصاديات العالمية بصورة متزايدة.

ويشكل إصلاح القطاع المالي والمصرفي جوهر تلك البرامج، وتهدف فيما يهدف إليه هذا الأخير إلى خلق أنظمة مالية ومصرفية سليمة وتنافسية من أجل تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والإسراع في وتيرة النمو الاقتصادي وتمكين اقتصاديات تلك الدول من التكيف مع الصدمات الخارجية **[قارة، 2001، ص.143]**.

كما تم في إطار برامج التصحيح الهيكلي تطبيق الإصلاحات المالية بصفة عامة على مرحلتين:

- المرحلة الأولى: إقامة إدارة نقدية تعتمد على عوامل وآلية السوق من أجل دعم أهداف استقرار الاقتصاد الكلي،
- المرحلة الثانية: تتعلق بهيكل وعمليات القطاع المصرفي، وكذلك تشجيع مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية مثل البورصات وصناديق الاستثمار المشترك وشركات التمويل ومؤسسات الادخار التعاقدي.

1.3.3 المرحلة الأولى من الإصلاحات:

شملت المكونات الأساسية للإصلاحات في هذه المرحلة وقف العمل بسياسات الكبح المالي بما في ذلك إزالة كافة الضوابط الإدارية على أسعار الفائدة وهيكل الأصول بالإضافة إلى البدء بالتحول نحو أدوات التحكم النقدي التي تستند على عوامل وآلية السوق نذكرها فيما يلي **[قارة، 2001، ص.155-160]** بتصرف:

•تحرير أسعار الفائدة: تم تحقيق ذلك على مراحل وبصورة متوائمة مع سرعة خطوات الإصلاحات في القطاع الحقيقي ومع التقدم العام في تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي حيث تم رفع أسعار الفائدة

الاسمية لديها، وتبع ذلك على الفور تحرير أسعار الفائدة على الودائع أما تحرير معدلات الإقراض من جهة أخرى فقد تم بصورة تدريجية.

وتم أثناء مرحلة الانتقال نحو التحرير الكامل لمعدلات الإقراض استخدام معدلات استرشادية مثل معدلات السوق النقدي، سعر الفائدة التفضيلي الذي تحدده كلفة الموارد للمصارف مع إضافة هامش للوساطة، معدل إسناد وهو المعدل الممنوح للودائع الآجلة...الخ، وذلك للتأثير على تحديد أسعار الفائدة على الأصول المالية الأخرى.

وأدى التحرير الكامل لأسعار الفائدة في بعض الدول العربية ومع انخفاض معدلات التضخم الناتج عن إتباع سياسات تقييدية لإدارة الطلب إلى معدلات موجبة لأسعار الفائدة الحقيقية.

•**الابتعاد عن الائتمان الموجه:** تم بالتزامن مع تحرير أسعار الفائدة إزالة الضوابط المفروضة على تخصيص الائتمان المقدم من البنوك على مراحل أيضا، كما تم تدريجيا إزالة المعايير والمبادئ المتشعبة التي كانت تحدد هكيل أصول المصارف مثل: نسبة القروض للودائع ومتطلبات الحصول على تفويض مسبق لتخصيص الائتمان، الشراء الإلزامي لأدوات الدين العام، والائتمان المخصص لبعض القطاعات ذات الأولوية، وقد سهل من تحقيق هذه الأمور تعزيز وتقوية أوضاع المالية العامة والانتقال نحو آلية السوق في تمويل الخزانة.

•**التوجه نحو عوامل السوق في تمويل الخزينة العمومية:** تم مقابلة الاحتياجات التمويلية قبل مرحلة الإصلاحات من خلال إلزام البنوك التجارية وشركات الوساطة المالية غير البنكية بامتلاك أدوات الدين العام ذات العائد المنخفض عن مستوى السوق مما أدى إلى مزاحمة القطاع الخاص وإعاقة نمو أسواق الأوراق المالية، وقد أدت السياسات المالية التقييدية إلى تسهيل الانتقال نحو توفير الاحتياجات التمويلية استنادا إلى عوامل وآلية السوق وذلك من خلال إصدار أذونات الخزينة التي تم بيعها بالمزاد. ففي الجزائر تم البدء بإصدار وبيع أذونات وسندات الخزينة القابلة للتداول من أجل تمويل الخزينة في عام 1995 عبر مزادات علنية إلى البنوك التجارية والمستثمرين المؤسسين. ومن المعروف أن الهدف من إدارة الدين هو تقليل تكلفة الاقتراض على الحكومات وضمان قدرة الخزينة على الوصول إلى الأسواق المالية لتمويل احتياجاتها.

•**الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية:** إن تحول الخزينة نحو التمويل الذي يستند على عوامل وآلية السوق والانفتاح التدريجي لاقتصادياتها يتطلب وجود سياسة نقدية كفئة مما يعني التحول من السوق الائتمانية التي أثبتت عدم فعاليتها إلى الأدوات غير المباشرة لإدارة السياسة النقدية حيث أن مثل هذا الانتقال يتطلب تدخل السلطات النقدية في أسواق النقد للتأثير غير المباشر على أسعار الفائدة وكمية النقود.

•**تحرير الصرف الأجنبي:** شهدت أسواق الصرف تحريرا تدريجيا يهدف إلى التوصل إلى أسعار صرف يتم تحديدها وفق عوامل السوق، تمثلت الخطوة الأولى في تصحيح أسعار صرف العملات المحلية المبالغ في قيمتها، وتبع ذلك في المرحلة الانتقالية استحداث آلية الجلسات لتثبيت أسعار

الصرف، وكذلك فإنه ومع تحسين أوضاع موازين المدفوعات سمح للبنوك بالاحتفاظ بالرصيد من العملات الأجنبية والاتجار بها فيما بينها مما أدى إلى خلق أسواق للصرف الأجنبي حيث تم تحديد أسعار الصرف من خلال التفاعل بين عرض البنوك وطلبها للعملات الأجنبية.

2.3.3 المرحلة الثانية من الإصلاحات المالية والمصرفية:

ونوجزها فيما يلي **[قارة، 2001، ص.161-167] بتصرف:**

* **إعادة تأهيل البنوك:** تمثل إعادة تأهيل البنوك حجر الزاوية في الإصلاحات المالية والمصرفية في الدول العربية وذلك نظرا للدور الرئيسي الذي يقوم به القطاع المصرفي في حشد الموارد، وقد تضمنت الإصلاحات المصرفية بدورها النقاط التالية:

- إصلاح الأطر القانونية والتنظيمية لمؤسساتها المالية والمصرفية، وذلك بمراجعة التشريعات المالية التي تحكم القطاع المصرفي كما تم في بعض الحالات إعادة صياغتها لتتوافق مع المتطلبات المصرفية الحديثة ولتعكس التوجه الجديد نحو آليات وعوامل السوق. وفي ضوء القناعة بأهمية وجود إطار رقابي كفؤ لضمان استقرار وسلامة النظام المالي بصفة عامة والقطاع المصرفي بصفة خاصة تم وضع القواعد الاحترازية والإشرافية بما يتوافق والممارسات المعمول بها، ونتيجة لهذه الجهود شهدت القواعد الرأسمالية للبنوك تحسينا مستمرا حيث تم بصورة عامة الإيفاء بالنسبة المرجحة بالمخاطر لكفاية رؤوس أموال البنوك البالغة 8% كما حددتها لجنة بازل للرقابة المصرفية، أما الدول التي واجهت صعوبات في الالتزام بهذه النسبة فاضطرت إلى تطبيق برنامج لإعادة هيكلتها.

- إعادة هيكلة البنوك العامة، إذ برزت الحاجة لإعادة هيكلة البنوك العمومية من أجل استعادة جدواها كأحد متطلبات عملية الخصخصة الحتمية لها، ولتحقيق ذلك تم إنجاز إجراءات التدقيق والتقييم لمحافظ القروض التي شكلت بدورها أسس لإعادة هيكلة عمليات البنوك وحساباتها الختامية. ومن أجل تحسين كفاءة النظام البنكي وتقليل كلفة الوساطة المالية برزت الحاجة إلى تحسين وضع سيولة البنوك العامة المتعثرة من خلال إعادة رسملتها، وتضمنت هذه الإجراءات بصورة عامة تنقيح محافظ هذه البنوك من خلال ضخ الموارد النقدية إليها ومقايضة ديون الحكومة وتقديم ضمانات حكومية لها بالإضافة إلى التقليل من مساهمة الحكومة في رؤوس أموالها عن طرح جزء من أسهم هذه المصارف التابعة للحكومة في الأسواق المالية.

***تطوير أسواق الأوراق المالية:** شهدت أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية خلال السنوات القليلة الماضية تطورات ملحوظة في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها المتمثلة فيما يلي:

- خضوع قوانين الشركات إلى تعديلات شاملة، ركزت بصفة خاصة على تحسين الشروط المرتبطة بإنشاء شركات المساهمة وتوفير حماية أكبر لكل من المساهمين والمستثمرين.
- تعديل قوانين الضرائب، و ذلك من أجل خلق الحوافز لإصدار الأدوات المالية والتعامل بها.
- تعزيز الشفافية وتبسيط إجراءات المقاصة والتسوية بهدف تعزيز الثقة وتحسين الإطار المؤسسي.

- تشجيع الاستثمارات الأجنبية الخاصة، إذ تمت إزالة القيود أمام دخول هذه الاستثمارات.
- استخدام وسائل الاتصالات الحديثة لنشر المعلومات والبيانات، وذلك في إطار الجهود المبذولة لتحسين البنية التحتية للأسواق.

وكخلاصة القول فإن الإصلاحات المالية والمصرفية استهدفت بصفة عامة إيجاد نظام مالي يستند إلى عوامل وآلية السوق وقادر على الوفاء بمتطلبات السوق أكثر تحررا وتوجها نحو القطاع الخاص. وعلى الرغم من هذه المنجزات فإن عددا من الصعوبات الهامة لا تزال تعيق تطوير أنظمة مالية سليمة في الدول العربية تستند إلى عوامل وآلية السوق، ويأتي في مقدمة هذه المشاكل غياب التنافسية الذي تتسم به القطاعات المالية والمصرفية والذي يرجع إلى تركز المؤسسات المالية وطبيعة هيكل الملكية وأوجه الضعف المزمنة في أداء محافظ البنوك العامة.

II. التمويل المحلي ودور الادخار في تمويل الاقتصاد:

نعرض في هذا المبحث الشكل الأول من التمويل في الاقتصاديات العربية، حيث نتناول ماهية التمويل المحلي ثم ندرس واقع حلقة ادخار- استثمار في الدول العربية وأخيرا نتطرق إلى أهم المصادر الداخلية المستخدمة لتمويل المشروعات الاستثمارية العمومية في الجزائر.

1. ماهية التمويل المحلي:

نركز في هذا المطلب على مفهوم التمويل المحلي، مصادر الموارد المحلية للتمويل، تقسيمات التمويل المحلي على النحو التالي:

1.1 مفهوم التمويل المحلي:

يعتبر التمويل المحلي من الضروريات اللازمة والأساسية لقيام التنمية حيث تتطلب هذه الأخيرة تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد المالية المحلية، ويشير "حربي محمد عريقات" أن تمويل التنمية الاقتصادية في الأساس هو بحث مصادر الادخار المحلي وبحث الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية**[عريقات، 1997، ص.77]**.

ويعرف الادخار على أنه كل ما يفيض من الدخل بعدما ينفق على الاستهلاك وعليه فالادخار هو الامتناع عن الإنفاق على الاستهلاك **[يسري إبراهيم، 1997، ص.04]**. أيضا هو اقتطاع جزء من الدخل الذي يحصل عليه الفرد من إنفاقه، وهو ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك **[صخري، 2005، ص.11]**.

وانطلاقا مما تقدم ذكره يمكن اعتبار الادخار هو ذلك الجزء الذي لم يذهب إلى الاستهلاك لأن المداخيل التي يحققها الأفراد خلال فترة معينة لا تنفق كلها، وإنما يقتطعون جزء منها ليودعوه في البنوك أو في صناديق التوفير أو يشترون به بعض الأسهم والسندات وأشكال الثروة الأخرى، وبالتالي تمثل خلال فترة زمنية معينة في الفرق بين دخلهم الجاري وإنفاقهم الجاري على السلع والخدمات الاستهلاكية خلال هذه الفترة.

وبناء على ما سبق يمكن تعريف التمويل المحلي بأنه كل الموارد المحلية المتاحة والتي يمكن توفيرها من المصادر الداخلية (المحلية) للتمويل، ونقصد بالمصادر الداخلية للتمويل جميع أنواع الموارد الحقيقية المتوفرة داخل الاقتصاد المحلي سواء كانت مستغلة أم غير مستغلة جزئيا، ونعني بالموارد - هنا - الموارد الاقتصادية وتشمل الموارد الطبيعية والبشرية والمالية وتقسم هذه المصادر إلى نوعين من الإدخارات: إدخارات طوعية، إدخارات إجبارية **[الحسني، 1999، ص.41]**

2.1 مصادر الموارد المحلية (الداخلية) للتمويل :

تنقسم مصادر الموارد المحلية ـ كما سبق ذكره ـ إلى نوعين من الإدخارات هما:

1.2.1 الإدخارات الطوعية (Voluntary Savings): وهي الإدخارات التي يحققها الأفراد والمؤسسات طواعية (اختيارية) وتشمل:

• **إدخارات القطاع العائلي:** يقصد به ذلك الجزء من الدخل الذي يوفره قطاع العائلات طواعية دون التزام تشريعي بغرض تلبية حاجيات مستقبلية، ذلك مهما كان الشكل المعتمد للاحتفاظ بالثروة (أصول عينية، مالية، نقدية)، وعادة ما يقاس حجم الإدخارات لهذا القطاع بالفرق بين مجموع الممكن التصرف فيها **(Disposible Incomes)** والإنفاق الخاص على الاستهلاك **[الحسني، 1999، ص.41]**.

ويشكل القطاع العائلي في الدول المتقدمة المصدر الرئيسي للإدخارات المحلية أما في الدول النامية بصفة عامة والدول العربية – خاصة غير النفطية منها – فإنها لا تحقق إدخارات كبيرة بل وأحيانا سالبة.

ويعود السبب في ذلك إلى عوامل عدة منها ما هو اقتصادي مثل حجم الدخل والذي يتميز بانخفاضه في هذه الدول فضلا عن ارتفاع الميل المتوسط للاستهلاك مما لا يسمح بتكوين فائض للادخار، وذلك رغم حدوث زيادة في الدخول الحقيقية للأفراد في معظم الدول العربية في السنوات الأخيرة إضافة إلى ذلك فإن أسعار الفائدة، التضخم، مدى انتشار البنوك والمؤسسات الادخارية والرغبة في حيازة أموال بمقابلة حاجات المستقبل أو لبلوغ مستويات معيشية معينة لها أثر كبير على عملية الادخار من جهة، كما أن حاجات الأسرة الكبيرة في الظروف الواحدة تفوق حاجات الأسرة الصغيرة وعلى ذلك ففي ظل كبر عدد أفراد الأسرة وتدني مستويات الدخول في الدول النامية والعربية خاصة يقل الادخار إن لم ينعدم من جهة أخرى.

كما يرى معظم الاقتصاديين أنه بإمكان الدول النامية النهوض بمدخراتها لو اتبعت سياسة رشيدة لمكافحة التضخم وأقامت أوعية ادخارية لصغار المدخرين.

وعلاوة على ما ذكر فقد شرعت العديد من البلدان العربية بدعم المؤسسات المالية المحلية ورفع كفاءتها من خلال تشجيع إقامة هذه الأسواق لجذب الإدخارات المحلية من القطاعات المختلفة، ووضع إطار مؤسسي وقانوني ملائم لهذا الغرض ولعل من أبرز هذه المؤسسات هي بورصات الأوراق المالية وهي سوق تمكن المستثمرين (سواء أفراد أو مؤسسات)الراغبين في الحصول على السيولة من بيع ما يحملونه من أوراق مالية بأسعار مناسبة، وبذلك تساهم في تشجيع عملية الادخار والاستثمار في

المجتمع من خلال تجميع هذه الإدخارات وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها المنتجة.

•**ادخار قطاع الأعمال:** يقصد به ما تخصصه مختلف المؤسسات والشركات الزراعية والصناعية والتجارية أو ذات الطابع الخدمي سواء أكانت ذات طابع عمومي أو خاصة من أرباحها في زيادة الاستثمار في القطاع نفسه أو في قطاعات أخرى منتجة.

ويتوقف ادخار قطاع الأعمال على الأرباح المحققة وعلى سياسة التوزيع المتبعة فكلما كانت سياسة توزيع الأرباح غير مستقرة وغير منتظمة يترتب عنها زيادة ادخار المؤسسات في فترات الرواج والرفاهة بينما تميل إلى الانخفاض في فترات الكساد والركود وكذا طبيعة البرامج والخطط المستقبلية، وبالنظر إلى أن بعض الصناعات تحتاج بطبيعتها إلى التوسع المستمر في الإنفاق على البحوث والدراسات المتعلقة بعملية الاستكشاف في مجال المحروقات بهدف المحافظة على الإنتاجية أو تطويرها وهو ما يتطلب تخصيص قدر معتبر من الأرباح في إطار التمويل الذاتي **[عجمية، يسرى أحمد، 1999، ص198]**، وتنقسم هذه الادخارات إلى نوعين هما: **[الحسني، 1999، ص.198]**

– **ادخارات قطاع الأعمال الخاص:** وتتمثل في الأرباح غير الموزعة التي تحتفظ بها الشركات المساهمة ـ فقط ـ وبالتالي فإنه تزداد إدخاراتها كلما ازدادت أرباحها، ففي الدول العربية –عادة ـ لا تقوم هذه الإدخارات بدور مهم في عملية التنمية لأسباب تتعلق بسلوكيات أصحاب هذه الشركات كقلة الحافز على توسيع مشروعاتهم نظرا لعدم مواتاة البيئة الاقتصادية والسياسية مثل مخاطر التأميم والاضطرابات السياسية التي غالبا ما تحدث في مناطق عدة من العالم العربي.

– **إدخارات قطاع الأعمال العام:** تتمثل في أرباح المشروعات التي يملكها القطاع العام وهي عبارة عن الفرق بين قيمة السلع النهائية المنتجة وتكاليف إنتاجها، وقد لعب هذا القطاع دورا هاما في معظم الدول النامية لتبنيها النظام الاشتراكي ولعدم قدرة الأفراد وقطاع الأعمال الخاص على توفير الأموال اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الطموحة لهذه الدول خاصة مشروعات البنية التحتية، إلا أن فشل القطاع العام في تحقيق الأهداف المنوط به أدى إلى تراجعه خاصة في ظل برامج الإصلاح الاقتصادي.

2.2.1 الإدخارات الإجبارية (Compulsory Savings): وهي الإدخارات التي لا يقبل عليها الأفراد والمؤسسات طواعية وإنما تقتطع من الدخول المتحققة لديهم بطريقة إلزامية وتشمل:

•**الإدخارات الحكومية:** تجسد هذه الإدخارات بالمعنى الواسع الفرق بين النفقات العامة والإيردات العامة، وهذه تتوقف على السياسة المالية التي تتبعها الحكومة بصدد السياسة الضريبية التي تتولى وضعها، وكذلك السياسة الخاصة بالإيرادات إذ تزداد الإدخارات عندما تزداد الإيرادات وتقل النفقات وبالعكس أن زيادة الادخار من خلال الضرائب قد يتم من خلال خفض مدخرات قطاع الأعمال أومن خلال خفض إدخارات القطاع العائلي الأمر الذي قد لا ينجم عنه زيادة صافية في الإدخارات المتحققة في الاقتصاد ككل **[فليح، 2006، ص255]**.

وتكمن المشكلة في البلدان النامية لاسيما الدول العربية في تضائل مساهمة القطاع العام - باستثناء البلدان النفطية- في الادخار الوطني والسبب في ذلك هو قصور معدل الزيادة في الإيرادات الجارية عن مواكبة الزيادة في النفقات الجارية لأسباب اقتصادية تتعلق بالتوسع في إنشاء المشاريع الاقتصادية ورفع معدلات النمو الاقتصادي ومحاربة الاحتكار.

•التمويل التضخمي: وهو أسلوب تستخدمه السلطات العامة للحصول على تمويل إضافي عندما تعجز المصادر الاعتيادية للإيرادات العامة في تمويل النفقات العامة أي في حالة وجود عجز في الموازنة العامة، ويتلخص هذا الأسلوب بالاعتماد على إصدار نقود ورقية جديدة أو الاقتراض من البنك المركزي والبنوك التجارية. والسؤال المطروح في هذا الصدد: **لماذا يعد هذا التمويل تضخمي؟** والجواب أنه حينما تستخدم هذه النقود لتمكين الوحدات الاقتصادية من الحصول على موارد إضافية عندما تعجز مواردها المستغلة في الإنتاج ولدفع أجور الأيدي العاملة في بعض الأنشطة غير المستغلة تماما سينشأ طلب نقدي على منتجات وخدمات هذه القطاعات الجديدة، ولما كان عرض هذه المنتجات يتطلب فترة أطول من فترة الإنفاق على المشروع سيتولد فائض في الطلب الذي سيترجم في النهاية على شكل ضغوط تضخمية وبعد فترة تفريخ المشروعات gestation peroid ووصول المنتجات إلى السوق يزول تدريجيا هذا التضخم.

•الإدخارات الجماعية: وهي الإدخارات التي تقتطع من دخول بعض الجماعات بطريقة إجبارية طبقا لتشريعات معينة ملزمة بقانون ومثلها أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة، وهي خاصة بالعاملين في الجهاز الإداري للدولة والهيئات العامة وبالوحدات الاقتصادية التابعة لها حيث تقوم هذه الأموال المتجمعة إلى الهيئات المختلفة التي تحتاج إليها في صورة استثمارات تمثلها أحيانا أوراق مالية مختلفة، وتختلف هذه الإدخارات عن باقي الإدخارات الإجبارية في أن الأفراد المساهمين في تكوينها سيحصلون على مزايا مباشرة مثل الخدمات الصحية والتعويضات والمعاشات، وهو ما جعلها تحظى بقبول الأفراد المرتبطين بها لما تسهم في استقرار العلاقات الاجتماعية عن طريق تأمين حياة الأفراد ومستقبلهم **[الحسني، 1999، ص.37-38].**

3.1 تقسيمات التمويل المحلي:

يعتمد التمويل المحلي على المؤسسات المالية والأسواق المالية المحلية ويضم المصادر المباشرة وغير المباشرة المحلية (قروض بمختلف أنواعها، أوراق مالية وتجارية بمختلف أنواعها...الخ)، وبذلك فهو ينقسم إلى قسمين أساسين هما التمويل الذاتي والتمويل الحكومي: **[جبار، مريمت، بن يوب، 2006، ص.04]**

1.3.1 التمويل الذاتي: وهو مجموع الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من خلال نشاطها الذي تقوم به والمستخدمة في عملية تمويلها، هذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة يضاف إليها الإهتلاكات والمؤونات وكذا الاحتياطات.

2.3.1 التمويل الحكومي: يتم بواسطة القروض التي تقدمها الدولة للمؤسسات وكذا مختلف الإعانات والمساعدات التي تقدمها لتمكين تلك المؤسسات من بيع منتجاتها بيسير أو لتغطية العجز في نهاية السنة المالية أو حتى لتوزيع وتحسين تجهيزاتها، كما يمكن للدولة أن تقدم تمويلا لتشجيع الاستثمارات في شكل إعفاءات وتخفيضات ضريبية.

2 . واقع حلقة ادخار ـ استثمار في الدول العربية:

1.2 أهمية تعبئة الادخار وتوظيفه:

إن تعبئة الادخار وتوظيفه من أجل التنمية أمر ضروري لكل اقتصاد حتى يؤمن الأموال الضرورية للعملية التنموية ذلك أن المشكل في نفس الوقت مشكل تعبئة الموارد المالية، وحتى يتم تعبئة الادخار بشكل أحسن لابد من تطوير قنوات جمعه من خلال العمل على تقوية الجهاز المصرفي بتطبيق أسعار فائدة موجبة التي تسمح من اكتساب ثقة المدخرين، كما أن تعبئة الادخار تتطلب تدعيم مختلف المؤسسات المالية من صناديق الادخار، وصناديق التأمين على الحياة وصناديق الضمان الاجتماعي، هذا بالإضافة إلى تنشيط الأسواق المالية وبعث الحيوية فيها حتى تعطي دفعا جديدا لتعبئة الادخار وتوظيفه لصالح التنمية.

ومن المعروف أن تحقيق التنمية الاقتصادية يتوقف بشكل رئيسي على مدى قدرة الاقتصاد الوطني من توفير الموارد المالية الكافية والضرورية في الوقت المناسب و بالمقدار الملائم لتمويل الاستثمار بشكل دائم ومستمر، ومن شأن عدم كفاية المدخرات اللازمة لتنفيذ البرامج الاستثمارية المستهدفة أن يخلق ما يسمى بفجوة الموارد، وتتسع هذه الفجوة كلما زاد حجم الاستثمار المحلي **[بطاهر، 2005-2006، ص.169].**

وقد دلت التجارب الاقتصادية في كثير من نماذج التنمية أنه لسد جزء من الثغرة القائمة بين المدخرات الوطنية المتاحة وبين حجم الاستثمارات المطلوبة يلجأ الاقتصاديون إلى عدة خيارات للمفاضلة إما القبول بمعدل متدني للتنمية أو أن تعمل – وهو ما يقع عادة – على تعبئة مختلف مصادر التمويل التي يمكن توفرها محليا عن طريق تعبئة مدخرات مختلف القطاعات الوطنية والإصدار النقدي والدين العام الداخلي، أو خارجية تتمثل في الموارد الأجنبية التي تنساب إلى البلاد.

كما أصبحت الدول تراهن على المدخرات الوطنية لإحداث التنمية وتؤكد على دورها كوسيلة اقتصادية لتأجيل الاستهلاك وتفادي الضغوط التضخمية، وضمان الاستقرار الاقتصادي حيث انصبت الدراسات الاقتصادية حول كيفية زيادة المدخرات الوطنية والبحث عن كيفية توجيهها نحو الاستثمار في القطاعات الأكثر حاجة لها.

ومن ثم فسياسة الادخار تمثل أهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية لأن هذه السياسة ترتبط بتمويل الاستثمارات اللازمة لتحقيق التنمية، وأن التمويل ينبغي أن يتم أساسا بالاعتماد على التمويل المحلي نظرا لأن التمويل الخارجي يخضع لظروف كثيرة ومتغيرة الأمر الذي يجعل منه غير ثابت من ناحية وغير مؤكد من ناحية أخرى **[فليح، 2006، ص.253].**

وانطلاقا من الأهمية البارزة التي تحتلها المدخرات الوطنية في تحقيق النمو الاقتصادي يتضح مدى أهمية التزام الدولة بسياسة ادخارية سليمة، وهذا كذلك مرهون بتوفير هيكل مالي سليم وفلسفة مصرفية واضحة ذات فعالية في جذب الأموال الطليقة في الاقتصاد وتوجيهها في شكل ائتمان وفقا لحاجات الاقتصاد.

2.2 طبيعة الموارد المالية العربية:

يقصد بالموارد المالية العربية التدفقات النقدية للدول العربية التي تفوق في المدى القصير تدفقها الاستيرادي المقابل، وتشكل العوائد النفطية العربية الغالبية العظمى للموارد المالية العربية، وترتبط العوائد النفطية العربية بصورة مباشرة بمستويات وهيكل الأسعار النفطية أو ترتبط بصورة غير مباشرة بمستويات الطلب العالمي على النفط الخام وتطور الأوضاع الاقتصادية الدولية وبعض العوامل المؤثرة الأخرى **[خريوش، رضاأرشد، جودة، 1999، ص.233]**.

واختلفت الدراسات في تقدير العوائد النفطية العربية نتيجة للتطور والتغير الذي يطرأ عليها بسبب ارتباط اقتصاديات هذه الدول بالاقتصاد العالمي من جهة وما يمكن أن تتعرض آلية اقتصادياتها من تطورات وتغيرات اقتصادية وسياسية متعددة على المدى البعيد.

ونظرا لتغير الظروف الاقتصادية العربية عما كانت عليه في العقد الماضي، إذ يعد الأمر يتعلق بفوائض مالية تبحث عن فرص الاستثمار ويقصد توجيهها للاستثمار داخل نطاق الوطن العربي بقدر تعلقه بأموال موظفة في الخارج يستهدف استرجاعها وإعادة توطينها في الوطن العربي، فقد أصبح يتحتم البحث عن آليات جديدة واستخدام أساليب مناسبة من أجل اجتذاب تلك الأموال خاصة بعد أن استقرت الاستثمارات العربية خارج المنطقة العربية.

3.2 مناخ الاستثمار في البلدان العربية:

إن اصطلاح "مناخ الاستثمار" اصطلاح واسع ومطاط وإن كان ذلك لا يمنع أنه يتضمن عناصر عديدة متفق عليها مثل الاستقرار السياسي وقيام دولة القانون والاستقرار النقدي والمالي فضلا عن توافر عناصر البنية الأساسية المادية والقوى البشرية المؤهلة والمدربة ووجود سوق مالية متطورة وتوافر عناصر الإدارة السليمة.

وقد بدأت هيئات متعددة (منظمات وتجمعات دولية، هيئات مهنية، جمعيات من المجتمع المدني، تجمعات حكومية) في وضع قواعد ومعايير للممارسات السليمة في معظم هذه الميادين وتقوم بنشرها بشكل مستمر، كما تقوم بعضها بمتابعة وتقييم أوضاع الدول بالنسبة لهذه الممارسات* **[البلاوي، عاكوم، يسر برنيه، 2005، ص.184]**

كما تشير مختلف الدراسات إلى أن مناخ الاستثمار هو الذي يحكم تدفق الاستثمارات عبر العالم، فالبلد الذي يتمتع بأكبر درجة من الاستقرار (السياسي والاقتصادي والاجتماعي) ويتوفر على بنية

*سنقيم أوضاع الدول العربية ضمن هذه الممارسات في الفصل الثالث، ونكتفي في هذا المقام بعرض الواقع العام لمناخ الاستثمار في الدول العربية

صناعية صلبة فضلا عما يقدمه من الإغراءات والضمانات هو الذي سيستحوذ على أكبر قدر من تدفقات رؤوس الأموال.

ولطالما كثر الحديث عن هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج بسبب عدم ملائمة مناخ الاستثمار وذلك حتى قبل أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، وعلى الرغم من عدم وجود إجماع حول مبلغ رؤوس الأموال العربية في الخارج حيث يقدرها بعضهم 800 مليار دولار في حين يقدرها آخرون بما يتراوح ما بين 1000 و3000 مليار دولار غير أن المؤكد هو أن هذه الأحداث قد زادت للطين بله، حيث أشارت التقارير الأخيرة بشأن الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تدني فضيع في مستوى الاستثمارات المتدفقة إلى الأقطار العربية.

وعلى الرغم من أن مناخ الاستثمار في الدول العربية قد تحسن نسبيا وقد انعكس ذلك على زيادة الاستثمارات العربية من 400 مليون دولار في عام 1990 إلى 2,4 مليار دولار عام 2001، وبلغت القيمة التراكمية للاستثمارات العربية البينية حسب تقديرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمارات إلى 17 مليار دولار في الفترة من 1985 ، 2000 إلا أن ذلك يبقى دون المستوى المطلوب، وكما أشار " عبد الرحمان صبري" ممثل الأمين العام لجامعة الدول العربية في المؤتمر الدولي حول الحضارة الصناعية والاقتصاد الذي نظمه مركز زايد للتنسيق إلى أن هناك 15 مليون عاطل عن العمل في الدول العربي ويحتاج استيعابها لمعدل نمو قدره 7% سنويا . وهذا يعني أنه لا بد من معدل استثمار يصل إلى 3% من الناتج المحلي، في حين أن معدل الادخار القومي العربي لا يتجاوز 22% في المتوسط الإجمالي، وهذا الفارق لا بد أن يأتي من خارج المنطقة العربية في صورة استثمار أجنبي مباشر.

ونشير في هذا الصدد إلى أن تقرير الاستثمار العالمي الذي نشره مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية قد قدر إجمالي التدفقات العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر لعام 2001 بمبلغ 735 مليار دولار وهو أشد انخفاض يسجل منذ 30 سنة، منه 503 مليار دولار (68%) وجهت إلى الاقتصاديات المتقدمة و 205 مليار دولار (28%) وجهت إلى الاقتصاديات النامية، بينما وجه الباقي وهو 27 مليار دولار (حوالي 4%) إلى الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقال في أوروبا الوسطى والشرقية.

ومن ناحية أخرى، تجدر الإشارة إلى المضايقات التي تواجهها كثير من الأموال العربية في الخارج في الوقت الراهن بسبب الشبهة أو الاتهام الصريح بتمويل ما أصبح يعرف بالإرهاب الدولي وهو ما يجعل هذه الأموال أشبه ما تكون بتوظيفات تحت الرهن على حد تعبير أحد الباحثين.

فعلى حكومات الدول العربية أن تسعى في سبيل استرجاع أكبر قدر من هذه الأموال التي هي بصدد البحث عن ملاذ أكثر أمنا بدلا من استعطاف المستثمر الأجنبي ومنحه الدرجة الأولى من حيث الأفضلية بالمقارنة مع المستثمر المحلي.

لكن ومع الأسف فرغم من تشريعات الاستثمار المتراكمة لدى الدول العربية بما تنطوي عليه من تحفيزات وضمانات لم تفلح في جذب الاستثمارات بمستوى يستحق الذكر.

فإلى جانب عنصري الأمن والرواج الاقتصادي يتطلب مناخ الاستثمار الإيجابي إرساء قواعد منافسة كاملة تطفو فيها العدالة والشفافية في المعاملات بوضوح، وإلى جانب ذلك ما تزال القاعدة الصناعية المتوفرة مهلهلة وتحتاج إلى جهود كثيرة لتطويرها وهذا يعني ضرورة تطوير قنوات التدفقات الحقيقية والمالية والمعلوماتية.

4.2 أوضاع الاقتصاديات العربية من حيث فجوة الموارد المالية المحلية (بين الادخار والاستثمار المحليين):

ونحن نتحدث عن كل من الادخار والاستثمار المتحققين فلا تستطيع دولة أن تستثمر أكثر مما تحقق من إدخارات ومع ذلك فإن كل هذا لا يجسد الواقع إلا في ظل فرضية اقتصاد مغلق أي ليس لها علاقات اقتصادية دولية.

أما في ظل الاقتصاد المفتوح فمن الممكن ألا يتطابق الادخار والاستثمار المحليين بحيث يمكن أن تعرف الدولة عجزا أو فائضا في مواردها الداخلية (بين الادخار والاستثمار) وأن يعوض هذا الفرق عن طريق العلاقات الدولية، ويظهر ذلك في شكل اختلال في موازينها الخارجية على هيئة فائض أو عجز خارجي بالاقتراض أو باستيراد رؤوس الأموال الأجنبية، ولذلك ظهر في أدبيات اقتصاديات التنمية خلال النصف الأخير من القرن 20 مفهوم "الفجوتين" للعديد من الدول النامية، فجوة الاستثمار والادخار المحليين من ناحية وفجوة العجز والفائض في الميزان الخارجي من ناحية أخرى وهما فضلا عن أمران مرتبطان، فقدرة الدولة على مجاوزة استثماراتها المحلية لمدخراتها المحلية إنما يتوقف على قدرتها في اجتذاب رؤوس الأموال وبالتالي تحمل عجز في الميزان الخارجي.

والسؤال المطروح: **ماذا عن أوضاع الاقتصاديات العربية من حيث فجوة الموارد المحلية (بين الادخار والاستثمار المحليين) وما يرتبط بها من تأثير على العلاقات مع الخارج (الفائض والعجز المالي في موازين المدفوعات؟**

إذا نظرنا إلى الاقتصاد العربي في مجموعه فإننا نجد أن الصورة العامة الإجمالية تشير إلى أنّ الاستهلاك المحلي (بشقيه خاص وعام) يمثل عموما خلال العشرين عاما الأخيرة ما بين 70% إلى 75% من الناتج الإجمالي، وقد أدى ارتفاع أسعار النفط في (1973-1974) ثم في (1978-1979) إلى ارتفاع كبير ومفاجئ في الدخول النفطية مما أدى إلى زيادة كبيرة في المدخرات المحلية في هاتين الفترتين[البيلاوي، عاكوم، يسر برنيه، مرجع سابق، ص. 35].أما الاستثمار المحلي فهو يشكل حوالي 20% من الناتج المحلي (انظر الجدول(2-1)، والجدول(2-2)).

الجدول (2-1):

نسبة الاستثمار إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية (1972-2003):

(نسب مئوية)

	1972-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2003
مجموع الدول العربية	32.2	29.1	30.6	22.4	22.2	20.6	20.1
الدول النفطية	35.5	29.7	36.8	22.3	22.5	20.1	19.9
الإمارات العربية المتحدة	29.1	34.0	28.0	24.1	27.1	27.3	24.0
البحرين	41.0	33.2	40.4	24.4	26.4	14.0	18.8
الجزائر	54.1	44.9	36.4	29.9	31.1	24.9	29.3
السعودية	18.9	24.6	26.3	20.6	21.5	19.7	19.1
عمان	38.0	27.4	27.1	18.1	15.9	16.1	13.2
قطر	39.1	49.2	20.4	16.5	24.1	25.9	21.8
الكويت	21.1	16.6	20.4	16.4	19.2	13.5	8.8
ليبيا	38.8	24.8	26.3	19.4	16.6	12.6	12.9
العراق	57.4	36.0	22.2	20.5	18.4	17.7	19.5
الدول غير النفطية	26.2	27.0	22.6	22.6	21.4	21.6	20.4
الأردن	24.1	38.1	35.5	25.2	33.2	24.1	20.3
تونس	38.0	29.6	30.4	23.0	26.7	26.6	26.1
السودان	0.5	1.8	2.0	17.8	16.4	20.2	13.5
سورية	36.3	29.5	23.9	17.7	25.2	20.2	20.2
لبنان	34.0	86.8	49.0	37.1	29.7	29.1	28.9
مصر	39.2	31.3	26.4	30.0	19.5	19.5	17.9
المغرب	34.9	26.2	26.2	22.9	22.0	21.8	23.0
موريتانيا	55.1	36.7	31.2	17.8	16.2	19.2	25.1
اليمن	6.7	27.3	26.5	15.5	20.2	23.6	16.0

المصدر: [[البيلاوي، عاكوم، يسر برنيه، 2005، ص.50].

من خلال الجدول (2-1) نستنتج أن القدرة الإستعابية أي مجموع الاستهلاك والاستثمار المحليين بالمقارنة إلى الناتج المحلي للوطن العربي تتراوح عادة بين 90% إلى 95% من حجم الناتج الإجمالي ، وبالتالي هناك فائض سنوي من المدخرات العربية يوظف خارج المنطقة في حدود 5% إلى 10% (الفوائض المالية)، وبطبيعة الحال فإن هذه النسب تتوقف إلى حد بعيد على أسعار النفط لكن هذه الصورة العامة تخفي الأوضاع الحقيقية فيما بين الدول العربية لأنه في الواقع هناك تناقض صارخ بين طبيعة فجوة الموارد العربية النفطية ومجموعة الدول العربية غير النفطية.

الجدول (2-2):

نسبة الادخار إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول العربية (1972-2003)

(نسب مئوية)

	1972-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2003
مجموع الدول العربية	**48.1**	**49.6**	**35.9**	**19.8**	**21.9**	**25.2**	**29.0**
الدول النفطية	**57.1**	**55.5**	**43.3**	**22.3**	**25.5**	**30.9**	**36.0**
الإمـــــارات العربية المتحدة	74.0	70.5	56.2	40.0	37.1	35.8	37.0
البحرين	41.4	49.1	48.9	35.5	22.0	27.3	36.6
الجزائر	32.1	40.1	38.6	25.4	30.7	33.7	42.2
السعودية	70.7	55.0	34.1	17.4	28.4	32.0	37.7
عمان	41.8	46.4	43.2	31.8	23.8	28.8	33.9
قطر	35.4	88.7	46.9	29.1	34.5	50.2	62.5
الكويت	65.5	58.2	35.9	20.7	0.8-	26.9	22.4
ليبيا	39.9	50.1	32.6	17.8	17.6	22.0	22.9
العراق	60.1	59.1	33.2	17.8	17.8	19.1	14.1
الـدول غيـر النفطية	**11.5**	**11.9**	**16.8**	**12.5**	**13.4**	**13.6**	**2.2-**
الأردن	35.5-	18.9-	13.8-	2.2-	7.0	1.8	21.9
تونس	14.6	22.3	21.3	19.1	21.5	23.3	15.7
السودان	9.0	9.5	10.2	11.9	12.9	12.3	28.0
سورية	4.3	12.2	10.6	10.9	15.0	20.1	28.0
لبنان	9.7-	56.9	23.0-	38.8-	11.3-	1.9-	8.0-
مصر	6.0	16.1	15.3	17.1	15.4	13.1	13.9
المغرب	9.2	12.3	12.9	17.6	16.2	17.3	15.3
موريتانيا	18.5	2.6	1.5	7.7	9.4	8.2	2.9
اليمن	4.6-	5.8-	21.0-	5.9-	2.2-	19.0	16.4

المصدر:[البلاوي، عاكوم، يسر برنيه، 2005، ص.51]

ومن خلال الجدول (2-2) يتبين أن الدول العربية النفطية تحقق بشكل عام معدلات مرتفعة من الادخار المحلي، وهذا راجع إلى ارتفاع معدلات الدخل فيها حيث لم يقل بشكل عام الادخار المحلـي فيها عن 30% و قد يتجاوز 50% في السنة – باستثناء الفترة 1986-1992 –حيث انخفضت أسعار النفط بشكل كبير أين قامت فيها حرب الخليج الثانية، وقد كان معدل الاستثمار المحلي في هذه الـدول أقل دائما من معدلات الادخار المحلي مما حقق لها فوائض مالية للاستثمار في الخارج، وهنا أيـضا نلاحظ أن الفترة 1985 ـ 1990 قد عرفت انخفاضا في أسعار النفط بشكل كبير مما أدّى إلى تلاشي الفوائض الخارجية.

أما بالنسبة للدول العربية غير النفطية فإنها تعرف بشكل مستمر معدلات منخفضة للادخار المحلي تقل عن 15% وكثيرا ما تستقر عند 12% إلى 13% أما معدلات الاستثمار المحلي فإنها تتـراوح 20% إلى 25 % مما يترتب عليه فجوة في الموارد تتراوح بين 6% إلى 15 % من الناتج الإجمالي ممـا يفرض ضرورة الاعتماد على الخارج لتمويل هذه الفجوة المحلية.

ويلاحظ بشكل عام أن الدول العربية النفطية تحتفظ بقدر معقول من الاستقرار فيما يخص نسبة الاستثمار إلى الناتج الإجمالي بصرف النظر عما يحدث لأسعار النفط، وعلى العكس فإن نسبة الادخار إلى الناتج الإجمالي بالنسبة لهذه الدول شديدة التأثير بتقلبات أسعار النفط والسبب في ذلك هو تقلبات أسعار النفط الكبيرة وتأثيرها على الدخل (الناتج الإجمالي) تنعكس مباشرة على تقلبات الادخار.

وخلاصة لما تقدم ذكره يمكن القول أن نسب الادخار الموجهة فعلا الاستثمار في الدول العربية من أضعف النسب وذلك أن الادخار على مستوى الدول العربية تعاني من ثلاث مشكلات رئيسية هي **[حسين، 2004، ص.74]:**

***ضآلة حجم المدخرات:** بسبب انخفاض مستوى الدخول الحقيقية في بعض البلدان وضعف الميل للادخار في بلدان أخرى التي تمتاز بمستوى دخل مرتفع كدول الخليج، وهذا راجع إلى قنوات تعبئة الادخار فيها وضعف الآليات المتواجدة، هذا بالإضافة إلى عدم موائمة مناخ الاستثمار وهو ما نتج عنه هروب رؤوس الأموال.

***نقص فرص التوظيف:**وهذا ما يحفز العائلات على الاستهلاك ويخلق مشكلة فائض السيولة لدى المؤسسات المالية والمصرفية.

***مشكلة التضخم المرتفع:** يبرز أثر التضخم على المدخرات في عملية التآكل الخفي لقيمتها ولا يقتصر الأمر هنا بطبيعة الحال على تلك المدخرات المحتفظ بها في البيوت أو القروض العائلية أو الودائع الجارية بل يشمل أحيانا حتى الودائع للأجل والودائع الادخارية والسندات الحكومية باعتبار معدل الفائدة الحقيقي المستحق كثيرا ما يكون سلبيا، وما يبدو من تحكم جزئي في معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة أي استقرار قيمة النقد والذي يعبر عن التحكم في التضخم ما يزال هشا خاصة وأن النسبة الكبرى من الطلب الكلي مغطى بالواردات وبالتالي مرتبطة بأسعار الصرف وهو متغير غير متحكم فيه ناهيك عما قد تنطوي عليه هذه الواردات من تضخم.

3.أهم المصادر الداخلية لتمويل المشروعات الاستثمارية العمومية في الجزائر:

لقد اعتمدت الجزائر في تمويل المشاريع الاستثمارية العمومية والتي تعتبر بمثابة تهيئة البنية التحتية لتحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر على نوعين من مصادر التمويل المحلية هما:

1.3 الادخار الحكومي:

إن الادخار الحكومي في الجزائر يعني مجموع الإيرادات العامة مطروح منها مجموع نفقات ميزانية التسيير لأن النفقات في الجزائر تنقسم إلى نفقات التسيير والتي تتمثل في النفقات الجارية أي العادية والتي تتكرر في الميزانية العامة للدولة أي النفقات الاستهلاكية ونفقات التجهيز. ولتحليل الإدخار الحكومي يستدعي الأمر تحليل كل من الإيرادات العامة والنفقات الخاصة بميزانية التسيير باعتبارهما العاملين المحددين للادخار الحكومي **[زيتوني، 2006 / 2007، ص.237]**، وإن كان هذا الرصيد موجبا يعتبر مصدرا لتمويل المشاريع الاستثمارية.

الجدول رقم(2-3):

تطور الادخار الحكومي كمصدر محلي للتمويل في الجزائر(1997-2004)

الوحدة: مليار دينار جزائري

السنة / البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ادخار حكومي	283.1	110.7	195.8	269.0	365.68	505.5	767.6	1002.4
التغير في الادخار الحكومي	-	-172.4	85.1	73.2	96.68	139.82	262.1	234.8

المصدر: [العشي،2006،ص.7] بتصرف.

من خلال الجدول(2-3) نلاحظ أن الادخار الحكومي كمصدر محلي للتمويل في الجزائر انخفض سنة 1998مقارنة بالسنة السابقة إلى10.7مليار دينار جزائري أي بمقدار (-172.4) مليار دينار جزائري، و يرجع ذلك إلى تدهور أسعار البترول في الأسواق العالمية الذي شهده عام 1998 وبالتالي انخفاض الجباية البترولية نوعا ما، وهذا ما أدى إلى انخفاض الإيرادات الحكومية وتراجع الادخار الحكومي لكن مع تحسن أسعار النفط بدأت الإيرادات الحكومية ترتفع ابتداء من عام 1999، فقد ارتفع بين (1998-1999) بمقدار 85.1 مليار دينار جزائري ليصل عام 2001إلى 365.68مليارديناز، ثم ليستمر في الارتفاع مرة أخرى ليسجل ارتفاع بمقدار234.8مليار دينار ما بين عامي(2003-2004).

وما يمكن استخلاصه من الجدول رقم (2-3) أن تغير الادخار الحكومي في الجزائر يتبع بدرجة كبيرة التغيرات التي تحدث على أسعار النفط في الأسواق العالمية، ويرجع ذلك إلى أن الجباية البترولية هي المصدر الأساسي للإيرادات الحكومية في الجزائر بالإضافة إلى التغير في حجم النفقات العامة الاستهلاكية.

2.3التمويل التضخمي:

تعتبر الجزائر من الدول النامية التي عانت من تدني المدخرات المحلية الاختيارية مما دفعها إلى البحث عن مصادر أخرى تمثلت في التمويل عن طريق المصادر الإجبارية أي التمويل التضخمي فالارتفاع الذي يطرأ على أسعار السلع والخدمات أو الانخفاض الذي يحدث في القوة الشرائية للنقود – عادة – يعبر عن ظاهرة التضخم في الاقتصاد الوطني، وأبسط طريقة للاستدلال عليه تمكن في قياس حركة الأسعار بالنسبة للحالة الأولى ودراسة العلاقة الموجودة بين السيولة المحلية والائتمان من جهة والناتج الداخلي الخام من جهة أخرى بالنسبة للحالة الثانية.

إن القوى الفاعلة لتحريك الأسعار نحو الأعلى تتأثر بالطرق المالية التجارية والتقلبات العشوائية في حجم ونوعية التجارة الدولية، وإذا نظرنا إلى طبيعة الاقتصاد الجزائري نجد أنه يمر بأزمة منذ بداية الثمانينات وهو ما انعكس على التوازنات المالية الداخلية وبالتالي تولدت عنه اتجاهات تضخمية داخلية

وعجز العرض الكلي عن مسايرة الزيادات المتتالية في الطلب. كما تتأثر الاتجاهات بحجم وهيكل التجارة الخارجية للدولة مع سياسة سعر الصرف المطبقة اللذين تميزا بالتذبذب والتدهور خلال السنوات الأخيرة، وفشلت كل محاولات الخروج من مشكلة الصادرات الأحادية التكوين السلعي وتوسع هيكل الواردات السلعية الذي يرجع إلى تحرير قطاع التجارة الخارجية وما نتج عنه من تخفيض قيمة العملة الوطنية [العشي، مرجع سابق، ص. 08].

كما يستند قياس ظاهرة التضخم على عدد من المؤشرات كالتغيرات التي تطرأ على قيمة مستويات الأسعار، كمية وسائل الدفع ومعاملات الضغوط التضخمية، والجدول (2-4) يوضح تطور التمويل التضخمي في الجزائر معبر عنه بمعدلات التضخم.

الجدول (2-4):

تطور التمويل التضخمي في الجزائر(معدل التضخم)خلال الفترة 1997-2006

الوحدة: (%)

السنة / البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
معدل التضخم	6.1	6.2	2.7	0.6	4.2	1.4	2.59	3.56	1.64	2.53	3.5
تغير معدل التضخم	-	0.1	3.5-	2.1-	3.6	2.8-	1.19	0.97	`1.9-	0.89	0.97

المصدر:إعداد الطالبة اعتماد على:- العشي، 2006، ص.7

- صندوق النقد العربي، سبتمبر2007 ، ص.72

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2004 ، ص.167.

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006 ، ص.151.

من الجدول رقم (2-4) نلاحظ أن الاتجاه العام لمعدل التضخم في الجزائر ارتفع إلى نحو 6.2 % عام1998 مقارنة بنحو6.1 %عام 1997، ثم انخفض عام 1999بنسبة3.5% واستمر في الانخفاض ليسجل أدنى نسبة له عام 2000 بلغت 0.6%، وهذا راجع على الأرجح للسياسات المالية والنقدية المتشددة التي فرضها صندوق النقد الدولي على الجزائر. ونسجل في سنة 2001 ارتفاع ضئيل لمعدل التضخم في الجزائر قدر 3,6% الذي يعود إلى ارتفاع الأجور التي تقرر دفعها في بداية العام 2001، وإنجاز عمليات الدفع في إطار مخطط دعم الإنعاش، وكذا عمليات الدفع التي قامت بها الخزينة لفائدة البنوك في إطار تطهيرها المالي وإعادة رسملتها.

إن انخفاض التضخم خلال سنة 2002 بنسبة 2,8% يعود إلى تباطؤ وتيرة ارتفاع أسعار المواد الغذائية، بينما يعود ارتفاعه في سنة 2003 إلى ارتفاع أسعار الاستهلاك بـ 1,2% بالمقارنة

مع الفترة السابقة، ويبدو أن التضخم المسجل في سنة 2003 ورغم ارتفاعه لا يشكل عـاملا سـلبيا بالنظر للقدرة الشرائية والاستهلاكات النهائية من جهة أخرى التي تحسنت خلال الـسنتين (2002 – 2003)، كما أن ارتفاع التضخم في سنة 2004 بـنسبة 0.97% راجع إلى مواصلة التـزام الدولـة بتمويل الاستثمار العمومي (الإنعاش الاقتصادي) بفضل قدرات الادخار المتراكم منذ سنة 2000 إلا أن تأثيره خف بسبب ارتفاع مداخيل بعض الفئات الاجتماعية والمهنية. كما سـجلت معـدلات التـضخم للسنوات (2007، 2006) ارتفاعا متواصلا وتعزى هذه الزيادة بشكل رئيسي إلى ارتفاع أسعار السلع الغذائية بنسبة6.5%.

III التمويل الدولي (الخارجي) ودوره في تمويل المشاريع التنموية :

سبق وأن بينا أن المصادر الداخلية هي المصادر الأساسية لعملية تمويل الاقتصاد، وهـذا راجـع للدور الفعال الذي تقوم به عملية التنمية من خلال تخفيض الاستهلاك وتكوين الفائض الرأسمالي دون تبعية للخارج، لكن هذا لا يلغي حيوية التمويل الخارجي وضرورة تقـديره ودراسـته فـي تمويـل اقتصاديات الدول العربية.

1. التمويل الخارجي وعلاقته بالادخار المحلي:

1.1 الإطار النظري لتفسير الحاجة إلى التمويل الدولي:

تجد الحاجة إلى التمويل الدولي مبررها الموضوعي فيما يطلق عليها بفجـوة المـوارد الماليـة المحلية التي تتمثل في الفجوة القائمة بين معدل الاستثمار المطلوب تحقيقه للوصول إلى معدل النمـو، وبين معدل الادخار الذي يحقق في ظل ظروف اقتصادية واجتماعية وسياسية معينة.

فقد قدم العديد من الاقتصاديين نماذج تنموية لتفسير مشكلة حاجة البلدان إلى التمويل الخـارجي، ومنها نموذج هارود – دومار (Domar Model – Harrod) الذي استهدف بيان مدى الترابط الوثيق بين الناتج القومي ومعدلات استثمار رأس المال، أي على الفجوة ما بين الاستثمار المرغوب ومستوى الادخار المحلي والتي أطلق عليها "فجـوة الادخـار (Saving Gap) أو فجـوة المـوارد المحليـة "Domestic Resources-Gap".وتجسد هذه الفجوة النقص في المدخرات المحلية للبلد– المقترض– وهي تساوي حجم رأس المال الأجنبي (كالقروض) اللازم توفيره لمعدل النمو المطلـوب أي أن رأس المال الأجنبي سيستخدم بجانب الإدخارات المحلية لتغطية مستوى الاستثمار المطلوب **[الحسني، 1999، ص.35]**، ويعد هذا النموذج من أكثر التحليلات أهمية في إبراز الدور الحيوي لرأس المال الأجنبي في عملية التنمية الاقتصادية.

أما رستو Rostow فقد جاء للتركيز على ضرورة رفع معدل الاستثمار بغية وصول الاقتصاد إلى مرحلة الانطلاق Take offe ليصبح قادرا على تسيير ذاته بذاته أو ما يسمى بمرحلة النمو الذاتي .salf-Sustained Grouth

ويرى البروفيسور ساموليسن Samullsan أنه طالما هناك معوقات كبيرة أمام التكوين الرأسمالي من المصادر الحقيقية فلا بد من الاتكال على المصادر الخارجية.

وتجدر الإشارة إلى أن أوجه ضياع الإدخارات في البلدان العربية تكمن فيما يلي: البطالة (بأنواعها المختلفة وخاصة السافرة أو المقنعة، والطاقات الإنتاجية العاطلة)، الاكتناز، التصرف غير العقلاني في النقد الأجنبي، الاستهلاك غير العقلاني (العام والخاص)، التهرب الضريبي، هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، والتحويلات الأخرى. ولا ريب أن تعبئة هذه المدخرات الضائعة من شأنها أن ترفع من معدل الادخار المحلي ومن ثم الاستثمار المحلي دون أي إضرار بمستوى معيشة الأفراد، وإنما ستعمل على تقليل فجوة الموارد المحلية والحاجة إلى التمويل الخارجي.

كما يمكن القول أن ما تعانيه معظم الدول العربية من تشوه في بنيتها الاقتصادية والإنتاجية منها على وجه الخصوص قد أدى إلى سوء وضعف استغلالها للموارد المتاحة وانخفاض إنتاجية العمل، وبالتالي انخفاض الدخول الموزعة وتراجع في مدخرات الأفراد إزاء تزايد في الاستهلاك.

2.1 علاقة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بالادخار المحلي:

توجد علاقة وثيقة بين مستوى الادخار المحلي والحاجة إلى التمويل الخارجي حيث أنه كلما كان مستوى الادخار المحلي أقل من المستوى المطلوب لتمويل الاستثمارات لتحقيق معدل نمو المستهدف كلما زادت الحاجة إلى التمويل الخارجي والعكس صحيح.

إن نموذج الفجوتين يبين وجود تناظر بين فجوة الموارد المحلية والفجوة التجارية الخارجية التي تعكسها الحاجة إلى التمويل الخارجي لتمويل الفارق بين قيمة الواردات خلال فترة معينة وبين حصيلة الصرف الأجنبي المرتبطة بصادرات السلع والخدمات في نفس الفترة.

وباستخدامنا للمعادلات المحاسبية نجد ما يلي:

$$Y+M = C+I+X \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (1)$$

حيث: **I: الاستثمار، X: الصادرات، Y: الناتج المحلي، M: الواردات، C: الاستهلاك**

ومن المعادلة (1) يمكن أن نستنتج:

$$Y = C + I + X - M \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (2)$$

وحيث:

$$Y = C + S \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (3)$$

فإنه من (1) و(3) ينتج:

$$I = S + (M - X) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (4)$$

ولما كان فائض الواردات بين الصادرات تظهر في صورة عجز في الميـزان التجـاري بميـزان مدفوعات الدولة فإن هذا العجز يمول بصافي تدفق رأس المال الأجنبي " **F** " حيث:

$$F = X - M$$

وبالمعادلة (4) ينتج لدينا :

$$I - S = M - X = F$$

من هذه المعادلة يتضح أن الاستثمارات التي تزيد عن الادخار المحلي والتي ينفذها الاقتـصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة لا تتم إلا عن طريق انسياب صافي رأس المال الأجنبي إلى الاقتصاد الوطني خلال نفس الفترة، وهذا هو المعنى المقصود من أن فجوة المـوارد المحليـة (الاسـتثمار – الادخار) يجب أن تتساوي مع التجارة الخارجية (زيادة الواردات على الصادرات).

لهذا السبب أو لآخر كانت العلاقة الموجودة بين رؤوس الأموال الأجنبية والادخار محل اهتمام الكثير من الاقتصاديين فتمحورت جل أبحاثهم في فرضيتين وهما فرضية التكامل وفرضية الاستبدال، حيث يرى أصحاب الفرضية الأولى أمثال **Millikan, Restow,...** أن رؤوس الأمـوال الأجنبيـة تعمل على تكميل مصادر الادخار الداخلي وتسمح بتحقيق الاستثمارات التي لا يمكن للادخار تمويلها، أما أصحاب فريضة الاستبدال أمثال **Haavelemo** يرون أن رؤوس الأموال الأجنبية تؤدي بالادخار المحلي إلى الانخفاض، ذلك أن رؤوس الأموال الأجنبية توجه في الغالب إلى استثمارات ذات مردودية عالية أي أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية – حسب فرضية الاستبدال – تؤدي إلى إزاحة الادخـار المحلي نتيجة زيادة حجم الاستثمارات الضخمة ذات العائد المرتفع.

2. المصادر الخارجية للتمويل :

تصنف المصادر الخارجية للتمويل إلى قنوات رئيسية هي:

1.2 حصيلة الصادرات:

تعد حصيلة الصادرات (المنظورة وغير المنظورة) المصدر الرئيسي للموارد المالية المتدفقـة إلى القطر حيث تؤدي إلى ارتفاع الدخل القومي، وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة الإنفاق العام ويـزداد معه الطلب على السلع والخدمات مما يشكل حافزا للمستثمرين على زيادة استثماراتهم، وبالتالي يتحقق انتعاش الاقتصاد الوطني من خلال تولد الإنتاج والاستخدام والدخول **[الحسني، 1999، ص.48]**. بيد أن هذا المصدر يشكل معضلة أساسية للعديد من الأقطار النامية وذلك للأسباب التالية:

– ضعف الإنتاج المحلي، بسبب قصور الطاقات الإنتاجية المحلية وضعف الإنتاجيـة وعـدم تنـوع المنتجات وقلة العمالة الماهرة،

– زيادة الطلب المحلي على المنتجات المحلية، حيث ينسحب ذلك على متطلبـات مـشاريع التنميـة الاقتصادية في توفير قدر واف من المواد الأولية إضافة إلى طلب الأفراد على السلع المختلفة،

– تدهور أسعار السلع الأولية المصدرة (حيث تستوحد الصادرات من الوقود المعدني نسبة 90% من إجمالي الصادرات)،

- الإجراءات الحمائية التجارية الجديدة،
- ضعف الصادرات غير المنظورة وارتفاع أسعار صادرات الأقطار النامية من السلع المصنعة بسبب ارتفاع تكاليف أنتاجها محليا.

الجدول (2-5):

درجة تركيز السلعي للصادرات في بعض الدول العربية

الدولة	نسبة ما تسهم به سلع التصدير الأساسية في إجمالي حصيلة الصادرات
الجزائر	الوقود 96 %
مصر	الوقود 34 % ، القطن 32 % ، الألمنيوم 8%
ليبيا	الوقود 97 %
المغرب	الفوسفات 12% ، الأسماك 12 % ، فواكه 7%
الصومال	حيوانات حية 54% ، الموز % ، الأسماك 8 %
تونس	الوقود 20%، الأسماك 4%، فواكه 2%
البحرين	الوقود 79%، الألمنيوم 10 %
العراق	الوقود 98 %
الأردن	الفوسفات 26 %، القطن 1%، فواكه 1 %
الكويت	الوقود 90 %
قطر	الوقود 90 %

المصدر: [الحسني، 1999، ص. 50] بتصرف.

فمن خلال الجدول(2-5) يتضح أن الهيكل السلعي للتجارة العربية يتكون أساسا من سلعة الوقود - وهذا ما أكدته بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2007- حيث استحوذت فئة الوقود المعدني على الحصة الكبرى في مكونات الصادرات العربية، تلتها المصنوعات والآلات ومعدات النقل، والمنتجات الكيماوية والأغذية والمشروبات، واحتلت الآلات ومعدات النقل أعلى حصة في هيكل الواردات العربية، ثم تلتها المصنوعات ثم الأغذية والمشروبات والمنتجات الكيماوية. كما نمت قيمة الصادرات العربية الإجمالية بحوالي18 في المائة في عام 2006 لتصل إلى 659.6 مليار دولاعام 2005 حيث ارتفعت حصة الصادرات العربية في الصادرات العالمية من 5.4 في المائة عام 2005إلى 5.5 في المائة عام 2006.

2.2 القروض الخارجية:

يقصد بالقروض الخارجية تلك القروض القائمة على القواعد والأسس المالية والتجارية السائدة في ظروف السوق مع التعهد بردها بدفع فائدة عنها وفق شروط معينة. ومن أهمها القروض الحكومية الثنائية والقروض الخاصة.

1.2.2 القروض الحكومية الثنائية: هي تلك القروض التي تمنحها الحكومات الأجنبية على أسس تجارية بغض النظر عما إذا كانت الجهة التي تتلقى القرض هي حكومة الدولة المقترضة أو أحد أشخاصها العامة أو الخاصة، وعلى الرغم من أن هذا النوع من القروض يتم في أغلب الأحوال على أسس تجارية بحتة من ناحية سعر الفائدة ومدة السداد إلا أنها تتأثر في توجيهها بالاعتبارات السياسية، ويمكن التمييز في هذه القروض بين القروض العامة والقروض الخاصة من حيث صفة الجهة التي تتولى منح هذه القروض، حيث يعتبر القرض عاما إذا كانت الجهة المانحة له هي إحدى الحكومات أو هيأتها العامة ويعتبر القرض خاصا إذا كان ممنوحا من إحدى الشركات أو الهيآت الخاصة أو الأفراد بصرف النظر عن صفة المقترض سواء كان شخصا عاما أو خاصا.

2.2.2 القروض الخاصة: يقصد بالقروض الخاصة تلك القروض التي ترد إلى الدولة من الأفراد والهيآت الأجنبية الخاصة أو في شكل اكتتاب في الصكوك المصدرة عن تلك البلاد أو في المشروعات التي تقوم بها بالاكتتاب عن طريق السندات لقاء فائدة ثابتة أو عن طريق الأسهم على أن لا يكون للأجانب الحق في الحصول على نسبة أسهم تعطي لهم الحق في إدارة المشروع ويطلق عليها الاستثمارات غير المباشرة.

وتعتبر القروض الخاصة أكثر أنواع المدخرات الأجنبية نموا وتتدفق إلى الدول النامية من ثلاث مصادر أساسية تتمثل: الاقتراض عن طريق الأسهم والسندات، قروض البنوك التجارية، الائتمان على الصادرات.

3.2 الاستثمارات الأجنبية الخاصة:

تعرف الاستثمارات الأجنبية المباشرة على أنها تلك الاستثمارات التي تعود ملكيتها وإدارتها للأجانب سواء كانت هذه الملكية تامة أو جزئية عن طريق الاشتراك بنصيب يضمن السيطرة على إدارة المشروع وتسيره، ويتفق كل من صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في تعريف الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة باعتبارها الاستثمار في مشروعات داخل بلد ما يسيطر عليه غير المقيمين في ذلك البلد، ويأخذ هذا الاستثمار في الغالب شكل فروع شركات أجنبية ومشروعات مشتركة.

فهذا النوع من الاستثمار يتميز بتملك الأجانب لنسبة دنيا معينة من أصول المشروع وإما بتملكهم نسبة معينة من القوة التصويتية المؤثرة في إدارة المشروع أو بهما معا، ويترتب على ملكية الأجانب لهذه المشروعات حقوق أخرى متعددة مثل تحويلات الأرباح والفوائد إلى الخارج، والتحكم في خطط الإنتاج والتسويق الخاصة بهذه المشروعات، ويعتمد هذا النوع من الاستثمارات انسيابه إلى البلاد النامية على العديد من العوامل منها: الأوضاع السياسية والاقتصادية وعلى المناخ العام للاستثمارات الأجنبية في هذه البلاد، كما تأخذ الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة أحد الشكلين: الاستثمارات الأجنبية الثنائية، الشركات المتعددة الجنسيات.

1.3.2 الاستثمارات الأجنبية الخاصة المباشرة الثنائية: من الظواهر الهامة التي صاحبت عملية انتقال رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في بلاد أخرى حرص الدول المضيفة على مشاركة رأس المال الوافد إليها فيما تقوم به من مشروعات، وقد تكون تلك المشاركة إما عن طريق رأس المال الوطني الحكومي أو عن طريق رأس المال الوطني الخاص، أو أن تكون فيما بين رأس المال الوطني العام والخاص، ومن هنا يمكن القول أن مبدأ المشاركة يفترض أن المشروع الاستثماري يتقاسم ملكيته رأس المال الأجنبي والوطني على السواء وبالتالي ينشأ ما يسمى بالمشروع المشترك، ونجد في معظم المشروعات المشتركة غالبا ما يكون الشريك الأجنبي مستثمرا خاصا ولكن ليس هناك ما يمنع أن يكون هذا الشريك حكومة أجنبية أو منظمة دولية وإن كان ذلك ناذرا على أن الشريك المحلي قد يكون فردا أو شركة خاصة أو حكومية في الدولة المضيفة ذاتها، وتميل معظم الشركات الأجنبية الخاصة إلى تفضيل المستثمرين الخاصين من الشركاء المحليين لاعتقادهم بأن المستثمر الخاص المحلي أكثر استعداد من موظفي المشروعات العمومية لعملياته الإنتاجية.

2.3.2 الشركات المتعددة الجنسيات: وهي عبارة عن شركات عملاقة تتميز بأن الملكية الفعالة لأسهمها تتنوع بين جماعات رأسمالية من جنسيات مختلفة كما أنها تمارس نشاطها الاستثماري في عدة دول، وهي في نشاطها هذا تنتج سلعا أو خدمات خارج موطنها الأصلي وتمتلك أصولا لا تدر دخلا في أكثر من دولة واحدة وتستخدم في نشاطها موارد فنية وإدارية من جنسيات مختلفة، ومن هنا جاءت تسميتها "بالشركات المتعددة الجنسيات"

4.2 المعونات الأجنبية:

1.1.2 مفهوم المعونة الأجنبية: يقصد بها كافة التحويلات الدولية التي تتم وفقا لشروط وقواعد ميسرة بعيدا عن القواعد والأسس المالية التجارية السائدة وفقا لظروف السوق، وبالتالي فهي تتضمن كافة المنح النقدية والعينية والقروض الميسرة الرسمية ذات الطابع الاقتصادي، والتي تنطوي على تحويل الموارد من الدول المتقدمة إلى الدول الأقل نموا بهدف تحقيق التنمية وتعديل الهياكل الاقتصادية والاجتماعية فيها **[البطريق، 2002، ص.09].**

2.1.2 أنواع المعونات الأجنبية: يمكن تقسيم المعونات الأجنبية من حيث مصادرها إلى معونات وحيدة المصدر تستند إلى علاقات بين الدول المانحة والدول المستفيدة، ومعونات جماعية والتي تقدمها الهيئات الدولية الإقليمية المتخصصة في التنمية الاقتصادية.

•المعونات الوحيدة المصدر: تتمثل في المنح والقروض التي تعقدها الدول المانحة مع الدول المستفيدة، وهي معونات تتميز بأنها تعقد بشكل رسمي أي في إطار من التفاوض والاتفاق بين الحكومات المعنية **[محمد عبد العزيز، 1998، ص.309].**

• المعونات المتعددة الأطراف: وهي المعونات المتعددة التي تقدمها الهيآت الدولية والإقليمية المتخصصة في التنمية الاقتصادية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، صندوق النقد الدولي، وبنك التنمية

الإفريقي، الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، وكذلك التكتلات الدولية كمنظمة الدول المصدرة للنفط.

3. أثر الديون الخارجية على تمويل التنمية الاقتصادية في الدول العربية:

إن أهم المشاكل الاقتصادية التي تعاني منها الدول العربية انخفاض حجم المدخرات المحلية المطلوبة لتمويل عملية التنمية وكذا تغطية العجز المتمثل في فجوة الموارد المحلية، فضعف الادخار المحلي في البلدان العربية المدينة أدى إلى عدم تمكن القطاع العام والقطاع الخاص معا بناء وتنفيذ المشروعات التنموية الجديدة.

ومن خلال التجارب التنموية لمعظم البلدان العربية يلاحظ أن هذه البلدان لم تصل بعد إلى مرحلة الاعتماد على الذات، ولم تستطع تسريع عمليات التنمية المنشودة بل على عكس من ذلك تفاقمت مشاكل ديونها الخارجية خلال حقبة السبعينيات والثمانينيات وحتى التسعينات. ولقد أدى الإفراط في الاعتماد على التمويل الخارجي إلى تراخي معتبر في تعبئة الادخار المحلي من جهة، وتشجيع الاستهلاك الثانوي من جهة ثانية، وبناء على ذلك يجب على البلدان العربية بذل المزيد من الجهود لتشجيع تعبئة المدخرات العربية بتهيئة المناخ الاستثماري الملائم على اجتذاب الفوائض المالية العربية لاسيما الهاربة إلى خارج الوطن العربي والمزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر.

وعلى العموم، فإن الدراسات الحديثة التي تمت حول تأثير المديونية الخارجية على الادخار متنوعة وذات مناهج متعددة في معالجة هذا التأثير.

1.3 أثر تزايد أعباء الديون الخارجية على الادخار المحلي:

يمكن قياس أثر الدين الخارجي على الادخار المحلي عن طريق حساب نسبة مدفوعات خدمة الديون الخارجية إلى إجمالي الناتج المحلي ومقارنة هذه النسبة بمعدل الادخار المحلي (منسوب إلى إجمالي الناتج المحلي وذلك حسب الصيغة التالية:

الصادرات / إجمالي الناتج المحلي X مدفوعات خدمة الديون/ الصادرات
= مدفوعات خدمة الديون/ إجمالي الناتج المحلي

ومن بين مؤشرات الديون الخارجية التي تساعد على تحليل أثر أعباء الدين الخارجي على الادخار المحلي نجد نسبة خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الادخار المحلي إلى الناتج المحلي، وكذلك نسبة خدمة الديون الخارجية إلى نسبة الادخار.

مما سبق يتضح أن التمويل الخارجي يحدث أثر سلبي على معدل الادخار المحلي، والدليل على ذلك مختلف الدراسات التي حاولت أن تعالج هذه الظاهرة الخطيرة على التنمية لأن الديون الثقيلة المستحقة على الدول وما نجم عنها من أعباء متزايدة لم تترك الفرصة أمام الدول النامية عامة والعربية خاصة لتخصيص جزء من دخلها لرفع معدل الادخار المحلي.

ولغرض تأكيد ما سبق ذكره نعرض الجدول (2-6) الذي يبين لنا معدل التغير السنوي في معدلات الادخار المحلية في أكبر 17 دولة من مجموعة الدول النامية المدينة خلال العقد الأول للتنمية (1960 ــ 1970)، وهو العقد الذي ميزته تفاقم المديونية الخارجية في الدول النامية نتيجة لمحاولات التنمية والدخول في عصر ما بعد الاستعمار (انظر الجدول(2-6)).

الجدول (2-6):

متوسط معدل التغير السنوي في معدل الادخار المحلي الإجمالي

لبعض الدول النامية خلال العقد الأول من التنمية (1960-1970)

الدول	%معدل الادخار القومي الإجمالي من إجمالي الناتج المحلي 1968-1970	متوسط معدل التغير في معدل الادخار القومي الإجمالي 1960-1970
1.دول مصدرة للبترول:		
إيران	16.6	0.4
أندونيسيا	4.6	0.3
2.دول ذات دخل مرتفع:		
الأرجنتين	19.3	#
البرازيل	16.2	#
كولومبيا	17.3	0.1-
المكسيك	18.6	0.3
شيلي	13.6	0.2
بيرو	13.2	0.1-
3.دول ذات دخل متوسط:		
مصر	7.9	0.5-
4.دول ذات دخل منخفض:		
الهند	14.7	0.2
الباكستان	11.2	0.2

لا تتوفر عنها أرقام

المصدر: [جنوحات / حريتي، 2005-2006، ص.150] نقلا عن [زكي، 1978، ص.387]

من خلال الجدول(2-6) يظهر لنا بصورة واضحة سلبية أثر المديونية الخارجية على الادخار في معظم الدول النامية إذ تمثل الفترة (1960 ــ 1970) مرحلة جديدة بالنسبة لمعظم الدول النامية التي تحررت من الاستعمار، فقد اتجهت خلال هذه الفترة إلى تطبيق خطط التنمية الاقتصادية

الفصل الثاني ـــــــ

من خلال الجدول(2-7) تعتبر نسبة خدمة الدين إلى معدل الادخار المحلي مرتفعة في الدول العربية المدينة وأحيانا سالبة. فقد ارتفعت هذه النسبة في مصر من عام 1982 إلى عام 1987 بمقدار +14,9% كما ارتفعت في تونس بقيمة +23,9% ، وفي الجزائر بمقدار 1,7% خلال الأعوام نفسها. أما في المغرب فقد انخفضت هذه النسبة من عام 1982 إلى عام 1987 بنسبة 61,1% بسبب إعادة جدولة بعض ديونه التي أدت إلى انخفاض نسبة خدمة الدين بالنسبة للناتج الوطني الإجمالي. وفي سورية انخفضت نسبة خدمة الدين إلى نسبة الادخار من 15,7% عام 1985 إلى 15% عام 1987، فعلى الرغم من انخفاض نسبة خدمة الدين من الناتج من 2,2% عام 1985 إلى 1,5% عام 1987 فإن هذا التحسن رافقه انخفاض في نسبة الادخار من الناتج المحلي فانخفضت هذه النسبة من 14% عام 1985 إلى 10% عام 1987.

وبالطبع ما يمكن استخلاصه من الجدول رقم (2-7) أنه من الممكن زيادة الادخار المحلي المتاح لتمويل الاستثمارات اللازمة لدفع عملية التنمية في هذه الدول، وذلك إذا تصورنا أن معدل خدمة الدين الخارجي كان أقل من ذلك المستوى الذي ساد خلال السنوات المذكورة.

وتجدر الإشارة إلى أنه في عام 2006 تراجع إجمالي الدين العام الخارجي في ذمة الدول العربية المقترضة، وقد تأثرت المديونية الخارجية بعاملين رئيسيين هما، السداد المبكر لجزء من المديونية الخارجية لبعض الدول العربية، وارتفاع المديونية الخارجية المقومة بالدولار في ظل انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى عام 2006. وقد تراجعت نسبة إجمالي الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي غير أن خدمة هذا الدين إلى الصادرات من السلع والخدمات ارتفعت في الدول العربية المقترضة كمجموعة وذلك بسبب الزيادة الملحوظة لخدمة الدين العام الخارجي والناجمة عن التسديد المبكر للدين العام الخارجي للجزائر**[صندوق النقد العربي، مرجع سابق-ي، ص.xii].**

4. أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية

يوجد خلاف بين الاقتصاديين – في الفترة القريبة السابقة – حول جدوى وأهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالنسبة للدول المضيفة، وقد انقسموا في ذلك لقسمين رئيسين هما، المجموعة الأولى وهم أنصار النظرية الكلاسيكية حيث يفترض أنصارها أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تنطوي على العديد من المنافع غير أن هذه المنافع تعود في معظمها على الشركات متعددة الجنسيات، وفي الجانب الآخر يرى أصحاب النظرية الحديثة أن كلا من طرفي الاستثمار (الشركات متعددة الجنسيات والدولة المضيفة) تربطهم علاقة المصلحة المشتركة وكل منهما يعتمد أو يستفيد من الآخر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف المحددة.

ويوجد الآن شبه اتفاق بين الدول حول أهمية وجدوى الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الحد الذي جعلهم يتنافسون بعضهم البعض على تقديم الحوافز والإغراءات المالية لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة **[القرنشاوي،2006، ص .04]**

الفصل الثاني ـــــــ

• إمكانية التخلص من الآثار السلبية للاستثمار المباشر الأجنبي أو على الأقل التخفيف منها، في حين يصعب الأمر في حالة الآثار الوخيمة التي تخلفها عملية الاستدانة من الخارج.

وعليه تتجلى أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في هذا السياق من خلال النقاط التالية:

- تتجلى أهميته كوسيلة تمويل بديلة من خلال أنه يمكن من تغطية العجز في ميزان المدفوعات في المدى القصير والمتوسط معا على الأقل، إلى جانب إمكانية الدول المضيفة من الحد من تفاقم المديونية الخارجية. ولقد أثبتت الكثير من نتائج الخبراء في هذا الشأن أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الطويلة الأجل من خلال القروض الخارجية لم تساهم إلا بالقدر اليسير جدا في حل مشكلة العجز في موازين المدفوعات تلك الدول عند عدم مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الحكومات، الهيئات...الخ

- تتجلى الأهمية أيضا في كونه أداة تمويل ميسرة من حيث الحصول عليها، واستخدامها يدري على الدول المضيفة الكثير من الفوائد والمزايا لأن الشركات الأجنبية تعمد بحكم إستراتيجيتها وجديتها إلى دراسة المشاريع الاستثمارية دراسة محكمة تكون مضمونة النتائج.

- إن الوصول إلى الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره تمويل خارجي بديل يمكن الدول العربية من التطلع إلى الأهداف الإستراتيجية مثل تنمية الصادرات والحصول على المهارات التسويقية والمعارف التكنولوجية، وتنمية الرأسمال البشري...الخ، والذي لا يمكن تحقيقه عن طريق التمويل الخارجي الكلاسيكي.

ومن الطبيعي هنا أن نقول أن أهمية الاستثمار المباشر الأجنبي تزداد في حال اتفاق الدول المضيفة مع الشركات الأجنبية على إعادة استثمار جزء من تلك الأرباح المحققة، في حين أن القروض الخارجية غير مضمونة العواقب بحيث يتم تحمل أعباءها بدون مقابل يذكر. ولهذا السبب و لآخر اتجهت تدفقات رؤوس الأموال في الفترات الأخيرة إلى الاستثمار الأجنبي والاستثمار بالمحفظة بدلا من القروض (انظر الشكل (1.2)).

الفصل الثاني ـــــــ

النقائص مع ضرورة أن تتجلى تلك الموارد الأجنبية في الاستثمار الأجنبي المباشر على اعتبار أن القروض الأجنبية تتميز بكثرة العيوب وبالتبعات السلبية إلى جانب انخفاض المساعدات الخارجية الائتمانية التي كانت موجهة من طرف الدول المتقدمة إلى الدول النامية، أو تلك المساعدات التي كانت تقدمها الدول العربية النفطية للدول العربية منخفضة الدخل بسبب تدهور النفط عند نهاية 1985 وبداية 1986 بالخصوص ويبدو أن عددا من العوامل الخارجية قد لعبت دورا هاما في تحقيق هذه المتغيرات، أولهما النمو الاقتصادي البطيء والمستويات المنخفضة لتراكم رأس المال في معظم الدول النامية، وبقدر ما تصبح الحاجة إلى تحسين معدلات الاستثمار أولوية وطنية تفقد الشكوك والاعتراضات تجاه الاستثمار الأجنبي المباشر جانبا كبيرا من قوتها..... وقد أصبحت الحكومات مهتمة اهتماما متزايدا بالعمل بشكل إيجابي على اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر بدلا من انتظار المستثمرين الأجانب الساعين للدخول إلى البلد المعني، ومنه تتجلى الأهمية الأولى له أنه يمكن الدول المضيفة له ونخص بالذكر الدول العربية منها من تغطية الفجوة الادخارية التي برزت بسبب ضعف الادخار المحلي لديها.

وفي الأخير وبعد إبراز أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية يبقى أن نشير أن الاستثمار الأجنبي الوارد للدول العربية قد يكون من مصادر عربية أو قد يكون من مصادر غير ذلك. فقد عرف الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من الدول العربية ارتفاعا عام 2005 حيث بلغ 15,2 مليار دولار مقارنة مع 6,5 مليار دولار عام 2004، وشكلت أربع دول خليجية ما نسبته 90% من إجمالي الاستثمارات الصادرة جاء في مقدمتها الإمارات باستثمارات 6,6 مليار دولار تليها الكويت بنحو 4,7% مليار دولار ثم السعودية بـ 2,1مليار دولار والبحرين بـ 1,1 مليار دولار **[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، النشرة الفصلية الرابعة 2006]**.

أما عن توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عالميا للدول العربية ففي سنة 2005 كانت الحصة الأكبر بـ 59,12% للدول النامية المتقدمة ثم تليها الدول النامية 36,42% ثم دول الاقتصاديات المتحولة بـ 4,33%، وفيما يخص الشركات المتعددة الجنسيات فوفقا لقاعدة البيانات التي ترصدها **الأنكتاد** للتوزيع الجغرافي للشركات المتعددة الجنسيات بلغ عدد هذه الشركات الأم (الرئيسية) في الدول العربية 490 شركة من أصل 77 ألف شركة على مستوى العالم إلى جانب 4882 شركة شقيقة وفرعية من أصل 773 ألف شركة شقيقة وفرعية على مستوى العالم.

5. أهم المصادر الخارجية لتمويل المشروعات الاستثمارية العمومية في الجزائر:

1.5 التجارة الخارجية:

كانت التجارة الخارجية في الجزائر مصدرا هاما بسبب إمكانيات النمو التي ساهم فيها قطاع المحروقات منذ أربعة عقود في رفع الدخل الوطني، والتي أدت بدورها إلى زيادة تمويل الواردات من السلع الوسيطة والإنتاجية اللازمة من جهة، والتوسع في إشباع حاجات المجتمع من المواد الغذائية من جهة أخرى، بالرغم من محاولات بناء وتوسيع قاعدة إنتاجية زراعية وصناعية في منتصف السبعينيات من القرن الماضي فإن الاقتصاد الجزائري يتميز بتمركز قاعدته الإنتاجية في فروع إنتاج

وتحويل وصناعة المحروقات في وقت أصبح فيه الطلب الكلي يتصف بالتنوع، وبالتالي يعتبر الاقتصاد الجزائري اقتصادا مفتوحا في اعتماده على الواردات وعلى الخصوص في قطاعات إستراتيجية مثل الموارد الزراعية والصناعية الغذائية، وأصبح مشكل الأمن الغذائي متعلق بالتقلبات التي تحدث في الأسواق العالمية من خلال الأسعار إضافة إلى مشكلة المديونية، تذبذب أسعار الصرف الدولية وفي مقدمتها الدولار الأمريكي **[العشي، 2006، ص .09].**

ونظرا لتذبذب قيمة الصادرات الجزائرية التي تعتمد على الصادرات من المحروقات من جهة ، وللتغيرات التي تطرأ على قيمة الواردات الجزائرية المرتبطة بمتطلبات الاقتصاد الوطني من جهة أخرى فإن الميزان التجاري الجزائري سجل حالات العجز والفائض.

الجدول (2-8)

تطور حصيلة الميزان التجاري في الجزائر خلال الفترة(1997-2006)

الوحدة: مليون دولار

لسنة / البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
حصيلة الميزان التجاري	5،690	1،510	3،360	12،300	9،610	6،710	11،140	14،270	26،470	34،060
تغير حصيلة الميزان التجاري	-	4،18-	1،850	8،940	2،60-	2،90-	4،430	3،130	12،200	7،590

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على:- صندوق النقد العربي، سبتمبر2001

- صندوق النقد العربي، سبتمبر2006

- صندوق النقد العربي، سبتمبر 2007.

من خلال الجدول رقم(2-8) يظهر لنا أن الارتفاع والانخفاض الحاصل في سعر البرميل أثر على حصيلة الميزان التجاري، فانخفاض سعر برميل النفط سنة 1998 إلى 13,31 دولار أمريكي مقارنة بعام 1997الذي بلغ 19.30 مليار دولار أدى إلى انخفاض حصيلة الميزان التجاري إلى 1,510 مليار دولار أمريكي، لكن بعد ارتفاع سعر البرميل إلى 18,25 سنة 1999 ارتفعت حصيلة الميزان التجاري بمقدار 1،850 مليار دولار أمريكي، ووصلت سنة 2000 إلى 12،300مليار دولار أمريكي حيث كان سعر البرميل يقدر بـ 28,50 دولار لتنخفض مرة أخرى في عام2001 وعام 2002بقيمة-2,690 مليار دولار و- 00 2,9 مليار دولار وهذا يعود إلى انخفاض أسعار النفط وارتفاع الواردات من السلع الاستهلاكية والوسيطة، لتصل الحصيلة إلى المستوى القياسي سنة 2006 حيث تقدر بـ 34,060 مليار دولار أمريكي أين سجل السعر الاسمي للنفط الخام أعلى مستوى له بلغ 78 دولار/برميل في أبريل2006 .

نستخلص من الجدول (2-8) أن الجزائر تتميز بصادرات أحادية البنية تتكون من سلعة واحدة تتغير أسعارها تبعا للتغيرات التي تطرأ في الأسواق العالمية فترتفع أحيانا وتنخفض أخرى، فحصيلة الميزان التجاري تربط بالتغيرات التي تطرأ على أسعار النفط من جهة وحجم الواردات وتنوعها من جهة أخرى.

2.5 المديونية الخارجية:

إن أبرز المشاكل التي عانت منها الجزائر في السنوات الأخيرة هي " مشكلة المديونية الخارجية " التي أصبحت تواجه حاضر ومستقبل التنمية الاقتصادية فيها، وأضحت أزمة حقيقية تهدد استقرارها الاقتصادي والاجتماعي والسياسي بشكل مباشر وهو ما يتطلب البحث عن حلول عاجلة لهذه المشكلة فخدمات ديونها أصبحت تلتهم نسبة كبيرة من حصيلة صادرتها هذا إلى جانب أن القروض التي تحصل عليها يستخدم معظمها في تسديد جزء من إعادة جدولة ديونها الخارجية، فنجد قصور مصادر التمويل الداخلية بها وسوء استغلالها من جهة ورغبة الدولة في تحقيق تنمية سريعة هو ما دفعها إلى طلب المزيد من القروض الخارجية ولو بشروط قاسية لسد الفجوة القائمة بين المدخرات المحلية والاستثمارات المطلوب تنفيذها من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية ورفع معدل النمو الاقتصادي.

إن اللجوء إلى السوق الدولي للاقتراض ليس خطأ بل هو وسيلة لتحقيق مشاريع استثمارية لكن ضعف مردودية هذه المشاريع لا يمكن من توفير المبالغ المقترضة، فبداية أزمة المديونية كانت عام 1986 ذلك بعد تدهور أسعار النفط في الأسواق العالمية وبالتالي تدهور حصيلة صادرات المحروقات، ومنه تراجع حجم القروض الممنوحة من طرف الدول والهيئات الدائنة.

نتيجة للظروف الاقتصادية والاجتماعية التي وصلت إليها الجزائر لم تجد السلطات أمامها سوى حل اللجوء إلى الاقتراض القصير المدى والذي كلفها الكثير والكثير إضافة إلى غياب إستراتيجية واضحة لتسيير المديونية الخارجية على المدى الطويل والاختلالات الموجودة في موازينها الخارجية، واستمرت الجزائر بالتسديد والوفاء بالتزاماتها في المواعيد المحددة حسب العقود الأصلية الممضاة مع المقرضين.

الجدول (2-9)

تطور المديونية الخارجية في الجزائر خلال الفترة(1997-2006)

الوحدة: مليون دولار

السنة / البيان	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
المديونية الخارجية	30،890	30،665	28،015	25،261	22،701	22،642	23،353	21،821	17،191	5،603
تغير المديونية الخارجية	-	0،225-	2،650-	2،754-	2،560-	0،59-	0،711	1،532-	4،630-	11،58-

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على:- صندوق النقد العربي، سبتمبر2001

- صندوق النقد العربي، سبتمبر2006

- صندوق النقد العربي، سبتمبر2007.

من خلال الجدول رقم(2-9) نلاحظ أن المديونية الخارجية في الجزائر شهدت انخفاضا مستمرا منذ عام 1997 إلى غاية عام 2002، حيث بلغت عام 1997حوالي30،890 مليون دولار لتنخفض إلى حوالي 22،642 مليون دولار ثم لترتفع ارتفاعا طفيفا قدره0،711 مليون دولار عام 2003، ثم استمرت في الانخفاض إلى أن سجلت في عام 2006أدنى قيمة لها قدرت 5،603 مليون دولار وهذا الانخفاض يرجع طبعا إلى تسديد الجزائر لديونها الخارجية.

IV. التمويل عن طريق أسواق رأس المال- نموذج تمويلي معاصر- في الدول العربية:

في ظل الاهتمام المتزايد بالأسواق المالية من طرف الدول المتقدمة والنامية وهذا نظرا للدور الذي تؤديه في تعبئة الادخار وحشد الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية من جهة، وزيادة الضغوط على المعونات الخارجية والشروط المقيدة لتلك المساعدات وما ينتج عليه من تبعية للخارج من جهة وهروب الاستثمارات العربية خارج الوطن العربي نحو الأسواق العالمية بحثا عن عائد أكبر ومناخ أفضل من جهة ثانية، ضمن هذا الإطار برز وعي لدى الدول العربية بضرورة إنشاء أو تطوير هذه الأسواق بغية الاستفادة من هذه الأداة التمويلية المعاصرة.

1. اللاوساطة المالية ودوافع توسعها:

لوقت قريب لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورا أساسيا في تعبئة الادخار وتمويل الاقتصاد، واعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق لما توصل إليه من ميكانيزمات وتقنيات زادتها التطورات التكنولوجية فعالية ومرونة فاستمر التمويل غير المباشر إلى منتصف السبعينات من القرن العشرين في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وإلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية، ثم لتبدأ مرحلة التخلي التدريجي عن الوساطة المالية Désintermédiation التي كانت نتيجة لزيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ

كثيرا للبنوك والمؤسسات المختصة لتمويل نشاطها عن طريق القروض، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة.

1.1 مفهوم اللاوساطة المالية:

عرفت عملية اللاوساطة المالية بأنها: " تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال عليها بالمؤسسات المالية، وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين " **[جبار، 2002،-أ-، ص.29]**

ومن ثم فإن تمويل المؤسسات الذي كان يتم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد من طرف البنوك والمؤسسات المالية المختصة، ثم إعادة إقراضها مرة أخرى بسعر فائدة أعلى من أجل تغطية مصاريف التسيير وتحقيق أرباح من وراء ذلك أصبح يتم دون وساطة تلك البنوك والمؤسسات المالية المختصة فالعلاقة تغيرت وأصبحت بين طرفين فقط وليس ثلاثة أطراف أي انتقلت من العلاقة غير المباشرة إلى العلاقة المباشرة بين أصحاب الأموال والمحتاجين إليها، أي التحول من التمويل غير مباشر إلى تمويل مباشر وهو موضوع اللاوساطة المالية بالمفهوم التقليدي لها.

2.1 دوافع توسع اللاوساطة المالية:

يمكن تلخيص دوافع توسع اللاوساطة في النقاط التالية:

• عدم تمكن المصارف من السيطرة على الوساطة والسبب هو أن الشركات قد تفضل التمويل عن طريق المساهمات في ملكية رأس مالها **[مونتيل ، 2003، ص.46]**، نظرا لميل كلفة الإقراض المصرفي نحو الارتفاع خاصة مع طول فترة أصل القرض وكبر حجم القرض بالنسبة لمحفظة البنك الكلية، لذلك فإن سعر الطلب للاقتراض الطويل الأجل وبأحجام كبيرة سيكون مرتفعا في بيئة تهيمن عليها البنوك وهو سعر تحدده كلفة قيام البنك بتقديم القرض المذكور.

• لقد ساعدت عملية التوريق، أي تمويل الاقتصاد الوطني عن طريق الأوراق المالية والتي تعرف على أنها "تحويل مبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها، إذ تباع بعد ذلك في الأسواق المالية للمستثمرين حيث يمكن الاستعانة في ذلك بخبير أو بيت للسمسرة" **[جبار، 2002،-أ-، ص.35]** على توسع اللاوساطة المالية نتيجة اعتماد هذه العملية (التوريق) على الأسواق المالية من خلال تحويل الديون والقروض التي منحتها البنوك والمؤسسات المالية المختصة إلى أوراق مالية تباع وتشترى في السوق المالية.

• إن بروز أهمية وضرورة الأسواق المالية في اقتصاد يعتمد على التمويل بإصدار أدوات مالية قد عمل على توسيع اللاوساطة المالية، إذ تتطلب هذه العملية توفر سوق تباع فيها تلك الأوراق المالية لأول مرة للمستثمرين هي السوق الأولي أما الذي يرغب في بيع تلك الأوراق يحتاج لسوق ليبعها هي السوق الثانوية أو ما يعرف بالبورصة.

إلى جانب ذلك فقد شهد هذين العقدين انتشارا واسعا للأسواق المالية في الدول العربية وقد جاء هذا الانتشار في مجال زمني ضيق (نسبيا) للأسباب التالية **[كاكامولا، 2003، ص.299]**:

- تعاظم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبترول الخام،
- إرتفاع أهمية القطاع الخارجي (لتجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي،
- ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة،
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وبإنشاء الشركات المساهمة.

2.الأسواق المالية العربية:

نتناول في هذا المطلب علاقة الأسواق المالية بالخوصصة في الدول العربية، ثم الأسواق المالية العربية كحافز للمستثمرين العرب، وأخيرا نعرض السمات المشتركة لأسواق رأس المال العربية.

1.2 الأسواق المالية والخوصصة في البلدان العربية:

تعد الخوصصة أبرز مظهر للإصلاح الاقتصادي في البلدان العربية بل كانت بمثابة شروط مفروضة من قبل الثالوث الذي يقود الاقتصاد العالمي (البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، المنظمة العالمية للتجارة)، ولقد أدى تزايد عمليات الخوصصة في كثير من البلدان العربية إلى تنامي وانتعاش الأسواق المالية لهذه البلدان.

فعلى الرغم من اختلاف الأوزان النسبية للأساليب المعتمدة في الخوصصة من بلد لآخر ومحدودية اعتماد الأسواق المالية لإجراء الخوصصة في البلدان العربية بوجه عام ناهيك عن التردد الذي مازال يرافق هذه العملية (الخوصصة) إلا أن كثيرا من الأسواق المالية العربية عرفت نموا في السنوات الأخيرة سواء من حيث الرسملة أو من حيث حجم المبادلات كنتيجة للخوصصة.

فلقد ساهمت عمليات الخوصصة التي باشرتها المغرب (إلى غاية 1996) لنحو 112 شركة منها 37 فندقا سياحيا في تطوير السوق المالية، وقد بلغ عدد الشركات التي تمت خوصصتها عن طريق البورصة 11 شركة مرت كلها في أحسن الظروف، بل وإن طلب المكتتبين (من المغاربة وأجانب) فاق العرض بحوالي أربع أو خمس مرات، وللإشارة فإنه منذ صدور المرسوم المتعلق بالخوصصة في 1990 بلغت إيرادات العملية حوالي 3.9 مليار دولار ما بين 1993 منها 2.2 مليار دولار ناتجة عن فتح رأس مال شركة المغرب للاتصالات (Telecom Maroc).

ومن ناحية أخرى استقبلت بورصة الدار البيضاء 350 مليون دولار أي ما يعادل 5% من رسملتها الإجمالية، ولقد أدى منهج الخوصصة والانفتاح الاقتصادي إلى فتح شركات معروفة عالميا فروعا لها بالمغرب من أمثال Solomon Brothers , Morgan stanley , Merill lynch , Nomiura , Parisbas , Pictets وهي الآن تمارس أنشطتها المالية العادية في الأسواق المالية المغربية [جبار ، 2002،-ب-، ص.194.195]، وقد بلغت الاستثمارات الأجنبية في المغرب رقما قياسيا نهاية نوفمبر2007لأول مرة ما يزيد عن 31مليار درهم، وشكلت الاستثمارات المباشرة للشركات

الأجنبية نحو 86.9 في المائة من إجمالي الاستثمارات، في حين شكلت الاستثمارات في الأسهم والسندات والقروض الخاصة نحو 9.3 في المائة.

وفي تونس أدى تطبيق حوافز الاستثمار خاصة فيما تتعلق بإمكانية امتلاك الشركات التونسية كليا (100% من ر أسمالها) إلى استقبال ما يعادل 292 مليون دولار من الاستثمارات الأجنبية سنة 1997، كما كان لإصدار البنك الدولي العربي التونسي لـ 1.6 مليون سهم بقيمة 50 مليون دولار والتي سوقت في الأسواق المالية العالمية في نوفمبر 1998 دفعة قوية للسوق المالية التونسية وانطلاقة حقيقية في اتجاه عولمته.

أما فيما يتعلق بعمليات الخوصصة فقد بلغ عدد المؤسسات التي تمت خوصصتها في تونس خلال الفترة (1987-2002) 163 شركة منها 78 وهو ما يمثل 53% تتم عن طريق بيع الأسهم حوالي 10 شركات (أي نسبة 4%) عن طريق الطرح العام (OPV : L'Offre Publique de Vente)، والطرح العام هي تقنية للتنازل عن طريق الأسواق المالية تم اعتمادها بداية في بريطانيا وفرنسا قبل أن تنتشر في مختلف البلدان **[حسين ، 2003، ص.179]**.

كما بلغت قيمة أسهم الشركات التي تمت خوصصتها في مصر من خلال سوق الأوراق المالية خلال عام 2001 حوالي 146,3 مليون دولار، وفي الكويت باعت الهيئة العامة للاستثمار خلال الربع الثاني من عام 2001 نحو 113 مليون سهم من أسهمها في شركة الاتصالات عبر الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 553,7 مليون دولار، وفي السعودية تحولت أكثر من عشر شركات عائلية إلى شركات مساهمة عامة وأصبحت مؤهلة لطرح أسهمها للاكتتاب العام في سوق الأسهم السعودي، وفي لبنان تم تحويل مؤسسة الكهرباء إلى شركة مساهمة وتقرر بيع ما بين 15% و 30% لمستثمر رئيسي وطرح باقي الأسهم للاكتتاب العام عبر بورصة بيروت، وفي الربع الثالث من عام2007 أعلنت الحكومة الجزائرية استدراج عروض لخصخصة 13 شركة حكومية تعمل في القطاع الإلكتروني والتعدين والأشغال العامة إذ يتضمن هذا العرض طرح رأس مال هذه الشركات العامة للخصخصة الجزئية أو الكلية ومثل هذه الإجراءات قد تكون إيجابية بتنشيط السوق المالية الجزائرية.

كما حققت عدد الأسواق المالية العربية نموا نتيجة لعمليات الخوصصة وعلى سبيل المثال تقرير صدر في سنة 2002 حول الاستثمار في مصر يشير إلى أن سوق المال في مصر نمت بشكل سريع حتى أصبحت من أفضل أسواق الرساميل في البلدان النامية خلال الفترة 1994ـــ1997 بفضل الخوصصة، وذلك بالاستناد إلى مؤشر المجموع المالي المصري وهو مؤشر رسملة للأسهم المتداولة علانية في البورصة، وقد بلغ معدل النمو السنوي 157,7% سنة 1994 ثم انخفض إلى 19% سنة 1995 عندما تباطأ سير عملية الخوصصة ليرتفع بعدها إلى 40% بعدما تم بيع عدة شركات حكومية.

وحيث أن مشروع الخوصصة ما يزال في بدايته فإنه من المتوقع أن تنتعش هذه الأسواق أكثر في السنوات المقبلة وحتى بالنسبة للدول التي اختارت نهج إصلاح القطاع العام بدلا من بيعة، كسوريا مثلا لم تستبعد دور القطاع الخاص وأهميته ولم تنكر دور الأسواق المالية غير أن الملاحظ هو ضآلة

مساهمة هذا القطاع في الناتج المحلي في البلدان العربية فضلا عن ريعية الاقتصاد العربي عموما مانزال مؤسسات القطاع العام (الإنتاجية والمصرفية) تؤدي دور الممثل الرئيسي على المسرح الاقتصادي.

2.2الأسواق المالية حافزا للمستثمرين العرب:

تبرز أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأشخاص الطبيعيين والمعنويين بسبب ما توفره من فرص إضافية لاستثمار أموالهم في المشروعات المختلفة أو عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية المعروضة في هذه الأسواق أو من خلال عمليات التمويل المباشر سواء أكان ذلك في شكل قروض أو مشاركة في رأس المال، وتعتبر الأسواق المالية حافزا للمستثمرين العرب لاستثمار أموالهم في الدول المتوفرة فيها مثل تلك الأسواق أما الدول الأخرى التي تفتقر إلى مثل هذا الحافز فإنها تفقد عامل جذب الاستثمار فيها لأن المال العربي يظل في بحث دائب عن أسواق مالية خارجية مضمونة بعيدا عن المجازفة في سوق مضطربة أو ضعيفة لا تغري المستثمرين على الاستثمار فيها[خريوش، رضا أرشد، جودة، 1999، ص.244]

وعلى الرغم من تطوير بعض الأسواق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة إلا أن ضيق هذه الأسواق وعدم الانسجام بين عرض الأموال العربية والطلب عليها في الوطن العربي أدى إلى استمرار ما يسمى بالتبعية المالية، فظلت الدول ذات العجز تعتمد عل شبكات المال الغربية لسد حاجاتها من السيولة وظلت الدول ذات الفائض تعتمد أيضا على هذه الشبكات لتقوم بتوظيف واستثمار أموالها.

2. 3 السمات المشتركة لأسواق رأس المال العربية:

إن الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية -باستثناء بورصة الإسكندرية والقاهرة بمصر – إذ تعد أسواق رأس المال العربية من الأسواق المالية الناشئة في اقتصاديات دول نامية التي تمر بمرحلة تحول اقتصادي حيث تشترك في السمات الآتية:

- ضعف دور هذه الأسواق ضمن اقتصادياتها الوطنية، وانخفاض معدلات نموها مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية العالمية،
- إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لا زالت دون المستوى المطلوب،
- تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية،
- إن ضيق الأسواق قد ساعد على نشر المعلومات بما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق خاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام،
- إن ضعف أو عدم وجود مراكز عملية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد ساهم في تنفيذ عمليات بقرارات عفوية،

•تشرف على الأسواق في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومتخصصة بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين،

•سيطرة المضاربة على أغلب المعاملات إذ تبحث عن الأرباح السريعة بالتركيز على فروق الأسعار ويلاحظ في بعض الحالات شراء أسهم شركات لم تتنه بعد إجراءات تأسيسها، وبالتالي يصبح مشتروها ضحايا ما يعرف بالشركات الوهمية،

•إن التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى يجعل الأسواق المالية تحت طائلة من المتغيرات العشوائية وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

لقد اتخذت الأسواق المالية في كل من مصر والأردن والكويت خطوات جادة في العقدين الأخيرين بغرض تشديد الرقابة على النشاطات الجارية فيها وخاصة بالنسبة لمتابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم الشخصي في السوق مباشرة إلا بالنسبة لصانعي السوق الذين يقومون بالبيع والشراء لمحافظهم الاستثمارية ويعملون على توازن السوق.

خلاصـــــة الفصـــــل الثاني:

لقد عرض هذا الفصل أشكال التمويل في الاقتصاديات العربية حيث تم تقديمه من خلال أربعة مباحث، تطرق المبحث الأول إلى التمويل بصفة عامة ونمطيه أي التمويل المباشر والتمويـل غيـر المباشر بالإضافة إلى واقع الأنظمة المالية في الدول العربية والتي لاحظنا أنها تمتاز بالـضعف فـي أغلبها -باستثناء دول الخليج التي قطعت شوطا لا بأس به في مجال تطوير قطاعها المـالي - وإلـى جوانب إصلاحه وتطويره أهمها تطوير القطاع المصرفي وغير المصرفي وخاصة أسـواق الأوراق المالية وتعديل البيئة القانونية والسياسية.

والمبحث الثاني تناول الشكل الأول في التمويل ألا وهو التمويل المحلي ودور الادخـار فـي تمويل الاقتصاد حيث تم التطرق فيه إلى ماهية التمويل المحلي والادخار باعتباره المصدر الأساسـي للتمويل المحلي، كما يبرز هذا المبحث طبيعة الموارد المالية العربية التي تتمثل أغلبها فـي العوائـد النفطية ومناخ الاستثمار في الدول العربية، ومن ثم يعرض فجوة الموارد (العجز -الفائض) في الدول العربية وواقع حلقة ادخار- استثمار في الدول العربية. وفي الأخير تمت الإشارة إلى أهم المـصادر الداخلية لتمويل المشاريع الاستثمارية العمومية في الجزائر وهمـا، التمويـل التـضخمي والادخـار الحكومي.

كما تم في المبحث الثالث عرض التمويل الخارجي ودوره في تمويل المشاريع التنموية في البلـدان العربية، وذلك من خلال التطرق إلى علاقة الادخار المحلي بالتمويل الخارجي وأنواع مصادر التمويل الخارجي المتمثلة في حصيلة الصادرات والمعونات الأجنبية والقـروض الخارجيـة والاسـتثمارات الأجنبية الخاصة، إلى جانب إبراز الأثر السلبي للمديونية الخارجية على تمويل التنميـة الاقتـصادية بالبلدان العربية لا سيما على الادخار المحلي، بالإضافة إلى أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية باعتباره وسيلة تمويلية خارجية بديلة وعنصر تكميلي للموارد وعامـل لتحـسين الاسـتثمار المحلي، ويشير في الأخير إلى أهم المصادر الخارجية المعتمدة في تمويل المـشروعات الاسـتثمارية العمومية في الجزائر والمتمثلة في التجارة الخارجية والمديونية الخارجية.

ويهتم المبحث الأخير بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال- كنموذج تمويلي معاصر- في الدول العربية من خلال التطرق إلى ماهية اللاوساطة المالية ودوافع توسعها ثم يشير إلى نظرة عامة على الأسواق المالية العربية وعلاقتها بالخوصصة واعتبارها حافزا للمستثمرين وإبراز الخـصائص المشتركة فيما بينها.

الفصل الثالث

مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية بالدول العربية

تمهـــيد

I. توصيف أوضاع الدول العربية،

II. تطور فعالية أسواق رأس المال العربية (1997- 2007)،

III. أسواق رأس المال وتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان العربية،

IV. أهمية سوق رأس المال كسوق تمويلية في الاقتصاد الجزائري.

خلاصة الفصل الثالث

تمهيد:

لقد وجدت أسواق رأس المال العربية منذ زمن بعيد كبورصتي القاهرة والإسكندرية بمصر، إلا أن أغلبها حديثة العهد، وبأخذ المعيار التاريخي نجد بعض أسواق رأس المال العربية يعود تأسيسها إلى فترة الاستعمار كبورصة بيروت، بورصة الدار البيضاء، وأيضا بورصتي مصر، والبعض الآخر أنشئ في فترة الاستقلال كبورصة عمان، بورصة الجزائر، بورصة الكويت، سوق الأسهم السعودي، سوق البحرين للأوراق المالية.

كما تتباين أسواق رأس المال العربية من حيث درجة تطورها ونشاطها و تنظيمها، إلا أن ما يلاحظ في الآونة الأخيرة أن أغلبها يتجه نحو التطوير، خاصة إثر تزايد اتجاه الدول العربية خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات وحقبة التسعينات من القرن السابق إلى التحول لاقتصاد السوق مع تزايد الاختلالات الاقتصادية، وعدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية، وتفاقم مشكلات المديونية، وتبنيها لبرامج إصلاحية شاملة خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها، بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية أو تطويرها.

ويتوقف نجاح مثل هذه الأسواق بصفة عامة على مدى توفر عوامل عديدة التي تم التطرق إليها في الفصل الأول من هذه الدراسة بنوع من التفصيل إلا أنه وللأسف فإن أغلب تلك المقومات غير متوفرة في الدول العربية، وهو ما أبقى أسواق رأس المال بها عاجزة عن أداء الدور المطلوب منها.

في هذا الفصل من الدراسة يتم تناول مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية بالدول العربية، حيث يتم التطرق في البداية إلى واقع الاقتصاد العربي الذي يعتبر البيئة التي تتواجد فيها هذه الأسواق، ثم يتم تناول خصوصيات هذه الأخيرة من حيث الإطار التشريعي و نظام تشغيلها، ثم محاولة تبيان أداء ودرجة تطور أسواق رأس المال العربية خلال الفترة 1997/2007 ومدى مساهمتها في تمويل وإحداث التنمية الاقتصادية، ليتم الوقوف فيما بعد على أهم العقبات التي تعترض تطورها ونجاحها، ثم عرض سبل تفعيلها لتجاوز هذه العقبات، ونشير في الأخير إلى مدى أهمية سوق رأس المال أو بورصة الجزائر في تمويل الاقتصاد الوطني.

I. توصيف أوضاع الدول العربية:

في ضوء الأحداث العالمية والإقليمية التي تشهدها المنطقة العربية وتزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالي زاد اهتمام الدول العربية بأسواق رأس المال العربية، فقد سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشيا مع مسيرة التنمية، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب الأزمات البورصية التي تعرضت إليها الاقتصاديات الناشئة خاصة الأزمات الأسيوية من جهة، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفاءة الأوراق المالية من جهة أخرى، وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذا المبحث إلى العناصر الآتية:

- ❖ واقع الاقتصاديات العربية،
- ❖ تطورات الأسواق المالية العربية في السنوات الأخيرة،
- ❖ الاقتصاديات العربية والدروس المستفادة من الأزمات المالية العالمية.

1. واقع الاقتصاديات العربية:

تقع المنطقة العربية في مجموعها في الحزام الصحراوي الممتد من شمال إفريقيا حتى آسيا، وتبلغ المساحة الكلية لهذه المنطقة حوالي 1,4 مليار هكتار (14,21مليون كيلومتر مربع)، وتواجه ظروفا طبيعية بالغة الشذوذ، ندرة شديدة في المياه مقابل وفرة كبيرة في مصادر الطاقة سواء المستخدم منها (النفط والغاز) أو غير المستغل حاليا (الطاقة الشمسية)، وهكذا فإن الثنائي المياه/ الطاقة يعبر عن أزمات وتحديدات المنطقة وآمالها في الوقت نفسه، ففقر المياه يهدد وجودها وحياتها،ووفرة الطاقة تعطيها أهمية إستراتيجية ويقدر عدد سكان الدول العربية في عام 2006 بحوالي 318 مليون نسمة أي بمعدل نمو سكاني سنوي 2,2% وهو أعلى معدل مقارنة بمثيله في أقاليم العالم.

وبشكل عام فإن الناتج الإجمالي للوطن العربي يتوقف على سلعة واحدة وهي النفط وعليه يعرف الاقتصاد العربي في مجموعه فائض ماليا يتراوح بين 5% و10% يوظف في الخارج، ومع ذلك فإن هذه الصورة الإجمالية تخفي التناقض الشديد بين مجموعتين وهما الدول العربية النفطية وغير النفطية، فالأولى تتمتع بمستوى مرتفع من الدخول وبالتالي ادخار محلي مرتفع، بينما الثانية تواجه عجزا في مواردها المحلية حيث لم تنجح في توفير مدخرات محلية كافية الوفاء باحتياجات الاستثمار المحلي، الأمر الذي فرض عليها عجزا مزمنا في موازين مدفوعاتها.

ومن ثم ولتوضيح أكثر واقع الاقتصاديات العربية في إطارها العام نعرض العناصر التالية:

- ❖ سمات وخصائص الاقتصاد العربي.
- ❖ وضع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية.
- ❖ تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية.

1.1 سمات وخصائص الاقتصاد العربي:

رغم وجود الكثير من الاختلافات بين خصائص وطبيعة الاقتصاديات العربية، إلا أنه يمكن الإشارة إلى أهم الخصائص المشتركة لها والتي تتمثل في:

1.1.1 طبيعة النظام الاقتصادي المتبع:

يختلف النظام الاقتصادي المتبع في الدول العربية من دولة لأخرى، حيث اتبعت بعض دول المجلس التعاون الخليجي (السعودية، الإمارات العربية، الكويت، البحرين، قطر) النظام الرأسمالي الحر، في حين اتبعت بعض الدول النظام الاشتراكي والذي أعطى للدولة الدور الرئيسي في النشاط الاقتصادي، وقد بدأت معظم الدول العربية التي اتخذت النهج الاشتراكي كنظام اقتصادي في التحول التدريجي نحو اقتصاد السوق وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي.

2.1.1 تبني برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلي:

لقد تبنت الدول العربية برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلي لاسيما برامج التثبيت الاقتصادي والتكييف الهيكلي، وتوقيعها على الكثير من الاتفاقيات التجارية بدأ من جولة الأرغواي وانتهى بإعلان عن المنظمة العالمية للتجارة، كما سعت هذه البلدان بشكل أو آخر لإمضاء عقود الشراكة خاصة مع الإتحاد الأوروبي وإنشاء مناطق حرة للتبادل التجاري، وتهدف هذه البرامج بصفة عامة إلى علاج الاختلالات الاقتصادية والتغلب على المشاكل الاقتصادية المزمنة التي عانت منها معظم الدول العربية.

3.1.1 درجة الانفتاح على الخارج:

إن درجة انفتاح الدول العربية على العالم الخارجي تختلف من دولة عربية لأخرى، فقد تأثرت اقتصاديات الدول العربية سلبا وإيجابيا بالانفتاح على العالم الخارجي، وتمثل الأثر السلبي في تدهور معدل شروط التبادل التجاري في غير صالح الدول العربية. ورغم ذلك فقد عرفت اقتصاديات الدول العربية تقدما صناعيا مقارنة بعقدين من الزمن، إلا أنه مازال يعتمد بدرجة كبيرة على المواد الأولية وخصوصا النفط والإنتاج الزراعي كمصادر هامة للدخل القومي، كما تم انتهاج سياسات التحرر المالي في البلدان العربية والتي تهدف:

- رفع كفاءة الأسواق المالية العربية وتحقيق فعاليتها للاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها،
- زيادة أهمية تجارة الخدمات عامة، وتجارة الخدمات المالية والمصرفية خاصة ضمن مفوضات تجارية متعددة الأطراف خلال جولة الأرغواي،
- تعزيز درجة المنافسة في ما بين الأسواق المالية لجذب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

4.1.1 اعتماد الدول العربية على الإنفاق العام كمحرك أساسي للنشاط الاقتصادي:

يمثل الإنفاق العام نسبة كبيرة من الطلب الكلي الفعال لاسيما في الدول النفطية عامة ودول مجلس التعاون الخليجي خاصة، على الرغم من اتخاذ الكثير من الدول العربية خطوات جادة في سبيل ترشيد الإنفاق الحكومي والعمل على خفض عجز الموازنة العامة التي تعاني منها اقتصاديات الدول العربية سواء مرتفعة أو منخفضة الدخل.

5.1.1 هيكل صادرات وواردات الدول العربية:

تتميز الدول العربية بقاعدة اقتصادية ضعيفة التنويع في مجال الصادرات والواردات ودليل على ذلك أن القطاع النفطي في الدول المصدرة له يمثل نسبة 50% من الناتج المحلي الإجمالي وهي نفس النسبة التي يمثلها قطاع الفلاحة في الصومال والسودان وحوالي 25% في كل من موريتانيا واليمن. في حين لا يستثنى من هذه القاعدة إلا عدد قليل من الدول العربية بها قطاع صناعي معتبر ومتنوع بشكل مقبول، وعدم تنوع المنتجات المصدرة يجعل هذه الاقتصاديات تتأثر بدرجة كبيرة بالصدمات الخارجية، وتميز مدفوعاتها بتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الصرف في الأسواق العالمية، وهو ما يؤثر بشكل كبير على إيرادات حكومات هذه الدول من جهة، وكذا الروابط الموجودة بين سوقي العمل ورأس المال.

2.1 وضع الدول العربية في المؤشرات الاقتصادية الدولية:

في هذا السياق سيتم التركيز على بعض المؤشرات التي تصدر عن معاهد متخصصة ومنظمات دولية، والتي تهدف في مجملها إلى تزويد المستثمرين وصانعي القرار بمعلومات رسمية تساعدهم في اتخاذ القرار ومعرفة وضع كل دولة على انفراد وفيما يلي أهمها:

1.2.1 مؤشر الحرية الاقتصادية:

يصدر مؤشر الحرية الاقتصادية سنويا منذ 1995 عن معهد "هيرتاج فاونديشن وصحيفة "وول سترت جور نال" إذ يقيس درجة هيمنة القطاع العام على أوجه النشاط الاقتصادي وتأثيره على درجة الحرية الاقتصادية، ويستقطب هذا المؤشر اهتماما متزايدا من الدول العربية فقد غطى عام 2005 حوالي 161 دولة منها 17 دولة عربية.

ووفقا لمؤشر 2005 للحرية الاقتصادية توزعت الدول العربية الداخلة في مؤشر إلى المجموعات التالية: **[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،2005، ص.71]**

- دول ذات حرية اقتصادية كاملة: لا توجد.
- دول ذات حرية اقتصادية شبه كاملة: سبع دول عربية(البحرين، الإمارات، الكويت، الأردن، سلطة عمان، موريتانيا والسعودية).
- دول ذات حرية اقتصادية ضعيفة: تسع دول عربية (لبنان، قطر، تونس، المغرب، جيبوتي، مصر، الجزائر، اليمن وسوريا).
- دول ذات حرية اقتصادية ضعيفة جدا: دولة عربية واحدة (ليبيا).

2.2.1 مؤشرات التنافسية العالمية:

يصدر مؤشر التنافسية العالمية سنويا عن المنتدى الاقتصادي العالمي (WEFORUM) World Economie Forum ويقيس قدرة الدولة على النمو والمنافسة اقتصاديا مع الدول الأخرى لتحقيق التنمية المستدامة وزيادة الكفاءة الإنتاجية باستخدام أحدث التقنيات وتحسين مناخ الأعمال. وقد

امتد غطاء المؤشر الجغرافي لعام 2006 ليشمل ضمن (مؤشر النمو للتنافسية) 125 دولة منها 10 دول عربية بينما غطى (مؤشر الأعمال للتنافسية) 121 دولة منها 10 دول عربية.

فحسب مؤشرات التنافسية العالمية 2006: **[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.85]**

- تصدرت تونس مؤشرات النمو للتنافسية عربيا بالترتيب (30) عالميا وتلتها في المراتب الخمس الأولى كل من الإمارات (32)، قطر (38)، الكويت (44)، والبحرين (49)، وبالمقارنة مع عام 2005 سجلت 6 دول عربية تحسنا بنسب متفاوتة (تونس، قطر، الكويت، البحرين، المغرب، الجزائر) و حافظت الإمارات على ترتيبها للعام السابق، فيما تراجع تصنيف دولتين عربيتين (الأردن ومصر) ، أما موريتانيا فقد دخلت المؤشر لأول مرة هذا العام.

- تصدرت تونس أيضا مؤشر الأعمال للتنافسية عربيا بالترتيب (26) عالميا وتلتها في المراتب الخمس الأولى كل من الإمارات (31)، قطر (34)، الكويت (44)، والبحرين (51)، وبالمقارنة مع عام 2005 سجلت 7 دول عربية تحسنا بنسب متفاوتة (تونس، الإمارات، قطر، الكويت، البحرين، المغرب والجزائر) فيما تراجع تصنيف دولتين عربيتين (الأردن ومصر) أما موريتانيا فقد دخلت المؤشر لأول مرة هذا العام.

3.2.1 مؤشر ليورمني للمخاطر القطرية:

يصدر هذا المؤشر عن مجلة اليورومني بمعدل مرتين في العام في مارس والثانية في سبتمبر، ويقيس المؤشر قدرة القطر على الوفاء بالتزاماته المالية كخدمة الديون الأجنبية وسداد قيمة الواردات أو السماح بتحويل الأرباح، أما عن وضع الدول العربية فوفقا لمؤشر اليورومني للمخاطر القطرية لعام 2006 والذي ضم 185 دولة من ضمنها 20دولة عربية صنفت كالتالي **[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص80]:**

الـــــــدول	درجة المخاطر
الإمارات، قطر، الكويت، والبحرين	منخفضة (4 دول)
السعودية، سلطنة عمان، تونس، المغرب ومصر	معتدلة (5 دول)
الأردن، الجزائر، لبنان، سوريا، اليمن، جيبوتي، موريتانيان السودان وليبيا	مرتفعة (9 دول)
الصومال والعراق	مرتفعة جدا (دولتان)

4.2.1 مؤشر التنمية البشرية:

يصدر مؤشر التنمية البشرية منذ عام 1990عن برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، ويعتبر أداة هامة لقياس توجهات التنمية البشرية في العالم (الصحة والتعليم ومعدل دخل الفرد).

وحسب مؤشر التنمية البشرية لعام 2005 الذي ضم 177 دولة منها 19 دولة عربية توزعت الدول العربية الداخلة في المؤشر إلى الفئات التالية: **[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.70]**

- دول ذات تنمية بشرية مرتفعة: أربع دول عربية (قطر، الإمارات، البحرين والكويت).

دول ذات تنمية بشرية متوسطة: اثنتا عشرة دولة عربية (ليبيا، سلطنة عمان، السعودية، لبنان، تونس، الأردن، فلسطين، الجزائر، سوريا، مصر، المغرب والسودان).

- دول ذات تنمية بشرية ضعيفة: ثلاث دول عربية (جيبوتي، اليمن وموريتانيا).

3.1 تحليل المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار في الدول العربية:

بناء على ما تقدم ومن خلال تحليل المؤشرات الدولية المشار إليها أعلاه يمكن القول: "أن مناخ الاستثمار يشتمل على مجموعة من القوانين والسياسات والمؤسسات والخصائص الهيكلية المحلية والاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي توفر ثقة المستثمر وتقنعه بالاستثمار في بلد دون اخر، وتؤدي العوامل الاقتصادية دورا محوريا في تكوين المناخ الاستثماري.

في هذا الصدد يتم تحليل المؤشرات الاقتصادية الآتية لمناخ الاستثمار في الدول العربية:

1.3.1 النمو الاقتصادي:

غالبا يستخدم هذا المؤشر لدلالة على مستويات التطور الاقتصادي من جهة، وبما ينطوي عليه ذلك من إمكانيات على تحقيق تقدم مستمر في مستوى الإنتاج والإنتاجية، إلى جانب ذلك يعد من أهم المؤشرات التي يستخدمها المستثمرون في اتخاذ القرار الاستثماري. وفي الدول العربية استمر الأثر الإيجابي لأسعار النفط العالمية المرتفعة على النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي العربي الذي تجاوز 6% عام 2006، في حين شهد العالم معدل نمو بلغ بالمتوسط حوالي5,4%، كما بلغ في مجموعة الدول المتقدمة 3,10% وبالمقارنة نجد معدل النمو في الدول العربية أفضل من كيلاهما، ولكن أضعف من المعدل في مجموعة الدول الناهضة والنامية الذي بلغ عام 2006 7,90% وفيما يلي معدل النمو الاقتصادي في الدول العربية:

الجدول (3-1) :

معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية %

الدولة	2005	2006
الأردن	7,20	6,40
الإمارات	8,50	10,70
البحرين	7,80	7,70
تونس	4,00	5,30
الجزائر	5,10	2,70
جيبوتي	3,20	4,50
السعودية	4,81	4,15
السودان	8,00	10,30
سوريا	5,20	6,30

الصومال	–	–
العراق	3,70	3,00
سلطنة عمان	5,80	5,90
فلسطين	–	–
قطر	6,10	8,80
الكويت	10,00	5,00
لبنان	1,00	0,00
ليبيا	5,80	6,00
مصر	4,50	6,80
المغرب	2,40	8,10
موريتانيا	5,40	11,70
اليمن	4,39	5,50
الدول العربية	5,30	6,10
مجموعة دول اقتصاديات الناهضة والنامية	7,50	7,90
مجموعة الدول المتقدمة	2,50	3,10
العالم	4,90	5,10

المصدر:[المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،2006، ص.148]

نلاحظ من الجدول(3-1) أن معدلات النمو الحقيقي تراوحت بين 5% و11,70% في أربع عشرة دولة عربية، وحققت أربع دول عربية أخرى معدلات نمو حقيقي تراوحت بين 2,7% و4,5% ولم يسجل لبنان أي نمو يذكر نتيجة للظروف الاقتصادية الصعبة التي مر بها في ضوء الأضرار الجسيمة التي أحدثها القصف الإسرائيلي على أراضيه في يوليو 2006.

2.3.1 فائض أو عجز الميزانية (التوازن الداخلي):

يشكل التوازن الداخلي مقاسا بوضع فائض أو عجز الميزانية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2006 تحسنا، إذ حافظت ثمانية دول عربية من أصل 19 دولة عربية (توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية) على فائض في الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، شهدت ثلاثة دول عربية منها ارتفاع نسبة الفائض على الترتيب لبنان، الجزائر، السودان، بينما شهدت خمسة دول عربية تراجع في نسبة فائض الميزانية العامة من الناتج المحلي الإجمالي وهي على الترتيب المغرب، سوريا، مصر، تونس، الأردن.

ومن جهة أخرى انخفض عجز الموازنة في دولتين عربيتين العراق وقطر، بينما تحول الفائض إلى عجز في الموازنة في كل من موريتانيا واليمن، في حين ارتفع العجز في الميزانية في بقية الدول العربية والجدول (3-2) يوضح ذلك.

الجدول (3-2):

مؤشر سياسة التوازن الداخلي

(عجز أو فائض في الميزانية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)

الدولة	2005	2006	التغير في المؤشر (%)
الأردن	5,29	4,39	0,90 -
الإمارات	(11,92)	(14,77)	14,77-
البحرين	(5,11)	(7,30)	7,30-
تونس	2,56	1,33	1,23-
الجزائر	6,33	8,45	2,12
جيبوتي	(0,20)	(0,60)	0,60-
السعودية	(18,82)	(22,27)	22,27-
السودان	2,49	4,01	1,52
سوريا	5,08	3,30	1,78-
العراق	(23,39)	(19,54)	19,54-
سلطنة عمان	(2,55)	(7,71)	7,71-
قطر	(23,73)	(18,70)	18,70-
الكويت	(30,55)	(32,00)	32,00-
لبنان	8,66	(13,43)	4,77
ليبيا	(28,14)	(40,68)	40,68-
مصر	9,59	7,93	1,66-
المغرب	3,97	1,69	2,28-
موريتانيا	7,09	(36,37)	43,46-
اليمن	1,21	(1,71)	2,92-

المصدر: [المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.149].

3.3.1 مؤشر سياسة التوازن الخارجي:

يقاس هذا المؤشر باستخدام نسبة العجز أو الفائض في الحسابات الجاري في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو من أهم مؤشرات الاستقرار الاقتصادي الكلي لا يعكس فقط

المعاملات الخارجية في الميزان التجاري للصادرات والواردات فحسب بل يعكس أيضا حصيلة موقف ميزان الخدمات والذي يشمل على التحويلات والفوائد والأرباح والتوزيعات. بالنسبة للـدول العربيـة تمكنت ثلاثة دول عربية من الاستمرار في تحقيق فائض في الحساب الجاري (من أصل تسعة عـشر دولة من الاستمرار في تحقيق فائض في الحساب الجاري (من أصل تسعة عشر دولة عربية توافرت عنها البيانات من مصادر قطرية ودولية)، وارتفعت نسبة الفائض في تونس فقط، كما انخفض عجـز الموازنة في أربعة دول عربية السعودية، العراق، قطر، مصر، ومن جهة أخرى ارتفع نـسبة عجـز الميزانية في بقية الدول العربية التسعة عشر. والجدول رقم (3-3) يوضح ما سبق ذكره:

جدول (3-3):

مؤشر سياسة التوازن الخارجي

(عجز أو فائض الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)

الـــــدولة	2005	2006	التغير في المؤشر (%)
الأردن	17,78	13,38	4,40-
الإمارات	(14,74)	(20,31)	20,31-
البحرين	(11,77)	(11,94)	11,94-
تونس	1,04	2,83	1,79
الجزائر	(20,83)	(25,30)	25,30-
جيبوتي	(1,20)	(8,90)	8,90-
السعودية	(29,17)	(27,51)	27,51-
السودان	(10,05)	9,97	0,08-
سوريا	(1,07)	(2,38)	2,38-
العراق	(4,66)	(3,38)	3,83-
سلطنة عمان	(15,29)	(19,93)	19,93-
قطر	(10,43)	(4,72)	4,72-
الكويت	(40,52)	(43,08)	43,08-
لبنان	(3,49)	(12,35)	12,35-
ليبيا	(34,94)	(46,06)	46,06-
مصر	(3,25)	(1,63)	1,63-
المغرب	(2,26)	(3,75)	3,75-
موريتانيا	0,19	0,00	0,19-
اليمن	(3,82)	(7,80)	7.80-

المصدر: [المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.150].

4.3.1 سعر الصرف:

شهدت معظم أسعار صرف العملات المحلية للدول العربية استقرار مقابل الدولار الأمريكي وهو الأمر الذي يعتبر عاملا إيجابيا لتعزيز مناخ الاستثمار في الدول العربية، وشهدت عدد من العمـلات الدولية العربية تراوح طفيفا مقابل الدولار بنسبة تقل عن 2,94% في اليمن و0,3% في ليبيا والجدول (3-4) يوضح ذلك:

الجدول (3-4):

أسعار الصرف في الدول العربية لعامي 2005 و2006

الدولة	العملة	سعر الصرف (عدد وحدات العملة المحلية مقابل واحد دولار)	
		2005	2006
الأردن	دينار	0,709	0,709
الإمارات	درهم	3,675	3,675
البحرين	دينار	0,376	0,376
تونس	دينار	1,298	1,297
الجزائر	دينار	73,370	72,650
جيبوتي	فرنك	177,700	174,750
السعودية	ريال	3,750	3,750
السودان	دينار	243,500	217,100
سوريا	ليرة	52,860	51,150
الصومال	شلن	-	-
العراق	دينار	1469,000	1467,000
سلطنة عمان	ريال	0,385	0,385
فلسطين	-	-	-
قطر	ريال	3,640	3,640
الكويت	دينار	0,292	0,290
لبنان	ليرة	1507,500	1507,500
ليبيا	دينار	1,309	1,313
مصر	جنيه	6,006	5,747
المغرب	درهم	8,869	8,790
موريتانيا	أوقية	271,000	271,300
اليمن	ريال	191,420	197,050

المصدر: [المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،2006، ص.152].

5.2.1 مؤشر السياسة النقدية:

يتم استخدام معدل التضخم كمؤشر يعبر عن السياسة النقدية، فارتفاعه يؤدي إلى إفساد المناخ الاستثماري من خلال تدني الثقة بالعملة الوطنية وما يتبع ذلك من تأثيرات مباشرة على سياسات التسعير وتكاليف الإنتاج ورأس المال، وينعكس ذلك على ارتفاع معدلات هروب المدخرات المحلية إلى الخارج، وتوجه المستثمر إلى الأنشطة ذات الأجل القصير، أو المضاربة في العقارات أو المعادن النفيسة وينعقد عن الاستثمارات المنتجة التي تتطلب آفاق بعيدة المدى. فلقد سجلت معظم الدول العربية في عام 2006 اتجاهات تصاعدية لمعدلات التضخم (التسعة عشر التي توافرت عليها بيانات قطرية ودولية) ما عدا أربع دول عربية من بين 19 دولة عربية سجلت انخفاضا في معدل التضخم وهي: السودان، الكويت، مصر، موريتانيا، كما سجلت الدول الاقتصاديات الناهضة والنامية 5,3% ومجموع الدول المتقدمة 2,3% والجدول (3-5) يوضح ذلك:

الجدول (3-5):

مؤشرات السياسة النقدية (معدل التضخم)

الدولة	2005	2006	التغير في المؤشر (نقاط مئوية)
الأردن	3,50	6,25	2,75
الإمارات	6,20	9,30	3,11
البحرين	2,60	3,00	0,40
تونس	2,00	4,50	2,50
الجزائر	1,64	2,53	0,89
جيبوتي	3,10	3,60	0,50
السعودية	0,70	2,20	1,50
السودان	8,50	7,20	1,30-
سوريا	7,30	10,03	2,73
العراق	31,60	64,80	33,20
سلطنة عمان	1,90	3,20	1,30
قطر	8,80	11,80	3,00
الكويت	4,10	3,10	1,00-
لبنان	0,70-	5,60	6,30
ليبيا	2,00	3,40	1,40

مصر	11,70	4,20	7,50-
المغرب	1,00	3,30	2,30
موريتانيا	12,13	6,20	5,93-
اليمن	11,40	18,40	7,00
الدول العربية	4,90	5,7	0,8
مجموع دول اقتصادات الناهضة والنامية	5,4	5,3	
مجموع الدول المتقدمة	2,3	2,2	

المصدر: [المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.151].

2. تطورات الأسواق المالية العربية في السنوات الأخيرة:

لقد عرفت الأسواق المالية العربية خلال الفترة (2000-2007) مجموعة من التطورات ويرجع ذلك للجهود المكرسة في سبيل تطويرها وتحسين أداءها، وهذه الجهود تركزت أساسا على الجانب التشريعي والتنظيمي، مجال الإفصاح والشفافية، تحديث أنظمة التداول، تعزيز التعاون بينها، وفيما يلي أهم التطورات:

1.2 الجانب التشريعي والتنظيمي:

استمرت أسواق رأس المال العربية خلال الفترة (2000-2007) تطوير أطرها التشريعية والتنظيمية بما يتماشى مع المستجدات العالمية والمحلية، فخلال عام 2000 قامت دولة الإمارات بتنظيم سوق الأوراق المالية، بإنشاء هيئة سوق الأوراق المالية تعمل على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية وسوق دبي المالي وأبو ظبي للأوراق المالية كأسواق لتداول الأوراق المالية، وفي الأردن تم وضع قانون الأوراق المالية ولوائحه الداخلية حيز التنفيذ، وفي مصر تم إعداد مشروع قانون جديد سوق الأوراق المالية أكثر شمولية من القانون السابق **[صندوق النقد العربي، 2001، ص.163]**.

وفي تونس أدخل مجلس إدارة البورصة في مطلع شهر يوليو 2001 بعض التعديلات على نسبة العمولات سارية المفعول **[صندوق النقد العربي، 2002، ص.120]**.

كما تم في الأردن إصدار مشروع قانون الأوراق المالية لعام 2002 وقد تضمن تعديلات أهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى بجانب بورصة عمان، والسماح بإنشاء صندوق مستقل لحماية المستثمرين إضافة إلى تشديد معايير السلوك المهني والكفاءة المهنية **[صندوق النقد العربي، 2003، ص.15]**.

كما شهد عام 2003 مزيدا من جهود الإصلاح، حيث خضعت العديد من الأنظمة والقوانين إلى تعديلات وإصلاحات، ففي السعودية تم إقرار مشروع نظام سوق الأسهم والذي تم بموجبه إنشاء

هيئة سوق المال وهي جهة الإشراف على السوق، وشركة سوق المال لإدارة السوق وهي مستقلة عن الهيئة ومن المؤمل أن يسهم ذلك في تسهيل عملية إدراج الشركات ويحسن بيئة الاستثمار في الأوراق المالية ويزيد من شفافية السوق **[صندوق النقد العربي، 2004، ص.133]**.

وفي عام 2004 قرر مجلس سوق الأسهم السعودي تعيين لجنة جديدة للإشراف على تنفيذ قانون سوق رأس المال الذي صدر في عام 2003، وفي مصر تم إصدار التشريعات اللازمة لأنشطة مثل قانون الشركات ذات المسؤولية المحدودة، قانون العقود، قانون التحكيم، قانون الشركات العامة وقانون الصرف، قانون تنظيم الأنشطة الإسلامية.

كما شهد عام 2005 استمرارية الجهود الرامية إلى تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة التي تحكم عملها واعتماد نهج الخصخصة، وتحويل ملكية هذه الأسواق تدريجيا إلى القطاع الخاص ففي ديسمبر 2005 تم الإعلان عن تخصيص نسبة 20% من سوق دبي المالي للاكتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها منها للاكتتاب العام **[صندوق النقد العربي، 2006، ص.132]**.

وواصلت الجهات التنفيذية والرقابية في كافة أسواق الأوراق المالية العربية العمل خلال عام 2007 على تطوير الأطر التشريعية والرقابية للأسواق وأساليب عملها، إضافة إلى سعي الدول المعنية لتطوير المناخ الاستثماري ،فقامت برفع درجات التقييم الائتماني التي تحصل عليها من مؤسسات التقييم الدولية، الأمر الذي يسهم في تشجيع الاستثمار الأجنبي في هذه الأسواق **[صندوق النقد العربي، الربع الرابع، 2007، ص.07]**.

2.2 تحديث أنظمة التداول:

لقد واصلت أسواق رأس المال العربية جهودها في تحديث أنظمة التداول سعيا لقيام أنظمة إلكترونية بالكامل، وفي هذا الصدد أقدمت بعض الأسواق العربية على إدخال أنظمة للتداول عن بعد.

ففي عام 2000 أقرت الكويت مشروع الوساطة الإلكترونية التي تتم من خلال وحدات متخصصة لدى شركات الوساطة، وفي مصر تم إدخال خدمة التداول عن بعد بشكل اختياري لشركات الوساطة **[صندوق النقد العربي، 2001، ص.164]**.

وفي شهر أكتوبر 2001 أدخل سوق الأسهم السعودي نظاما جديدا لتداول الأسهم يعرف باسم "تداول" ومن خلاله يمكن لوحدات التداول التابعة للبنوك بإلغاء الإشعارات وتحويل كافة أسهم المستثمرين إلى حسابات يمكن من خلالها إجراء عمليات البيع والشراء.

كما شهد عام 2002 إدخال مزيد من التعديلات على أنظمة التداول وتقرير التعليمات والأنظمة المتعلقة بالتداول، حيث قامت بعض الشركات بإدراج خدمة جديدة تتمثل في تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية عبر الأنترنت باللغة العربية.

وفي عام 2003 قامت العديد من الأسواق المالية العربية بإدخال أنظمة تداول ومقاصة آلية، كما قامت بعض الأسواق بتطبيق أنظمة تداول الأسهم عبر الأنترنت ومن هذه الدول سوق الكويت للأوراق المالية **[صندوق النقد العربي، 2004، ص.131]**.

كما قامت سلطنة عمان بشراء نظام التداول الإلكتروني جديد لتطوير الخدمات المقدمة للمتعاملين في عام 2005، مما أدى إلى تطوير خصائص التقاص الالكتروني حيث تم فتح حساب العمليات المصرفية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني، وألغى حصة السوق من العمولة التي تترتب على التعاملات في السندات التي يجريها صناع السوق عند ترخيصهم من طرف الهيئة **[صندوق النقد العربي، 2006، ص133]**.

كما تم في أفريل 2006 تدشين مؤشر "داوجنز مصر"، وهو مؤشر للشركات المصرية يعكس الصورة الدقيقة لنشاطها وتطور ربحيتها وهو ما سيعطي مصداقية كبيرة للسوق المصري في الأسواق المالية العالمية.

3.2 تعزيز الإفصاح والشفافية:

لقد أقدمت غالبية أسواق الأوراق المالية خلال الفترة (2000-2007) على وضع تعليمات الإفصاح ومعايير المحاسبة والتدقيق بما يتماشى مع المعايير الدولية في هذه المجالات.

ففي عام 2001 قامت مصر بتعزيز التزام الشركات المدرجة في البورصة بمتطلبات العرض والإفصاح ونشر القوائم المالية على أسس المعايير المحاسبية المصرفية الدولية. وقام سوق الدوحة للأوراق المالية بإدخال تعديلات على الأنظمة الداخلية بهدف تعزيز جوانب الإفصاح والشفافية، حيث طلب من الشركات المساهمة والمدرجة بضرورة تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها وبياناتها المالية وذلك خلال خمسة وأربعين يوما بعد انتهاء نصف السنة الأولى على أن تتضمن التقارير كافة البيانات التي تفصح عن حقيقة المركز المالي للشركة المعنية.

كما شهد عام 2005 مجموعة من التطورات والأحداث فيما يتعلق بزيادة مستوى الإفصاح والشفافية المطلوبة في الأسواق المالية العربية، ففي قطر تم وضع بعض الأسس لتنظيم عملية التداول بالأسهم من قبل الشركاء في شركات السمسرة ورؤساء مجالس إدارتها ومديرها والعاملين **[صندوق النقد العربي،2006، ص.133]**.

كما شهدت أسواق الأسهم العربية خلال عام 2006 مجموعة من التطورات الهامة حيث واصلت الهيئات الرقابية للبورصات العربية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية وأخرى لمهنة الوسطاء ووكلاءهم وتطبيقها ما يتفق مع توفير الشفافية **[صندوق النقد العربي، 2007، ص.143]**.

وفي عام 2007 شملت التدابير التي اتخذتها بعض الأسواق المالية العربية لتطوير ورفع مستوى أدائها إجراء تعديلات على معايير الإفصاح عن البيانات المالية، وتطوير عمل مجلس إدارة الشركات العامة المدرجة في الأسواق **[صندوق النقد العربي، الربع الرابع2007، ص.7-8]**

4.2 اتفاقيات التعاون بين البورصات والربط بين الأسواق المالية العربية:

تمكنت البورصات العربية خلال الفترة (2000-2007) من تحقيق خطوات إيجابية في مسار التعاون والتكامل فيما بينها وذلك من خلال عقد اتفاقيات الثنائية والثلاثية وتهدف هذه الاتفاقيات إلى إرساء التعاون المشترك بين البورصات العربية.

تم في سنة 2000 التوقيع على اتفاقية بين هيئة الأوراق المالية الأردنية والهيئة العامة لسوق المال بمصر، تعمل بموجبها الهيئات على زيادة وتنمية التعاون المشترك في كل ما يتعلق بإصدار وتسهيل شروط إدراج الأوراق المالية، وتنظيم عمليات الإفصاح عن البيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوقين وتشجيع التعاون لوضع قواعد مشتركة للوسطاء الماليين، كما تم خلال نفس السنة إدراج شركة السودان للاتصالات في سوق البحرين للأوراق المالية لتكون بذلك أول شركة سودانية تدرج خارج سوق الخرطوم للأوراق المالية **[صندوق النقد العربي، 2001، ص.164]**.

وفي عام 2002 تم التوقيع على برتوكول تعاون بين بورصتي القاهرة والإسكندرية وبورصة تونس، كما تم في عام 2003 إبرام العديد من اتفاقيات التعاون بين البورصات العربية تهدف كلها إلى زيادة التعاون، حيث قام سوق البحرين للأوراق المالية في إطار التعاون مع الأسواق الأخرى بتوقيع مذكرة تفاهم مع سوق طهران للأوراق المالية **[صندوق النقد العربي،2004، ص.132]**.

وخلال عام 2005 بلغت اتفاقيات التعاون المشترك فيما بين البورصات العربية تطورا ملحوظا، حيث تم التوقيع على إنشاء البورصة العربية لتداول الأموال في خطوة من شأنها دعم التعاون الاقتصادي العربي، وتسهيل انتقال رؤوس الأموال العربية، وزيادة حجم الاستثمارات المتبادلة في المنطقة العربية والإسهام في إضافة سوق مال عربية موحدة **[صندوق النقد العربي، 2006، ص.134]**.

كما انعقد يوم الاثنين 06 نوفمبر 2006 اجتماع تشاوري بدولة الإمارات العربية المتحدة للنظر في تأسيس اتحاد يضم هيئات الأوراق المالية العربية وتكون له شخصية اعتبارية مستقلة بهدف الارتقاء بمستوى أداء الأسواق المالية العربية والتعاون المشترك للوصول إلى أعلى درجات التنسيق لوضع معايير للحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية العربية، والذي يتم اعتماد نظامه الأساسي والداخلي في جانفي 2007 [http://www.cma.gov.eg/cma/contnt/arabic/cma- news28.htm] .

3. الاقتصاديات العربية والدروس المستفادة من الأزمات المالية العالمية:

1.3 مفهوم الأزمة المالية:

الأزمة المالية هي تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة دول ويركز هذا التعريف على تدهور الأسعار وعادة ما يكون التدهور بالانخفاض الحاد يفوق 10% إلى 20-25% في الأسعار في الأسعار، أما الانخفاض بحدود 2-5% فلا يمكن اعتباره حادا أو يشكل أزمة.

ولا يظهر هذا التعريف أسباب أو منشأ الأزمة ولا حتى آثارها على الأسواق المالية أو على الاقتصاد الوطني وعليه يمكن تعريف الأزمة المالية بما يلي: **[كنعان، 2005-2006، ص.200]**

1-الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية من الأسهم والسندات ولكي نعتبر الانخفاض في الأسعار يؤدي إلى أزمة يجب أن يتجاوز 10% فإذا كان الانخفاض ما بين 3-5% أو من 5-7% فلا يعتبر حادا لأن طبيعة المضاربة تسمح بصعود الأسعار في إطار 5% أما عند أزمة 1987 هبط المؤشر في أمريكا 21,6% وفي النرويج 30,5% وفي اليابان 12,8% عام 1987.

2- تضارب السياستين المالية والنقدية مع بعضها البعض، فقد تسعى السياسة المالية لتخفيض حجم التضخم عن طريق زيادة حجم الضرائب وتخفيض إصدار النقد.

3- التعارض بين السياستين المالية والنقدية من جهة وسياسة الاستثمار من جهة ثانية.

4-توجه التشريعات وخاصة في الاستثمار والسياستين المالية والنقدية لتشجيع حركة رأس المال قصير الأجل أو رأس المال المضارب أو ما يعرف برأس المال الطيار الذي يتخصص بالمضاربات في أسواق المال.

5-إفلاس المؤسسات المالية (المصارف- شركات التأمين - شركات الوساطة، مؤسسات ترويج الاكتتاب) وصناع السوق وعدم قدرة أي مؤسسة دعم المؤسسة الأخرى لأن جميع المؤسسات المالية كانت قد مولت المضاربة.

2.3 الأزمات المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية:

بيد أن عولمة الأسواق المالية تنطوي على بعض المخاطر فقد تبين بوضوح من جراء الأزمة المالية التي شهدتها المكسيك عام 1994، والاضطرابات التي عصفت بأسواق الأسهم والعملات في العديد من دول جنوب شرق آسيا مؤخرا 1997 أن المستثمرين العالميين قد يغيرون نظرهم للأسواق المالية النامية ويتحولون عنها بشكل فجائي مما ترك آثار سلبية واضحة على هذه الأسواق **[حسن السيسي، 1998، ص.121]**، ويعود سبب الأزمة إلى العجز الكبير في الميزان التجاري والخسائر الكبيرة في الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية وأزمة المديونية الخارجية التي كادت أن تدمر النظام المالي العالمي.

إن الأزمات سالفة الذكر جاءت في ظل تزايد الانفتاح الاقتصادي، والتكامل في أسواق المال وعولمة المعاملات الاقتصادية، مما أدى إلى تقوية قنوات انتقال عدوى الأزمات وفقدان الثقة في اقتصاد يعاني من أزمة مالية إلى اقتصاديات أخرى قد تكون اقتصادياتها سليمة، ففي شهر جويلية

1997 عمت البورصات الناشئة العالمية موجة من الانهيارات بسبب السياسات النقدية في بلدان جنوب شرق آسيا، ذلك أن تدني اقتصاد البلدان المجاورة لهونج كونج مثل تايلاندا التي لجأت إلى تخفيض عملتها (الباهت) مقابل الدولار الأمريكي وهروب رؤوس الأموال من أسواقها قد أجبر باقي البلدان مثل ماليزيا حيث بدأت هروب رؤوس الأموال من أسواقها بالإضافة إلى معاناة نظامها المصرفي من أزمة قروض غير مخدومة، واندونيسيا التي تعرضت لضغوط شديدة واضطرت إلى تخفيض عملتها مقابل الدولار الأمريكي (من 11 إلى 7,8 للدولار الأمريكي)، الأمر الذي أدى إلى انهيار بورصة هونغ كونج، ثم يليه هبوط في مؤشر داوجنز الأمريكي حيث أعلنت بورصة وول ستريت في نيويورك وقف التعامل بها بعد حدوث أكبر هبوط منذ انهيار السوق عام 1987.

وفي طوكيو تراجع مؤشر نيكاي، وفي كوريا الجنوبية سجلت تراجع في السيولة، وكذلك الحال بالنسبة لبورصات سنغافورة، وكوالالمبور، وجاكرتا...، ويمكن القول أن المشاكل التي تواجه أسواق اليابان ودول جنوب شرق آسيا تحمل مخاطر إلى مناطق العالم الأخرى بما فيها الولايات المتحدة.

لقد تأثرت أسواق الأسهم العربية والاستثمارات العربية في الخارج بشكل محدود، وظهرت عودة جزئية للاستثمارات العربية من الخارج، وكانت تلك الأسواق المستفيدة هي الأسواق التي تتميز بسهولة حركة الدخول والخروج ويتاح فيها الاستثمار الأجنبي مثل: مصر، لبنان، المغرب، الأردن...بالإضافة إلى بعض الشركات في بورصتي البحرين وعمان، وأغلب الاستثمارات العربية بالأسهم كان له أثر طفيف على إجمالي الاستثمارات، ومع ذلك فقد تأثرت أسواق دول مجلس التعاون الخليجي بمناخ الاضطرابات في أسواق المال العالمية خصوصا السعودية، الكويت، الإمارات، حيث شهدت تراجعات كبيرة في المستويات السعرية وذلك لأسباب نفسية أكثر منها حقيقية نظرا لعدم وجود ارتباط مباشر بين هذه الأسواق وأسواق المال العالمية.

3.3 أهم الدروس التي يجب على الدول العربية الاستفادة منها جراء الأزمة المالية العالمية:

إن تحديد توجه الاقتصاديات العربية في الألفية الثالثة لا بد أن يأخذ في الاعتبار على الأقل ثلاث معطيات رئيسية من شأنها أن تساعد الدول العربية على زيادة حصتها ضد عدوى الأزمات المالية التي تعرضت لها الكثير من الأسواق الناشئة وزيادة قدرتها التنافسية خاصة في ظل الانفتاح على الاقتصاد العالمي ضمن هذا الإطار ينبغي:

أولا: محاولة الاستفادة من دروس الأزمات المالية التي مرت بها الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينات.

ثانيا: رغم الوفرة المالية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط التي تشهدها الدول العربية حاليا ينبغي التوقف قليلا عند أزمة أسعار النفط الأخيرة وما تركته من آثار على الاقتصاديات العربية، وذلك للنظر في الإصلاحات المطلوبة لمواجهة احتمال تكرار مثل هذه الأزمات في المستقبل.

ثالثا: التطرق إلى طبيعة الإصلاحات المطلوبة في المرحلة القادمة للاقتصاديات العربية مع الإشارة إلى جهود صندوق النقد العربي في دعم مساعي تنفيذ الجيل الجديد من الإصلاحات المالية والاقتصادية.

و فيما يلي أهم الدروس المستفادة من أزمات الأسواق المالية الناشئة:

- لا يمكن للبلدان العربية وهي بصدد مواصلة سياسات الإصلاح الاقتصادي أن تغفل أهمية الاستفادة من دروس الأزمات التي تعرضت لها بعض الدول النامية، فرغم تشابه نتائجها المتمثلة في زعزعة ثقة المستثمرين تدهور أسعار الصرف، هروب رؤوس الأموال....الخ إلا أن طبيعة الأزمة اختلفت من منطقة إلى أخرى، إذ نجد أزمة المكسيك ترجع إلى اختلال الموازين الخارجية وارتفاع الكبير في قيمة العملة نتيجة لارتباطها بسعر صرف ثابت مع الدولار وهشاشة النظام المالي وهي نفس العوارض تقريبا التي مست أزمة دول جنوب شرق آسيا، أما الأزمة الروسية وأزمة البرازيل ترجع بدرجة كبيرة إلى تفاقم عجز الموازنة وعدم قدرة الحكومة على الوفاء بالتزاماتها نظرا لارتفاع أعباء المديونية.

- الحرص على سلامة السياسات الاقتصادية خاصة على صعيد المالية العامة، والحفاظ على معدلات معقولة في مستويات التضخم والمديونية لدا نأمل أن تكون السياسات الاقتصادية وضرورة الحفاظ على التوازنات الكلية من أهم خطوات الإصلاح التي ينبغي على دولنا التأكد عليها في المستقبل.

- الدرس الثالث وهو ضرورة الانتباه إلى تجنب الاقتراض المتهور من الخارج وخاصة في شكل قصير الأجل، ففي حالة أزمات دول جنوب شرق آسيا كان للاقتراض القصير الأجل من الخارج دورا أساسيا في تفاقم الأوضاع الاقتصادية، حيث أن الأوضاع في بعض الدول العربية تغري بالاتجاه إلى الاقتراض من الخارج.

- ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي، فإذا أرادت الدول العربية النجاح في عملية الانفتاح والتكامل مع الأسواق المالية فمن الضرورة أن تكون قطاعاتها المالية وممارستها المصرفية مهيأة لهذا الوضع بضمان مناعتها المطلوبة ضد حدوث أزمة مالية محتملة.

- زيادة الشفافية والإفصاح، وتجنب تضارب المصالح بالإضافة إلى ضرورة الارتقاء بالممارسات المحاسبية المتبعة وإجراءات التدقيق والرقابة الاحترازية فهذه الجوانب تشكل ضعف لبعض الاقتصاديات العربية، لذا يجب أن تستيقظ الدول العربية أكثر اتجاه لهذه المسائل.

II. تطور فعالية أسواق رأس المال العربية خلال الفترة (1997- 2007):

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون ونمت أسواق الأسهم والسندات.

ولقد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات في تحديديهم لمدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد، ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنة بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها، ونظرا

لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن هذه الدراسة تركز على متابعة تطور هذه المؤشرات التي تساعد على تقويم الإختلالات والعقبات التي يتضمنها السوق الثانوي ومن ثم إيجاد محاور لتفعيله وتنميته والحد من الإختلالات.

1. قياس أداء ودرجة تطور أسواق رأس المال العربية (1997- 2007)

لأجل المعرفة الدقيقة لتطور الأسواق المالية العربية خلال الفترة (1997- 2007) نوضح بعض المؤشرات وكيف يمكن استخدامها للدلالة على مكانة السوق، وسيتم التركيز على قاعدة البيانات التي يقوم بإعدادها صندوق النقد العربي للبورصات المدرجة في مؤشر الصندوق، ومن أهم هذه المؤشرات:

1.1 مؤشرات الحجم:

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، حيث يمكن تحديده بإحدى الطرق التالية:

1.1.1 معدل رسملة السوق:

ويتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام، وتسمح هذه الطريقة بتحديد مدى تأثر الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال، إذ تبرز أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد الوطني، ومن ثمة يتضح مدى قدرة الدولة المعنية على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على مستوى الاقتصاد الكلي، فقيمة الأسهم المدرجة تزداد مع زيادة المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم وبالتالي يزداد حجم دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ويلاحظ أن العديد من الباحثين يستخدم مؤشر معدل رسملة البورصة لرصد تطورات السوق المالي، وذلك على الرغم من أن عوامل مثل الضرائب قد تغير حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق المالي.

الجدول (3-6):

تطور معدل رسملة السوق في متوسط الفترة (1997- 2001)، والفترة (2002- 2006) في الدول العربية

(مليون دولار)

المؤشر / السوق	رسملة السوق خلال متوسط* الفترتين : (1)				الناتج المحلي الإجمالي خلال متوسط الفترتين: (2)				معدل رسملة السوق (1)/(2) (%)	
	01/97	النسبة%	06/02	النسبة%	01/97	النسبة %	06/02	النسبة%	01/97	06/02
بورصة دبي الإمارات	-	-	115423,86	17,11	58943,4	11	113653,8	13,22	-	56,20
سوق عمان المالي	5682,17	3,95	20760,28	3,07	8158,6	1,56	11629,2	1,36	69,64	178,51
بورصة البحرين	6996,78	4,87	13883,46	2,05	7010,6	1,34	11752,2	30,66	99,8	118,31
بورصة السعودية	60665,85	42,24	302280,70	44,81	157851,2	30,25	263494,6	7,70	38,43	114,71
بورصة الكويت	22355,36	15,56	79610,08	11,80	31540,4	6,03	66224,6	6,32	70,87	120,21
بورصة الدار البيضاء	12300,69	8,56	24695,66	3,66	35782	6,84	54308	9,98	34,37	45,47
بورصة الجزائر	-	-	94,14	0,01	50556,6	9,67	85799,2	3,25	-	0,10
بورصة تونس	2444,37	1,7	2836,54	0,42	19677,8	3,76	27934	6,32	12,42	10,15
بورصة الخرطوم	-	-	2134,6	0,31	12716,6	2,43	54308	-	-	3,92
بورصة فلسطين	-	-	-	0,21	4218,86	0,80	4040,02	-	-	34,5
بورصة مسقط	4460,97	3,10	9385,38	1,39	17066,6	3,26	2666,6	3,10	26,13	35,19
بورصة الدوحة	-	-	45150,42	6,69	13809,6	2,64	33963,4	3,95	-	132,93
بورصة بيروت	2016,43	1,4	3690	0,54	16253,6	3,11	21122,6	2,45	12,4	17,46
بورصتي مصر	26679,11	18,57	53053,40	7,86	88864,4	17	88368,8	10,28	30,02	60,03
الإجمالي	143601,76	100	674435,71	100	522450,26	100	859228	100	27,48	78

(*):

$$\text{المتوسط الحسابي } \bar{X} = \frac{\text{مجموع القيم خلال الفترة}}{\text{عدد سنوات الفترة}}$$

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على: - معطيات الجدول (3-7)،

- صندوق النقد العربي، الربع الرابع2007، ص.286 و419،

- صندوق النقد العربي، 2001، ص.369، 377.

من خلال الجدول رقم (3-6) الذي يوضح تطور معدل رسملة السوق في متوسط الفترتين (1997-2001) و(2002-2006) للدول العربية يتبين أن حجم القيمة السوقية (الرسملة البورصية) قد ارتفع بالنسبة لكل الدول العربية التي لديها أسواقا مالية والمشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي خلال الفترة (1997-2006) بصورة ملحوظة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لرسملة البورصات العربية للفترة (1997-2001) حوالي 143,6 % مليار دولار أمريكي تحتل الصدارة السعودية بنسبة 42,24% من إجمالي القيمة السوقية، ثم تليها مصر بنسبة 18,57%، كما سجل سوقي لبنان وتونس اللذان يتميزان بصغر الحجم أدنى نسبة بلغت على الترتيب 1,7% و1,4% من إجمالي الرسملة البورصية العربية.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، وكما يتبين من الجدول رقم (3-7) الذي يوضح تطور رسملة السوق في الدول العربية خلال الفترة (1997-2007) أن معظم الدول العربية شهدت انخفاض في رسملة البورصة خلال الفترة (1997-2001) لاسيما في سنوات 1998/1997 حيث بلغ في سنة

1997 حوالي 145,5 مليار دولار لينخفض عام 1998 إلى حوالي 122,8 مليار دولار وسببه على الأرجح انخفاض أسعار البترول بشكل كبير مما أدى إلى تدهور ربحية الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها، ثم لتعود للارتفاع مرة أخرى حيث بلغت عام 2001 قيمة 152,2 مليار دولار.

في حين ارتفع المتوسط الحسابي لرسملة البورصات العربية للفترة (2002-2006) إلى حوالي 674,4 مليار دولار حيث بقيت السعودية في المرتبة الأولى بنسبة 44,81% من إجمالي القيمة السوقية، ثم تأتي بعدها بورصتي الإمارات وبورصة الكويت بنسب على الترتيب 17,11% و11,8% من إجمالي القيمة السوقية، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الزيادة في القيمة السوقية قد كانت في جزء منها بسبب سياسات الخصخصة والإصلاحات الاقتصادية التي تم تطبيقها في العديد من الدول العربية، والجدير بالذكر أنه في عام 2006 عاشت البورصات العربية إحدى أسوأ السنوات في تاريخها وخسرت البورصات العربية أل 14 نحو 426 مليار دولار من قيمتها السوقية خلال نفس السنة لتبلغ 888,138 مليار دولار خلال نفس العام.

ويعزوا الخبراء هذا الأداء السيئ في أسواق المال الأساسية في العالم العربي إلى الاعتماد على التكهنات إضافة إلى الغش وجهل المستثمرين لقواعد الاستثمار في البورصة خصوصا أسواق الإمارات والسعودية وقطر [http://borsa.com/vb/archive/index.php?]

وهذا ما تؤكده معطيات الجدول رقم (3-7) حيث نلاحظ أن رسملة البورصة في الدول العربية قد عرفت ارتفاعا متواصلا خلال الفترة (2002-2007) باستثناء عام 2006، إذ بلغت عام 2002 قيمة 208,8 مليار دولار لتصل عام 2005 إلى حوالي 1290,9 مليار دولار لتنخفض عام 2006 إلى 888,138 مليار دولار، ثم لتعود للارتفاع عام 2007 إلى حوالي 1338,5 مليار دولار، وقد شكلت البورصة السعودية خلال نفس العام ما نسبته 38,7% من القيمة السوقية الإجمالي، وسوق أبو ظبي 9,05% وبورصتي مصر 10,37% وبورصة الكويت 10,11%، بينما شكلت بورصة الجزائر أدنى نسبة للرسملة قدرت بحوالي 0,007 في المائة نعتبرها مهملة والشكلان (1.3) (2.3) يوضحان ذلك.

الجدول (3-7) : تطور رسملة السوق-القيمة السوقية الإجمالية- في الدول العربية خلال الفترة (1997-2007)

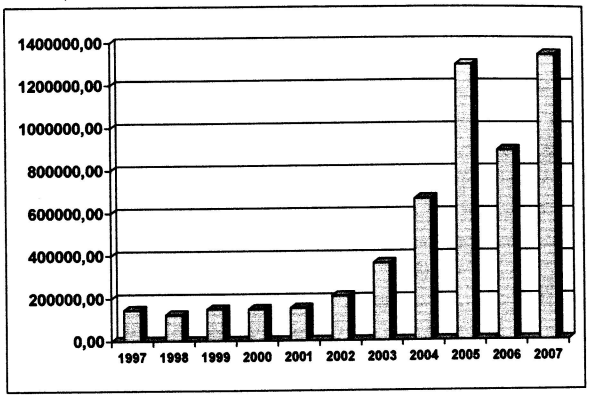
الوحدة: مليون دولار

المدونات / السوق	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
											القيمة	النسبة الإجمالية%
بورصة أبو ظبي	-	-	-	-	-	20375,76	30362,51	55490,40	132413	80745	121128	9,05
سوق عمان المالي	5456,15	5862,66	5834,74	4943,16	6314,16	7087,03	10962,98	18383,40	37639	29729	41233	3,08
بورصة البحرين	7825,78	6771,80	7160,73	6624,35	6601,27	7716,39	9701,77	13513,18	17364	21122	27016	2,02
بورصة السعودية	59378,32	42630,63	60952,94	67166,04	73201,35	74851,38	157306,44	306255,70	646121	326869	518984	38,77
بورصة الكويت	27244,56	18423,92	19598,67	19847,98	26661,70	35098,89	59528,01	73580,54	123893	105950	135362	10,11
بورصة الدار البيضاء	12284,77	15612,38	13701,68	10875,84	9030,80	8564,24	13050,18	25174,92	27274	49415	75495	5,64
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	143,64	140,27	90,82	96	97	0,007
بورصة تونس	2315,68	2229,09	2638,43	2809,12	2229,57	2125,68	2439,55	2574,48	2821	4222	5339	0,4
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	9469,52	14284,23	35090,90	111993	86895	138179	10,32
بورصة الخرطوم	-	-	-	-	-	-	746,56	2058,42	3242	4624	4931	0,37
بورصة فلسطين	-	-	-	-	-	-	-	-	4457	2731	2474	0,18
بورصة مسقط	7312,51	4536,72	4303,14	3518,13	2634,37	5268,05	7246,23	9317,66	12062	13033	23086	1,72
بورصة الدوحة	-	-	-	-	-	10567,22	26702,11	40434,79	87143	60905	95505	7,14
بورصة بيروت	2904,55	2425,49	1921,35	1582,50	1248,27	1395,26	1503,00	2330,74	4917	8304	10894	0,81
بورصة مصر	20875,70	24381,37	33038,65	30791,26	24308,57	26338,69	27847,48	38076,84	79508	93496	138828	10,37
الإجمالي	**145598,02**	**122872,06**	**149150,33**	**148158,38**	**152230,06**	**208858,01**	**361824,69**	**662422,24**	**1290937,82**	**888136**	**1338551**	100

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على: - صندوق النقد العربي، الربع الرابع2007، ص.83.

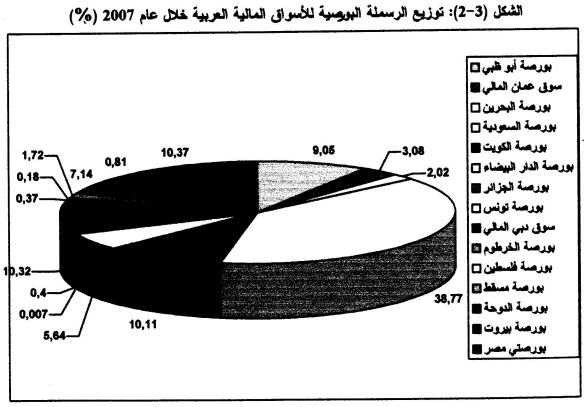
- صندوق النقد العربي، الربع الرابع2002.
- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2004، ص.169.
- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص.153.
- حسين عبد المطلب الأسرج، 2004، ص.95.

الشكل (3-1):تطور رسملة السوق (القيمة السوقية الإجمالية) في الدول العربية خلال الفترة (1997-2007)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول رقم (3-7).

الشكل (3-2): توزيع الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية خلال عام 2007 (%)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول رقم(3-7).

وعلى جانب آخر سجل معدل رسملة السوق في الدول العربية مجتمعة خلال الفتـرة (1997، 2006) ارتفاعا ملحوظا، حيث بلغ في متوسط السنوات الخمس الأولى حوالي 27,58% أي لم تتجاوز

القيمة السوقية الإجمالية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم فنسبة تأثر الاقتصاديات العربية بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال بلغ خلال الفترة (1997-2001) نسبة 27,58 في المائة ،وتفسر بأن الدول العربية تشترك في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، إلا أن هذه النسبة عرفت ارتفاعا خلال الفترة (2002-2006) إذ تجاوزت نصف الناتج المحلي الإجمالي أي ما يعادل نسبة 78 في المائة ويرجع ذلك في جزء منه إلى تطبيق الإصلاحات التي مست القطاع المالي في الدول العربية بتحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص وزيادة الوفرة المالية النفطية بشكل كبير.

كما تبين نتائج هذا المؤشر خلال هذه الفترة إلى أن أسواق الأسهم العربية يمكن تصنيفها إلى ثلاث مجموعات، تضم المجموعة الأولى الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية قيمة الناتج المحلي الإجمالي في متوسط الفترة (2002-2006) وتشمل بورصة عمان بنسبة 178,51%، وسوق البحرين بنسبة 118,51%، وسوق الدوحة بنسبة 132,93% والمجموعة الثانية تضم الأسواق التي تتجاوز قيمتها السوقية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، وهي بورصتي الإمارات بنسبة56% وبورصتي مصر بنسبة 60% أما المجموعة الثالثة فتضم بقية الأسواق التي تقل قيمتها السوقية عن نصف الناتج القومي الإجمالي وهي تعتبر أسواقا صغيرة الحجم مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني لبد السوق المعني.

2.1.1 عدد الشركات المدرجة:

وهو المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال، فقد اتخذ عدد الشركاث المدرجة في الأسواق المالية العربية الاتجاه التصاعدي خلال (1997-2007) ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول العربية، ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

ومن خلال الجدول (3-8) نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية استمر في التزايد عاما بعد عام حتى وصل إلى 1826 شركة عام 2002، ويعزى ذلك إلى قبول إدراج أسهم وبورصات جديدة في قاعدة بيانات الصندوق لاسيما بورصات كل من الإمارات وقطر في عام 2000، وبعد ذلك بدأ عدد الشركات في التناقص حيث بلغ عام 2003 حوالي 1723 شركة، ثم انخفض عام 2004 إلى 1597 شركة ليبلغ عام 2007 قيمة 1550 شركة وسببه على الأرجح إلغاء الإدراج أو توقيف التعامل بالشركات التي واجهت بعض المشاكل والذي يعتبر آخر حل للشركات

الجدول رقم (3-8): تطور عدد الشركات المدرجة في الدول العربية خلال الفترة (1997-2007)

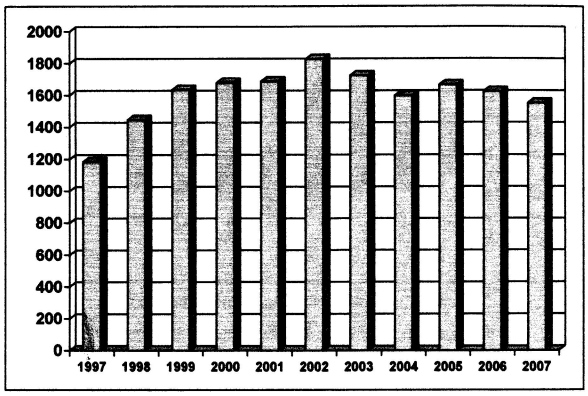
السوق \ السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
											العدد	النسبة الإجمالية عدد الشركات المدرجة%
بورصة أبو ظبي	-	-	-	-	-	24	30	35	59	60	64	4,13
سوق عمان المالي	139	150	152	163	161	158	161	192	201	227	245	15,8
بورصة البحرين	40	42	41	41	42	40	44	45	47	50	51	3,29
بورصة السعودية	71	74	72	75	76	68	70	73	77	86	111	7,16
بورصة الكويت	74	78	85	86	88	95	108	125	156	180	196	12,64
بورصة الدار البيضاء	49	53	54	54	55	55	52	53	54	63	73	4,70
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	03	03	03	02	02	0,13
بورصة تونس	34	39	44	44	45	46	45	44	45	48	51	3,29
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	12	13	18	30	46	55	3,55
بورصة الخرطوم	-	-	-	-	-	-	47	48	49	52	52	3,35
بورصة فلسطين	119	137	140	131	96	140	141	123	125	121	125	8,06
بورصة مسقط	-	-	-	-	-	25	28	30	32	36	40	2,58
بورصة قطر	08	12	13	13	14	13	14	16	15	16	15	0,97
بورصة بيروت	650	861	1033	1071	1110	1150	967	792	744	603	435	28,05
بورصة مصر	-	-	-	-	-	-	-	-	28	33	35	2,26
الإجمالي	**1184**	**1446**	**1634**	**1678**	**1687**	**1826**	**1723**	**1597**	**1665**	**1623**	**1550**	**100**

إعداد الطالبة اعتماد على: - حسين عبد المطلب الأسرج، 2004، ص95.
- صندوق النقد العربي،المرجع السابق2007، ص83.
- صندوق النقد العربي، 2004.
- المنظمة العربية لضمان الاستثمار، 2006، ص 113.

المتعثرة، حيث يفترض أن يكون هذا التغير بدأ بسنوات عديدة قبل الوصول إلى مرحلة إلغـاء الإدراج (أنظر الشكل رقم (3-3)).

الشكل (3-3):

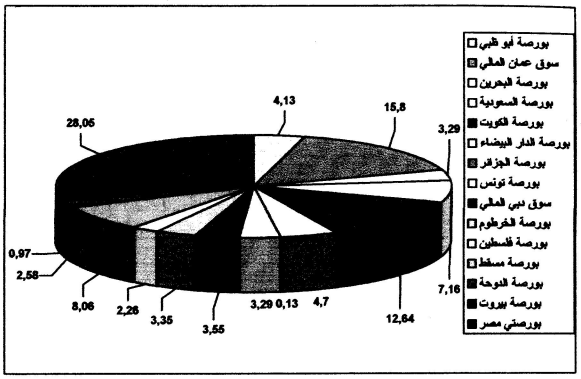
تطور عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال العربية (1997-2007)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول (3-8)

كما يلاحظ ارتفاع الأهمية النسبية للسوق المصري للأوراق المالية في إجمالي عدد الشركات المقيـدة بالبورصات العربية خلال عام 2007 حيث بلغت 28,06% من إجمالي عدد الشركات المدرجة وهـي أعلى نسبة، بينما سجلت بورصة الجزائر أدنى نسبة قدرت بـحوالي 0,13% والـشكل رقـم (3-4) يوضح ذلك.

الشكل (3-4): توزيع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية خلال 2007 (%)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول (3-8)

ومن خلال الجدولين(3-7) و(3-8) نستنتج أن سوق الأسهم السعودي تصدر قائمة الأسواق المالية العربية، حيث وصل متوسط رأس مال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها حوالي 3,8 مليار دولار، ويليه سوق دبي المالي، ثم سوق الدوحة وأبو ظبي للأوراق المالية وهذا في عام 2006.

وما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور مؤشرات حجم أسواق رأس المال العربية أن الأسواق الثانوية تتسم بصغر حجمها غير أن القيمة السوقية للبورصات العربية تبقى متوسطة إذا ما قورنت بالقيمة السوقية لبعض البورصات العالمية أو الناشئة، فبورصة ألمانيا على سبيل المثال سجلت خلال 2005 قيمة1221 مليار دولار، فيما كان نصيب بورصة هونج كونج 1055 مليار دولار نهاية 2005، أما في البورصات العربية بلغت في نفس العام 1290 مليار دولار.

2.1 مؤشرات السيولة:

تعبر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا أو شراء وتعتبر مؤشرا هاما لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة، وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة [مبارکي، 2006، ص.07].

الجدول رقم (3-9): تطور قيمة التداول بالبورصات العربية خلال الفترة (1997-2007)

الوحدة : مليون دولار

السنوات / السوق	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006
بورصة أبو ظبي	-	-	-	-	-	363,08	326,24	4449,14	28505,78	19222	47746
سوق عمان المالي	501,83	654,62	549,34	405,91	934,38	1334,67	916,57	5327,17	23806,35	21616	17424
بورصة البحرين	471,67	576,64	444,46	245,44	250,38	206,28	73,22	463,05	711,10	1387	1069
بورصة السعودية	16547,22	13744,93	15086,79	17313,45	22223,44	30974,47	39066,56	472990,78	1103582,77	1402953	682287
بورصة الكويت	34579,30	10918,24	6001,01	4208,45	11711,16	22123,44	15597,99	51817,80	97289,56	59600	130896
بورصة الدار البيضاء	1067,11	1401,74	2524,77	1210,90	840,75	1440,46	656,01	3757,02	7859,28	9110	22009
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	0,05	0,12	0,05	0,334	0,207
بورصة تونس	225,10	164,51	457,29	686,78	342,05	246,47	52,61	256,65	825,83	563	727
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	687,80	477,87	13735,05	110304,27	94735	103297
بورصة الخرطوم	-	-	-	-	-	-	19,92	130,25	504,48	969	893
بورصة فلسطين	-	-	-	-	-	-	-	-	1489,95	921	817
بورصة مسقط	3875,05	2371,30	714,34	551,41	419,85	581,67	387,43	1985,19	3320,41	2214	5211
بورصة الدوحة	-	-	-	-	-	883,07	915,96	6343,59	28252,28	20585	29927
بورصة بيروت	609,56	336,84	90,54	117,96	52,97	114,93	21,01	197,67	923,42	2032	994
بورصة مصر	6017,91	5367,55	725,66	11798,649	5912,89	6443,71	1226,07	6835,04	27720,39	48954	64772
الإجمالي	**63894,75**	**35536,37**	**35594,2**	**36538,94**	**42687,85**	**65400,09**	**59737,57**	**568288,52**	**1434798,92**	**1684861,33**	**1108070**

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على: - صندوق النقد العربي، الربع الرابع 2007، ص85.

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2005، ص 113.
- صندوق النقد العربي، 2004
- حسين عبد المطلب الأسرج، 2004، ص.97.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشرات معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل،ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة مع إبراز إجمالي عدد الأسهم المتداول.

1.2.1 مؤشر معدل التداول:

يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد، ويكمل معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضرورة الأخذ بنتائج كيلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة، فقد يكون حجم البورصة كبيرا نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يضفي إلى التوصل بأن المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضا، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى [مباركي، 2006، ص.08].

الجدول (3-10):

تطور معدل التداول للبورصات العربية في متوسط الفترتين: (1997-2001)، (2002-2006)

الوحدة: مليون دولار

المؤشر / السوق	قيمة الأسهم المتداولة في متوسط الفترتين: (1)			الناتج المحلي الإجمالي في متوسط الفترتين: (2)			معدل التداول (1)/(2) (%)	
	2001/1997	النسبة %	2006/2002	2001/1997	النسبة %	2006-2002	2001/1997	2006/2002
بورصتي الإمارات	-	-	10573,24	58943,4	1,47	113653,8	-	9,3
سوق عمان المالي	609,21	1,42	10600,15	8158,6	1,48	11629,2	7,46	91,15
بورصة البحرين	397,71	0,92	568,13	7010,6	0,07	11752,2	67'5	48,34
بورصة السعودية	16983,16	39,63	609913,51	157851,2	84,87	26349,6	10,75	231,47
بورصة الكويت	13483,63	31,46	49285,76	31540,4	6,85	66224,6	42,75	74,42
بورصة الدار البيضاء	1409,05	3,28	4564,55	357820	0,63	54308	0,39	8,40
بورصة الجزائر	-	-	0,1108	50556,6	0	85798,2	-	0
بورصة تونس	375,14	0,87	329,51	19677,8	0,04	27934	1,9	1,17
بورصة الخرطوم	-	-	324,73	12716,6	0,04	54308	-	0,59
بورصة فلسطين	-	-	482,19	4218,86	0,06	4040,02	-	11,93
بورصة مسقط	1586,39	3,7	1697,74	17066,6	0,23	26669,6	9,29	6,36
بورصة الدوحة	-	-	11395,98	13809,6	1,58	33963,4	-	33,55
بورصة بيروت	241,57	0,56	657,80	16253,6	0,09	21122,6	1,48	3,11
بورصتي مصر	7764,53	18,12	18235,84	88864,4	2,53	88368,8	8,73	20,63
الإجمالي	42850,39	100	718629,24	522450,26	100	859228	8,20	83,63

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول (3-9) والجدول (3-6).

من خلال الجدول (3-10) نلاحظ أن الكويت سجلت أعلى معدل التداول في متوسط الفترة (1997-2001) قدر بحوالي 42,75 في المائة أتت العربية السعودية في المرتبة التالية بنسبة

10,75 في المائة وبورصة مسقط بنسبة 9,29 في المائة وما بين 7 إلى 8 في المائة في كل من بورصات الأردن ومصر على التوالي، وقد بلغ متوسط المعدل في الدول العربية 8,20 في المائة.

في حين سجلت بورصة السعودية خلال الفترة (2002-2006) أعلى معدل التداول بلغ 231,47 المائة، ثم تليها بورصة الأردن بنسبة 91,15 في المائة والكويت 74,42 في المائة ولم تسجل بورصة الجزائر أي نسبة وسجلت الأسواق المالية العربية مجتمعة نسبة متوسط السيولة 83,63 في المائة، ومن ثم نستنتج أن دور البورصة في الاقتصاديات العربية قد تزايد خلال الفترة (2002-2006) مقارنة بالفترة (1997-2001) فقد ارتفع حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي من 8,20 في المائة خلال (1997-2001) إلى 83,63 في المائة خلال الفترة (2002-2006).

2.2.1 مؤشر معدل دوران الأسهم:

عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة، ويستخدم معدل الدوران المرتفع كمؤشر إلى أن تكاليف إتمام الصفقات منخفضة ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض، كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة، فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

ويظهر الشكل التالي (3-5) أن معدل دوران الأسهم في البورصات العربية قد سجل انخفاضا كبيرا في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث انخفض إلى 16,5% مقارنة بنحو 31,3% ثم ارتفع في 2004 إلى حوالي85,78 في المائة ثم استمر في الارتفاع إلى أن سجل أقصى قيمة له عام 2006 بلغت 189,7 في المائة، ثم ليرتفع عام 2007 إلى حوالي 82 في المائة.

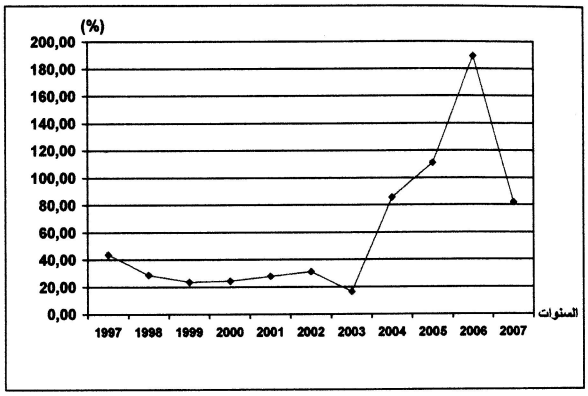
الجدول (3-11): معدل الدوران بالبورصات العربية (1997-2007)

الوحدة: %

السنوات / السوق	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	متوسط (01/97)	متوسط (06/01)
بورصة أبو ظبي	-	-	-	-	-	1,78	10,7	8,01	21,52	23,80	39,42	-	13,16
سوق عمان المالي	**9,20**	11,17	9,41	8,21	14,80	18,83	8,36	28,79	63,24	72,7	42,3	10,55	38,38
بورصة البحرين	6,03	8,52	6,21	3,71	3,79	2,67	0,8	3,42	4,09	6,6	4,0	5,65	03,51
بورصة السعودية	27,87	32,24	24,75	25,78	30,36	41,38	24,8	154,44	170,8	429,2	131,4	28,2	164,12
بورصة الكويت	126,92	59,26	30,62	21,20	43,93	63,03	27,6	70,42	78,52	56,4	100,0	56,38	59,19
بورصة الدار البيضاء	8,71	8,98	18,43	11,13	9,31	16,82	5,0	14,92	28,81	18,9	29,8	13,59	16,89
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	0,03	0,08	0,05	0,35	0,22	-	0,1
بورصة تونس	9,72	7,38	17,33	24,45	15,34	11,60	2,1	9,96	18,74	13,59	14,02	14,84	11,19
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	7,26	3,3	39,14	98,49	109,0	74,8	-	51,43
بورصة الخرطوم	-	-	-	-	-	-	2,7	6,32	15,56	22,2	962,6	-	09,35
بورصة فلسطين	-	-	-	-	-	-	-	-	33,42	39,1	33,0	-	14,50
بورصة مسقط	52,99	52,27	16,60	15,67	15,94	11,04	5,3	21,3	27,52	17,0	22,6	30,69	16,43
بورصة الدوحة	-	13,89	-	-	-	8,36	3,4	15,68	32,42	33,8	31,3	-	18,73
بورصة بيروت	20,99	22,01	4,71	7,45	4,24	8,24	1,4	8,48	18,78	24,4	09,1	10,25	12,25
بورصة مصر	28,83	28,92	29,44	38,32	24,32	24,46	4,4	17,95	34,86	52,6	47,3	28,58	26,85
الإجمالي	**43,90**	**28.92**	**23,86**	**24,66**	**28,04**	**31,31**	**16,5**	**85,78**	**111,14**	**189,7**	**82**	**29,87**	**86,88**

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على: - [الأسرج، 2004، ص.99].
- معطيات الجدول (3-9) والجدول (3-7).

الشكل (5.3): تطور معدل الدوران بالبورصات العربية خلال الفترة (1997-2007)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على معطيات الجدول (3-11)

كما يلاحظ في الجدول (3-11) أن أعلى معدل دوران الأسهم كان في سوق الكويت كمتوسط للفترة الممتدة (1997-2001) قدر بـ56%. وهذه القيمة أكبر من سوق اليابان والمملكة المتحدة في حين يتراوح المتوسط في بقية الدول في نفس الفترة ما بين 5,56% و30,69% وهي قيم كلها أقل من متوسط قيم الأسواق الناشئة، البرازيل، الهند، المكسيك، كما سجلت السعودية في متوسط الفترة (2002-2006) أعلى معدل دوران الأسهم بلغ 164,12%، ثم تليها الكويت بنسبة 59,19% أما باقي الأسواق المالية العربية فقد تراوح معدل الدوران بها ما بين 0,1 في المائة و50 في المائة في نفس الفترة، وما يمكن التوصل إليه من خلال متابعة تطور مؤشرات السيولة في أسواق رأس المال العربية قد سجلت ارتفاعا كبيرا في البورصات العربية خاصة في الفترة الممتدة (2002-2006) وبدرجة كبيرة إلى الارتفاع الكبير لأسعار النفط وزيادة موارد الدول العربية النفطية إلى جانب استفادة الدول غير النفطية من هذا الظرف، وبالتالي يكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة مما ينعكس بالإيجاب على التخصص الأمثل للموارد، وقد ساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم، كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنويع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

3.1 مؤشرات التذبذب (مؤشرات أسعار الأسهم):

عرف Madhavan (1992) التذبذب بأنه عبارة عن تباين السعر، ويفضل التذبذب المنخفض في الأسواق حيث يمكن للمستثمر أن يتخلص من أصوله المالية دون التعرض للمخاطرة العالية التي تنتج عن التغير الكبير الذي تعرفه الأسعار، وأشار Glen (1994) إلى أن التذبذب في الأسواق الأكثر فعالية والسائلة يكون منخفضا .ويعرف التذبذب بأنه عبارة عن توافر وسعة حركات السعر [زيطاري، 2004، ص183].

فالرقم القياسي لأسعار الأسهم يعتبر مؤشرا هاما لتحرك الأسواق المالية، وحيث أن هذا الرقم يستخرج عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق فإنه يفترض أن يكون لجميع الأسهم، لذلك فإن هذا المؤشر يستخدم لدراسة تحركات الأسعار في الأسواق هبوطا أو صعودا وذلك محسوبا بعدد النقاط، وقد جرت العادة أن يكون لكل سوق مالي عدد ما من الأرقام القياسية والتي يحسب كل منها بطرق مختلفة، كما أن عينات الأسهم التي داخل العينة تكون مختلفة [جابر، 2005، ص344].

وسنركز في هذا المقام على مؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية، حيث يشمل حاليا مؤشرات الأسواق المالية في خمسة عشر سوق وهي الأسواق في كل من الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعمان والكويت ولبنان ومصر والمغرب وأبو ظبي ودبي وقطر والسودان والجزائر وفلسطين، ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حده وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية، كما يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية: القيمة السوقية، معدل دوران السهم، تصنيف الشركات قطاعيا.

الجدول (3-12):

تغير المؤشر المركب للصندوق (1997-2007)

السنوات	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
إجمالي المؤشر	138,45	104,12	114,3	102,2	101.1	100,7	414,9	215,67	413,31	237,7	328,7
التغير في المؤشر	0	34,33-	24,15-	36,26-	37,35-	37,75-	3,45+	77,22	274,86	99,25	190,25

المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على: - الأسرج، 2004، ص99.

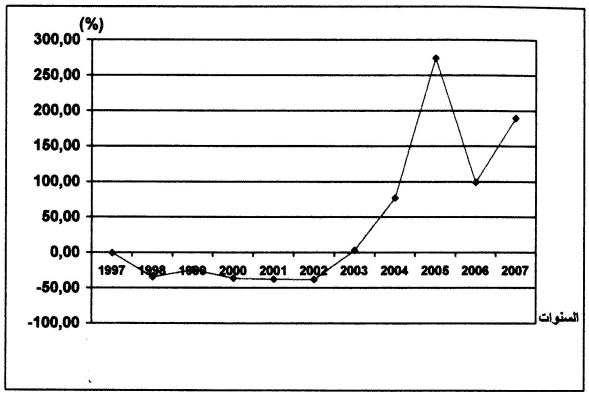
- صندوق النقد العربي، الربع الرابع2007، ص.81.

- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،2004، ص.169 /2005، ص113/2006، ص.153.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-12) أن المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أظهر أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية سجل ارتفاعا ارتفاع بنسبة 38,3% ليصل إلى 328,7 نقطة في نهاية عام

2007 مقارنة مع 237,7 نقطة في نهاية عام 2006، وعلى العموم فقد عرف تزايد منذ 1997 ليصل إلى اعلى المستويات في سنة 2005 حيث بلغ 413,3نقطة، والشكل (3-6) يوضح ذلك.

الشكل (3-6): تغير المؤشر المركب للصندوق (1997-2007)



المصدر: إعداد الطالبة اعتماد على الجدول(3-12)

من خلال ما سبق نلاحظ أن أسواق رأس المال العربية تتميز في الوقت الحاضر بشدة التقلبات في حركة الأسعار، وذلك بسبب المصادر الخارجية للتمويل المعتمدة والمتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع إهمال قدرة التمويل الذاتي (خاصة الأرباح المحتجزة)، وهذا النمط من التمويل الخارجي يؤدي إلى زيادة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية -وكما سبق ذكره- فإنه كما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك دليلا كافيا عن نضج السوق وغيرها، فعلى سبيل المثال فإن بورصة الكويت تسمح للسعر اليومي للورقة المالية بتغير بين 7% و10% (هامش مسموح به)، فالتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية تثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب حين دخولهم من السوق [براق، 2004، ص.11].

وفيما يتعلق بنشاط الأسواق الأولية شهد عدد من الأسواق المالية العربية طرح إصدارات جديدة لاسيما في عام 2006 في بورصتي القاهرة والإسكندرية بقيمة 17,2مليار دولار، كذلك تم إصدارات جديدة في بورصة عمان بقيمة 1,3 مليار دولار وفي سوق الأسهم السعودي بقيمة 945 مليون دولار وسوق الخرطوم بقيمة 40 مليون دولار.

2. العقبات التي تواجه أسواق رأس المال العربية:

من التحليل السابق يمكن القول بأنه على الرغم مما تشهده أسواق رأس المال العربية من تطور – ولاسيما في الفترة الأخيرة – إلا أنها ما زالت تواجه مجموعة من المشاكل التي تعترض نموها، وتحد من كفاءة أدائها ويتمثل أهمها فيما يلي:

1.2 صغر حجم الأوراق المالية المعروضة في السوق:

لا ريب في أن اتساع وازدهار أسواق رأس المال يتطلب توافر عرض كاف ومنتظم من الأوراق المالية في كل من سوقي الأولي والثانوي، ويلاحظ أن أسواق رأس المال العربية تتسم بتواضع الإصدارات الجديدة، إلى جانب ضآلة حجم المعاملات ويمكن إرجاع ذلك إلى عدة أسباب أهمها:

***انتشار الشركات المغلقة في معظم الدول العربية:** تتسم أسواق رأس المال العربية كنظائرها من الأسواق في الدول النامية بشيوع ظاهرة الشركات المساهمة المغلقة، وهي أقرب ما تكون إلى شركات الأشخاص منها إلى شركات الأموال.

ويلاحظ أن هذه الشركات استأثرت بنسبة كبيرة من إجمالي الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، ففي مصر مثلا استأثرت هذه الشركات بنسبة 86,9% من إجمالي الشركات المقيدة في البورصة، وذلك نهاية ديسمبر 2000، في حين مثلت شركات الاكتتاب العام نحو 13,1% فقط. الأمر الذي ترتب عليه تواضع حجم الأوراق المالية المعروضة والتي يمكن تداولها بين المتعاملين في البورصة لأن تداول أسهم هذه الشركات –المغلقة– يقتصر على الشركاء المساهمين.

***استمرار تملك الحكومات لنسبة كبيرة من أسهم الشركات:** استمرت معظم حكومات الدول العربية منذ حركة التأميم في تملك الجانب الأكبر من أسهم الشركات من المؤسسات التابعة لها، وعلى الرغم من أن أغلب الحكومات العربية قد بدأت في تنفيذ برنامج الخصخصة شركات قطاع الأعمال العام، حيث تقوم بطرح أسهم بعض الشركات التي تمتلك الجانب الأكبر منها للبيع للجمهور إلا أن نسبة كبيرة من هذه الشركات ما زالت تخضع للملكية العامة.

***ضآلة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في البورصة واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجاتها المالية:** اعتمدت الحكومات العربية لفترات طويلة على سوق النقد لتلبية احتياجاتها التمويلية بدرجة أكبر من سوق رأس المال، وذلك إما عن طريق الاقتراض منها أو بإصدار أوراق مالية حكومية في البورصة ويتم تداولها في سوق النقد.

2.2 انخفاض كفاءة السوق وقصور نظام المعلومات:

تتوقف درجة كفاءة سوق رأس المال كما سبق الذكر بصفة أساسية على مدى توافر نظام فعال للمعلومات يضمن الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وفورية لجميع المتعاملين السوق، وعلى الرغم من الجهود التي تبذلها الحكومات العربية إلا أن السوق مازالت تعاني من قصور في نظام المعلومات بها وعدم الشفافية الكاملة ويرجع ذلك لعدة أسباب منها:

• أن معظم ما ينشر من بيانات ومعلومات عن الشركات المقيدة في البورصة ينشر بشكل مجمل ويفتقد في كثير من الأحيان إلى الوضوح والتبسيط، مما يجعلها غير مفيدة لأغلب المهتمين وخصوصا صغار المدخرين والمستثمرين، وبالتالي توجد صعوبة للوصول إلى قرار بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات.

• عدم توافر مؤسسات متخصصة تساعد صغار المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الخاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية وفقا لأسس موضوعية، وذلك من خلال قيامها بجمع ونشر وتحليل وتقييم المعلومات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية في السوق.

3.2 ضعف الثقة وأمية الاستثمار المالي:

تعرض المدخر والمستثمر العربي لعدة صدمات أفقدته الثقة في سوق المال كتأميم كثير من الشركات المساهمة الخاصة في مصر وتحويلها إلى القطاع العام في بداية الستينات مما أصاب رؤوس الأموال المصرية بالحذر وتهريبها لتستفيد منها الاقتصاديات الأجنبية.

إلى جانب الأمية أو عدم الوعي بماهية الأوراق المالية سواء في صورة أسهم أو سندات ينتشر حتى فيما بين المثقفين والجامعين إلا قلة منهم، علاوة على ما سبق مازال المجتمع العربي يعاني من انخفاض في معدلات الدخول من جهة، وانخفاض ما يخصص منها للادخار والاستثمار من جهة أخرى.

4.2 تباين أساليب التقييم والطرح في سوق الإصدار، وبطء إجراءات التداول، ونقل الملكية في سوق التداول:

• **تباين أساليب التقييم والطرح في سوق الإصدار:** تعرض معظم أسواق الإصدارات في الدول العربية سياسات متباينة في مجال تسويق الأسهم والأساليب المستخدمة في التقييم، وتباينت طرق الطرح مابين أربع طرق وهي: البيع بسعر ثابت، البيع لأعلى سعر، البيع بأسلوب المزايدات، البيع بنظام سعر الاستكشاف. ويمكن القول بأن تلك الأساليب – فيما عدا الأسلوب الأول– تتنافى مع توسيع قاعدة الملكية، فيترتب على أسلوب البيع بأعلى سعر وأسلوب المزايدات عديد من الآثار السيئة على السوق منها:

–إصابة كثير من المستثمرين بخسائر رأسمالية.

– استبعاد شريحة كبيرة من صغار المستثمرين لافتقارهم القدرة على تملك الأسهم بهذه الأساليب، وهو ما يؤدي إلى احتكار فئة معينة للأسهم.

– عدم تحقيق العدالة بين المستثمرين، نظرا التعدد الأسعار التي يتم الشراء بها.

أما أسلوب سعر الاستكشاف فيتسبب في حيرة المتعاملين وشركات السمسرة في تحديد الأسعار المناسبة، مما يؤدي إلى إصابة السوق عند تطبيق ذلك الأسلوب بما يشبه الفتور في التعامل والضعف النسبي للإقبال الجماهيري، وهو ما ينتج عن الإضرار بالسوق.

• **بطء إجراءات التداول ونقل الملكية:** من أهم خصائص الأسهم قابليتها للتسييل الفوري، كما أن من أهم وظائف البورصة هي سرعة بيع الأسهم وانتقال الملكية إلا أنه ما يلاحظ في نظام نقل الملكية الذي كان مطبقا في البورصات العربية، كانت تتم بعض إجراءاته يدويا بحيث يتم إصدار شهادات نقل الملكية الجديدة في فترة تزيد على 13 يوما، بالإضافة إلى بعض الإجراءات الأخرى التي كانت تؤدي إلى أن تستغرق إجراءات نقل ملكية الأسهم وقتا طويلا يزيد على أسبوعين وقد يصل إلى ما يقرب من شهرين، وقد دفع ذلك إدارة البورصات إلى إدخال نظم جديدة وأساليب حديثة لتجاوز هذه النقائص.

5.2 الافتقار إلى المؤسسات صانعة السوق:

تعاني أسواق رأس المال العربية من عدم توافر المؤسسات صانعة السوق، ويقصد بها تلك المؤسسات التي تعمل على إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب في سوق رأس المال، وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للسوق نتيجة قيامها بالتعامل في أدوات الاستثمار من أسهم وسندات، وذلك استنادا إلى معرفته بأحوال السوق ورغبات المستثمرين.

6.2 ضآلة وجمود المحافظ المالية ببعض البنوك:

تعد البنوك من أهم المؤسسات المالية التي يمكن أن تؤدي دورا رئيسيا في تنشيط سوق رأس المال، وذلك من خلال ما يمكن أن توظفه من أموال في الأوراق المالية بالسوق الأولية، إلى جانب تنشيطها، إلا أن ما يلاحظ في الدول العربية ضآلة وجمود المحافظ المالية للمصارف العربية وهذا يؤدي إلى ضعف نشاط أسواق رأس المال العربية.

3. محاور تفعيل وتنمية أسواق رأس المال في الدول العربية:

يمكن صياغة عدد من المحاور التي من شأنها أن تعمل على تنمية وازدهار سوق رأس المال بصفة عامة، وتفعيل دورها في تنمية الادخار بصفة خاصة وهذه المحاور هي:

1.3 التنسيق بين السياسات العامة المنظمة لسوق المال، وإتباع سياسة اقتصادية مشجعة على الادخار:

تعد عملية تعبئة المدخرات الوطنية أحد أهم أهداف سوق المال، ويعتبر حجم المدخرات ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو هذه السوق، والتي ترتبط إلى حد كبير بدرجة النمو الاقتصادي ومن ذلك المنطق يجب التنسيق بين السياسات والقطاعات التي تضطلع بتعبئة المدخرات وتنميتها وخاصة السياسات المؤثرة على السوق المالية.

فلا شك في أن كلا من سياسة الاستثمار والسياسة المالية والسياسة النقدية والائتمانية وسياسة الدين العام والسياسة السعرية تؤدي دورا محوريا في السوق المالية، وعليها يتوقف مقدرة السوق على تعبئة المدخرات المحلية والخارجية لذلك يجب أن تتسم هذه السياسات بالمرونة والتحديث، وفي هذا الصدد يجب طرح سؤالين عند دراسة المدخرات في أي بلدهما:**ما هو مستوى هذه المدخرات بالنسبة للدخل القومي؟وفي أي شكل تكون هذه المدخرات؟.**

فالإجابة على السؤال الأول تحدد حجم الاعتمادات المتاحة للاستثمار، أما الإجابة على السؤال الثاني فتعطي مؤشرا للقطاعات التي تستفيد من هذه المدخرات والوسطاء الماليين الموجودين بهذه الدولة.

2.3 إعداد وتنفيذ خطة إعلامية واسعة للتعريف بسوق رأس المال، والتوعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية:

إن تعبئة المدخرات في مجتمعاتنا ستظل هدفا يستحق تضافر الجهود الوطنية والعربية في إطار تعبئة وتحقيق استخدام أفضل للموارد المحلية جنبا إلى جنب مع الموارد الأجنبية، ويتطلب ذلك سياسات فعالة لتسهيل عملية تراكم رأس المال مع المواد الأجنبية، ويتطلب ذلك سياسات فعالة لتسهيل عملية تراكم رأس المال ،كما أن حجم الاستثمارات التي يمكن أن يحققها المجتمع يتوقف لدرجة كبيرة على عوامل تنظيمية لها أثرها البالغ والهام في تكوين المدخرات. ومن ثم في توفير الموارد التي تمول هذه الاستثمارات، وهذه العوامل التنظيمية لا تتصل بالجوانب الاقتصادية وحدها ولكن تنصب على الجوانب الاجتماعية والسياسية في المجتمع، لذلك يتطلب الأمر تنفيذ خطة قومية على أسس تربوية وإعلامية تغرس مفاهيم الادخار والاستثمار غير المباشر، وأهميته في التنمية لدا الأجيال الناشئة في المدارس والجامعات.

3.3 العمل على تنشيط سوق رأس المال من خلال زيادة المعروض من الأوراق وتنشيط الطلب عليها.

• **وسائل تنشيط عرض الأوراق المالية:** يعد إصدار قدر كبير ومتنوع من الأوراق المالية أحد أهم متطلبات تنشيط سوق رأس المال، ويمكن أن يتم ذلك من خلال عدة وسائل نذكر منها ما يلي:

– استكمال برنامج الخصخصة، عن طريق مزيد من الأسهم شركات قطاع الأعمال العام المرشحة لنقل ملكيتها للتداول بحيث تزيد من جانب العرض.

– تشجيع شركات قطاع الأعمال العام على زيادة رأسمالها من خلال الاكتتاب العام، وبناء على ذلك فإن السياسة الأكثر واقعية هي تحويل عملية التمويل إلى عملية استثمارية بطرح أسهم زيادة رأسمال هذه الشركات للاكتتاب العام ودعوة المواطنين داخل البلاد وخارجها للمساهمة فيها".

– تخفيض أسعار الضريبة على أرباح شركات الأموال.

– تشجيع البنوك المتخصصة على إصدار سندات جديدة لتمويل نشاطها بدلا من الاتجاه إلى الاقتراض.

– تشجيع الشركات المساهمة المغلقة على التحول إلى شركات اكتتاب عام والنظر في قيد جزء من السندات الحكومية في البورصة.

– تطوير القواعد والقوانين واللوائح التي تحكم التعامل في السوق.

• **وسائل تنشيط الطلب على الأوراق المالية:** تتطلب تنمية سوق رأس المال تكثيف الجهود في جانب الطلب أيضا، وذلك باتخاذ عدد من الإجراءات اللازمة لتوجيه المدخرين نحو حيازة الأوراق المالية

سواء في السوق الأولية أو الثانوية. وبالإضافة إلى ما اتخذته الدول العربية من إجراءات يمكن تصور مجموعة من المقترحات أهمها:

- تقوية الرغبة لدى الأفراد بأهمية الادخار والاستثمار في الأوراق المالية.
- تقليل مخاطر الاستثمار المالي والتكاليف الضمنية في الأوراق المالية بالنظر في تطبيق نظام للتأمين، وتوفير المعلومات الكافية عن المراكز المالية وقوائم الدخل للشركات.
- تطوير المؤسسات القائمة على خدمة المتعاملين في سوق رأس المال.

4.3 العمل على تنويع الأوراق المالية المصدرة بالسوق:

حتى تتمكن سوق رأس المال من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توافر أوراق مالية نشطة وجاذبية لمختلف المستثمرين بالسوق، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة)، وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة، فإنه لزيادة عدد المستثمرين بالسوق يؤدي لزيادة كفاءة السوق لذلك يجب على الدول العربية من أجل تحقيق ذلك العمل على تنشيط أسواق الأسهم العربية، تنشيط أسواق السندات، دراسة إمكانية الأخذ بالصيغة الإسلامية في الأوراق المالية، دراسة إدخال أنواع من المشتقات في أسواق المال العربية.

5.3 العمل على تعدد جهات إصدار الأوراق المالية وضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة:

يشترط لاستمرار السوق في التعامل ولزيادة وتعدد الأوعية المالية محل التعامل أن يكون هناك تعدد في جهات إصدار الأوراق المالية سواء مشروعات خاصة أو شركات مختلطة. كذلك فإنه من الضروري العمل على ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة (التعاملات التي تتم خارج البورصة)، فانطلاقا من تزايد خطورة عدم ضبط إيقاع العمل بالسوق غير المنظمة، بسبب ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمر العربي واحتمال ظهور الممارسات غير الأخلاقية، فإنه يجب تكوين اتحاد وطني من التجار والسمسارة بهذه الأسواق لضبط إيقاع العمل بها.

6.3 وإيجاد نظام فعال للمعلومات لرفع كفاءة السوق والربط بين الأسواق المالية العربية:

لضمان كفاءة عمل سوق رأس المال لا بد أن يتسم السوق بالتنظيم وضمان عدم الإضرار العمدي بمصالح المستثمرين وهذا أمر غاية في الأهمية، ومن شأنه أن يزيد من كفاءة السوق وليس عرقلتها و توسيع التعاون بين البورصات العربية، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي، وفتح البورصات العربية للتوظيفات البينية من خلال تسهيل تداول القيم بين الدول العربية لاستيعاب الأموال الضخمة التي تتوفر عليها هذه الدول.

III- أسواق رأس المال وتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان العربية:

تعتبر معدلات نمو اقتصاديات الدول العربية غير تنافسية عند مقارنتها بمعدلات نمو سكان تلك الدول فهي بحاجة ماسة لتنمية اقتصادية كبيرة ليس فقط لتحسين مستوى المعيشة ولكن أيضا لمواكبة نمو السكان في الدول العربية.

إذ تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تجميعا لرؤوس الأموال، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غيبة التكوينات الرأسمالية، ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثار تضخمية، وها تبرز أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد والشركات والقطاع العام وتوجيهها للمسار الصحيح .

1. التنمية الاقتصادية في البلدان العربية:

نتناول في هذا المطلب مفاهيم أساسية في التنمية الاقتصادية، ثم أهم إستراتجيات التنمية الاقتصادية المتبعة الدول العربية.

1.1مفاهيم أساسية في التنمية الاقتصادية:

نعرض في هذا المقام مفهوم التنمية الاقتصادية، التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي، أهداف التنمية الاقتصادية، مستلزمات التنمية الاقتصادية.

1.1.1 مفهوم التنمية الاقتصادية:

اختلفت تعريفات التنمية فيما بين الاقتصاديين والكتاب لكنها أجمعت على أن التنمية الاقتصادية تشمل جميع جوانب الحياة في المجتمع وتتجاوز بذلك مفهوم النمو الاقتصادي الذي غلب على الكتابات الأولى في مجال التنمية.

وفيما يلي بعض التعاريف للتنمية الاقتصادية: **[عريقات، 1997، ص.50]**

- تعريف **Baldwin Meier** للتنمية الاقتصادية: "عملية يزداد فيها الدخل القومي ودخل الفرد في المتوسط، بالإضافة إلى تحقيق معدلات عالية من النمو في قطاعات معينة تعبر عن التقدم".

- أما الاقتصادي **Kindleberger** فيؤكد أن التنمية الاقتصادية تعبر عن "الزيادة التي تطرأ على الناتج القومي في فترة معينة مع ضرورة توفر تغيرات تكنولوجية وفنية وتنظيمية في المؤسسات الإنتاجية القائمة أو التي ينتظر إنشاؤها".

- ويرى الدكتور **مدحت العقاد** أن التنمية الاقتصادية هي "العملية التي تستخدمها الدولة غير المستكملة النمو في استغلال مواردها الاقتصادية الحقيقية بهدف زيادة دخلها القومي الحقيقي وبالتالي زيادة متوسط نصيب الفرد منه".

ويؤكد الدكتور **محمد زكي شافعي** على أن التنمية الاقتصادية "عملية تحول من أوضاع اقتصادية واجتماعية قائمة، وموروثة وغير مرغوب فيها إلى أوضاع أخرى مستهدفة وأفضل منها قبل حدوث التنمية".

وعلى العموم فإن التنمية الاقتصادية هي العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على مدار الزمن والتي تحدث من خلال تغيرات في كل من هيكل

الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة إضافة إلى إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء **[عجمية، ناصف 2000، ص.56]**.

2.1.1 التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي:

إن مصطلح النمو والتنمية استخدما كمرادفين لبعضهما وخاصة في الأدبيات الاقتصادية الأولى فكيلاهما يشير إلى معدل زيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة ولكن هناك فروق أساسية فيما بينهما.

فالنمو الاقتصادي يشير إلى الزيادة المضطردة في الناتج القومي الإجمالي لفترة طويلة من الزمن دون حدوث تغيرات مهمة وملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية السياسية والثقافية، بينما تعني التنمية الاقتصادية إضافة إلى نمو الناتج القومي الإجمالي حصول تغيرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والديمغرافية وفي التشريعات والأنظمة **[القريشي، 2007، ص.124-125]**.

ويفرق بعض الاقتصاديين بين النمو والتنمية في جوانب عديدة، حيث تؤكد السيدة هيكس **(Mrs Hicks)** بأن التنمية تشير إلى البلدان النامية والنمو يشير إلى البلدان المتقدمة، كما يفرق **(Schumpeter)** بين الاثنين بالقول بأن التنمية هي تغير غير مستمر وفجائي في الحالة المستقرة، بينما النمو هو تغير تدريجي ومستقر في الأمد الطويل، والذي يحدث من خلال الزيادة العامة في معدل الادخار وفي السكان.

وعليه فإن التنمية الاقتصادية هي عملية مقصودة ومخططة تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع بأبعاده المختلفة لتوفير الحياة الكريمة لأفراد المجتمع، فهي أشمل وأعم من النمو إذ أنها تعني النمو زائد التغيير، ويؤكد البروفيسور **(Bonne)** بأن التنمية الاقتصادية تتطلب وتتضمن نوعا من التوجيه والتنظيم والقيادة لتوليد قوى التوسع والمحافظة عليها.

3.1.1 أهداف التنمية الاقتصادية:

إن الأهداف الرئيسية الاقتصادية لبلد ما ترتبط عادة بالمبادئ الأساسية التي يعتنقها ذاك البلد، ولذا فإن أهداف التنمية تعبر بشكل أو بآخر عن طبيعة المرحلة الاقتصادية الذي يمر بها ذلك البلد، كما تعبر عن السياسة الاقتصادية التي ينتهجها وصولا لتحقيق أهدافها الرئيسية، ومن بين هذه الأهداف ما يلي: **[كيكسو، 2002، ص.108]**.

***تحقيق السيادة والاستقلال الاقتصادي**، وتعبر هذه الأهداف عن مرحلة ما بعد الاستقلال السياسي وقد يكون فك الارتباط النقدي بدولة أجنبية في مقدمة هذه الأهداف، وهذا ما استهدفته اقتصاديات دول العالم الثالث في مرحلة ما بعد الاستقلال.

***زيادة الرفاهية الاقتصادية للفرد**، وغالبا ما يتضمن هذا الهدف الرئيسي أهدافا تفصيلية كاستثمار الموارد البشرية، تسخير الموارد الطبيعية واستغلالها، تنويع مصادر الدخل، تعزيز وزيادة فعالية القطاع الخاص ومن بينها الشروع في انتهاج سياسة الخصخصة، دعم وتشجيع المشاريع الصناعية،

زيادة وتنويع الصادرات، العدالة الاجتماعية والمتمثلة في توزيع الدخول، تحسين مستويات المناطق الأقل تقدما، التدريب والعمالة الكاملة، أهداف أخرى محددة.

•**الاكتفاء الذاتي عن العالم الخارجي**، وهذا ما استهدفته معظم اقتصاديات الدول الغربية في مراحل معينة وبشكل خاص فيما يتعلق بالأهداف الإستراتيجية.

•**الانفتاح على العالم الخارجي**، وهذا ما استهدفه الاقتصاد الأمريكي بغرض تحقيق أهداف إستراتيجية بعيدة المدى ومنها العولمة.

4.1.1 مستلزمات التنمية الاقتصادية:

إن التنمية الاقتصادية تتطلب العديد من المستلزمات الضرورية لإنجاز مهامها نعرضها بإيجاز : **[القريشي، 2007، ص.134، 146]**.

•**تراكم رأس المال (Capital Accumulation):** يؤكد جميع الاقتصاديين على الأهمية الكبيرة لتراكم رأس المال في تحقيق التنمية، ويتم تحقيق التراكم في رأس المال من خلال عملية الاستثمار (Investment) والتي تستلزم توفر حجم مناسب من المدخرات الحقيقية (Real Saving) بحيث يتم من خلالها توفير الموارد لأغراض الاستثمار بدلا من توجيهها نحو مجالات الاستهلاك.

•**الموارد البشرية (Human Resources):** إن الموارد البشرية تعني القدرات والمواهب والمهارات والمعارف لدى الأفراد التي تلعب دورا مهما جدا في عملية التنمية، حيث أن الإنسان هو غاية التنمية ووسيلتها في نفس الوقت، بمعنى آخر الهدف النهائي للتنمية هو رفع مستوى معيشة الإنسان وفي نفس الوقت هو الذي يرسم وينفذ عملية التنمية، ومن ثم تتبين أهمية الموارد البشرية في عملية التنمية.

•**الموارد الطبيعية Natural Resources:** تعرف الموارد الطبيعية بأنها العناصر الأصلية التي تمثل هبات الأرض وهي مهمة للتنمية وخصوصا في المرحلة الأولية لها، فكلما ازدادت الموارد الطبيعية في البلد وتم استغلالها بشكل مناسب كلما كان ذلك حافزا وعاملا مساعدا على النمو والتطور ومع ذلك لا تعتبر قيدا على التنمية.

•**التكنولوجيا:** تعرف على أنها المعرفة العملية التي تستند على التجارب وعلى النظرية العلمية التي ترفع من قدرة المجتمع على تطوير أساليب أداء العمليات الإنتاجية والتوصل إلى أساليب جديدة بالنسبة للمجتمع وتحقيق التنمية المنشودة.

2.1 استراتيجيات التنمية الاقتصادية في البلدان العربية:

نتناول مفهوم إستراتيجية التنمية الاقتصادية وأنواعها بصفة عامة، وفي الدول العربية بصفة خاصة.

1.2.1 مفهوم إستراتيجية التنمية:

تعرف الإستراتيجية بأنها مجموعة من العناصر والمرتكزات التي توضح معالم الطريق لتحقيق الأهداف العامة أو القطاعية المرغوب فيها، والأسلوب الذي يحدد كيفية السير في هذا الطريق والذي يتم ضمن إطارها تنفيذ كافة الجهود الإنمائية **[عريقات، 1997، ص.85]**.

لقد اختلف الاقتصاديين بشأن الإستراتيجية الملائمة والواضحة لمسيرة التنمية، فهناك فريقان مختلفان بخصوص إتباع الأسلوب الملائم للتنمية، إذ يؤيد الفريق الأول إستراتيجية النمو غير المتوازن بينما يؤد الآخر إستراتيجية النمو المتوازن، وسنتعرف بإيجاز على رأي الفريقين:

•إستراتيجية النمو المتوازن: يرى هذا الفريق أن يكون برنامج التنمية في الدول شاملا لكافة القطاعات المختلفة كل حسب حاجته وذلك لوجود تشابك بين القطاعات، حيث صاغ الأستاذ نيركسه **Ragnet Nurkse** جوهر فكرة الدفعة القوية أي ضرورة البدء بتنفيذ حجم ضخم من الاستثمارات حتى يمكن التغلب على الركود الاقتصادي للمجتمع المتخلف، والتي قدمها روز نشتين –رودان **P.N Rosenstein** في صيغة جديدة ومتكاملة أخذت تسمية "إستراتيجية النمو المتوازن" ويركز على الحلقة المفرغة التي يخلقها ضيق السوق، الذي يعتبر من أهم العقبات التي تعود بدورها إلى انخفاض مستوى الدخل الفردي الحقيقي الذي يسهم في انخفاض مستوى الإنتاجية.

فالحل لهذه المشكلة عند روزنشتين ونيركسه يتمثل في إقامة صناعات مختلفة في وقت زمني متقارب تكون هذه الصناعات فيما بينها سوقا واسعا وكبيرا بدلا من إنشاء صناعة واحدة داخل الدول النامية.

وإستراتيجية النمو المتوازن تستهدف التركيز على إنتاج السلع الاستهلاكية اللازمة لإشباع حاجات السوق المحلية وليس لغرض التصدير على الأقل في المراحل الأولى، وذلك لعدم قدرة السلع المنتجة على منافسة نظائرها من منتجات الصناعات المتقدمة في وجه صادرات البلاد المتخلفة **[عجمية، ناصف، 2000، ص.121]**.

•إستراتيجية النمو غير المتوازن: يرى أنصار هذه الإستراتيجية أن يكون تركيز من قبل الدولة على قطاع رئيسي ورائد في المجتمع نتيجة لقلة الموارد المالية للاستثمارات في خطط التنمية، والتي ستؤدي بهذا القطاع الرائد إلى جذب القطاعات الأخرى إلى مرحلة النمو المتوازن، وهذا بدوره سيؤدي إلى تحقيق التنمية المنشودة على مستوى كافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعية .

إن أنصار إستراتيجية النمو غير المتوازن يرى أن إتباع هذا الأسلوب هو الأفضل كإستراتيجية ملائمة للدول النامية مما يؤكد اعتراضهم على أسلوب أنصار النمو المتوازن بخصوص الدفعة القوية للاقتصاد الوطني والنمو المتوازن ويركزون على الدفعة القوية للاقتصاد الوطني بحيث تكون في إطار النمو غير المتوازن.

ومن أهم مؤيدي هذه الإستراتيجية ألبرت هيرشمان **Albert Hirshman** وهانز سنجر **Hans Singer** اللذان انتقدا أسلوب النمو المتوازن على الرغم من وجود اتفاق في الرأي في أن عملية التنمية تحتاج إلى دفعة قوية تتمثل في برنامج استثماري كبير وتكامل الاستثمارات مع بعضها البعض.

2.2.1 استراتيجيات التنمية الاقتصادية المتبعة في الدول العربية:

لقد اتبعت الدول العربية كغيرها من الدول النامية إستراتيجية تشجيع الصادرات وإحلال الواردات في تنميتها الاقتصادية، إلا أنه مؤخرا برز توجه ينادي بضرورة الاعتماد على الذات في تحقيق التنمية الاقتصادية والتي تدعى بالتنمية المستقلة وفيما يلي توضيح ذلك:

1.2.2.1 إستراتيجيتا إحلال الواردات وتشجيع الصادرات ودورهما في تحقيق التنمية الاقتصادية:

لقد اتبعت الدول العربية في بداية الأمر إستراتيجية إحلال الواردات، ويعني إحلال الواردات أن تنتج محليا ما كنا نستورد من قبل، ويتم ذلك عن طريق خلق السوق المحلي للصناعة التي تحل محل الواردات وخلق الحماية الكافية لهذه الصناعة، وفي إطار هذه الإستراتيجية نشأت كثير من الصناعات العربية خاصة في مجال الصناعات الاستهلاكية بغرض إنتاج بدائل للمنتجات الصناعية الاستهلاكية التي كانت تستورد من الخارج، مما أدى إلى إشباع السوق المحلية تدريجيا بالمنتجات الاستهلاكية المحلية، وهو بدوره أدى في مرحلة أولى إلى التغلب على ميزان المدفوعات وانخفاض الواردات من السلع الاستهلاكية المصنعة وزيادتها بالنسبة للسلع الوسيطة والإنتاجية إلا أن هذه الإستراتيجية لم تؤدي إلى نتائج إيجابية على مستوى الدول العربية في تصحيح الاختلال في الهياكل الإنتاجية العربية في القطاعات الأخرى .

ومن خلال هذه الإستراتيجية يتضح أنه كان هناك تحيزا بالنسبة لهيكل الحماية للصناعات الاستهلاكية الأساسية وغير الأساسية مع تحرير استيراد السلع الوسيطة وأدوات الأستثمار وهذا لا يقدم حلا سليما للتنمية ولا مخرجا من مشكلة التخلف، فالمطلوب هو أن يكون نمط التصنيع الاستهلاكي متوازنا من حيث خدمته لاحتياجات الطلب الاستهلاكي وهذا ما طالبت به إستراتيجية النمو المتوازن التي تم شرحها سابقا.

بعد أن عجز إستراتيجية إحلال الواردات من تحقيق أهداف التنمية في الدول العربية لجأت هذه الأخيرة إلى إقامة صناعات يخصص إنتاجها للتصدير دون استبعاد استهلاك جزء منه في السوق المحلية وعرفت "**بإستراتيجية تشجيع والصادرات أو إستراتجية بناء الصناعات للتصدير**".

ويتمثل الهدف الظاهر من إتباع هذه الإستراتيجية في التغلب على مشاكل عجز موازين المدفوعات بالنسبة لبعض الدول العربية، وتجنب الاعتماد على تصدير المواد الأولية أو على مصدر واحد للدخل، وضرورة بناء هيكل صناعي بالاستفادة من الموارد النقدية المتوفرة بالنسبة للدول العربية المنتجة للنفط **[عريقات، 1997، ص.92]**.

وقد اتخذت في هذا السبيل إجراءات عدة مثل: إقامة المناطق الحرة، إصدار قوانين تشجيع الاستثمار الأجنبي، إنشاء مشاريع مشتركة بين رؤوس الأموال العربية والشركات الدولية خاصة في مجالات تحرير البترول وصناعة الحديد والصلب...، وبدت المشاركة في هذه الحالات ضرورة للحصول على الخبرات الفنية لهذه الشركات في التصميم والإنتاج...الخ.

ويترتب على إتباع هذه الإستراتيجية تعميق التبعية للخارج، وتتمثل في التبعية التكنولوجية التي تستخدمها وتحددها الشركات الأجنبية وارتباط تسويق المنتجات المصدرة بوضع السوق الخارجية هذا من جهة، وحدوث ازدواجية في الهيكل الإنتاجي من جهة أخرى، أي وجود قطاع متقدم تكنولوجيا ترتفع فيه الإنتاجية هو قطاع التصدير، وقطاع يعاني من انخفاض الإنتاجية وهو القطاع الموجه لإشباع الحاجات الداخلية.

2.2.2.1 إستراتيجية التنمية المستقلة (التوجه الداخلي أو الاعتماد على الذات):

بعد فشل إستراتيجيتا إحلال الواردات وتشجيع الصادرات في تحقيق أهدافها المرسومة في إحداث تنمية اقتصادية فعالة والقضاء على التخلف، وتقليل التبعية للعالم الخارجي مع إخفاقها في إحداث التغيرات الهيكلية المطلوبة في اقتصاديات الدول العربية الذي أدى إلى بقاء الإنتاجية منخفضة ومستويات البطالة مرتفعة كما لم تتوسع أسواقها الداخلية، ظهرت الحاجة الملحة للبحث عن إستراتيجية للتصنيع في الدول العربية تحقق أهداف إستراتيجية التنمية الاقتصادية العربية من أجل الارتقاء بالإنسان العربي ومواجهة التحديات التي تواجه اقتصاديات الدول العربية.

ونتيجة التفكير في إيجاد إستراتيجية بديلة للتنمية تنطلق من الاعتماد على الذات، وذلك كرد على محاولة البلدان الرأسمالية المتقدمة بفرض سيطرتها على البلدان النامية عامة والعربية خاصة برز مفهوم اصطلح عليه "إستراتيجية التنمية المستقلة"، والتي اتفقت غالبية الكتابات الاقتصاديين على أنها تتمثل في اعتماد المجتمع على نفسه وتطوير قدرات أفراده مع إعطاء الأولوية لتعبئة الموارد المحلية وتصنيع المعدات الإنتاجية وبناء قاعدة علمية وتكنولوجية محلية بكل مقتضياتها **[القريشي، 2007، ص.181]**.

ولا يعني الاعتماد على الذات الانغلاق والعزلة عن العالم الخارجي، إذ تتحدد العلاقة مع العالم الخارجي انطلاقا من مصلحة الدولة وظروف سوقها المحلية واحتياجاتها الفعلية والتغيرات الهيكلية التي تستلزمها عملية التنمية، وبهذا يتحقق في الوقت نفسه الاستقلال السياسي والاقتصادي للدول العربية من ناحية، والحفاظ من هذا المنطلق على علاقة متوازنة مع العالم الخارجي من ناحية أخرى.

ويتطلب تطبيق إستراتيجية التوجه الداخلي (التنمية المستقلة) بالنسبة للعالم العربي توافر شروط أساسية هي:

* **تقليل التبعية تدريجيا للعالم الخارجي:** وذلك عن طريق تحقيق الآتي:

– حصر الموارد العربية وتحريرها من السيطرة الأجنبية أي السيطرة الفعلية على عمليات الإنتاج والتسويق والتسعير والتمويل والإدارة،

– تحقيق الأمن الغذائي حيث يعتبر بمثابة دور العالم العربي في التقسيم الدولي، وهذا يتطلب بالضرورة إتباع نوع من التخصص وتقسيم العمل بين الدول العربية وإحداث نوع من التكامل العربي،

– إقامة قاعدة تكنولوجية عربية.

• **توسيع السوق:** يشكل ضيق السوق عقبة رئيسية أمام التنمية الصناعية العربية، وينطوي توسيع السوق على تحقيق ما يلي:

-تعبئة الموارد المالية عن طريق تحقيق الفائض الاقتصادي المتمثل بين الإنتاج والاستهلاك في كل دولة عربية.

-إزالة الفوارق بين الريف والحضر.

-جعل السوق الوطنية متكاملة مع أسواق أخرى.

• **زيادة الإنتاج والإنتاجية:** ويتحقق ذلك بزيادة عددية وكيفية للقوى العاملة، والاستفادة الكاملة من القوى البشرية وتكوينها، واتخاذ الإجراءات اللازمة لوقف نزيف القوى العاملة العربية إلى خارج الوطن العربي.

2. نمو أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية في البلدان العربية:

نركز في هذا المطلب على عرض أهم الدراسات التي تناولت العلاقة بين نمو أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية عامة، وفي الدول العربية خاصة.

1.2 العلاقة بين نمو أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية:

لم يصل الأدب الاقتصادي إلى اتفاق تام حول دور تنمية أسواق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية، فلا يزال الجدل النظري دائر بين معارض ومؤيد حيث يشكك المعارضون في أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه أسواق رأس المال في عملية التنمية إلى الحد الذي وصفها بعضهم بأنها لا تعدو أن تكون مجالا للمقامرة، وقد أكد ماير (**Mayer,1988**) على أن وجود سوق متسع لرأس المال قد لا يمثل بالضرورة مصدرا من مصادر التمويل المؤسسي.

كما أشار **Stiglitz** (1985-1994) إلى أن سيولة الأسواق المالية قد تمثل عاملا محبطا لما قد يترتب عليها ضعف في الرقابة على إدارة الشركات نتيجة لتسهيلها عملية تخلص أي فرد من حصته في الشركة.

وقد رأى كل من دفيرو وسميث (**Devereux & Smith,1994**) أن الزيادة في توزيع المخاطر عبر أسواق رأس المال يمكن أن تؤدي إلى تخفيض معدلات الادخار، وبالتالي معدلات النمو الاقتصادي.

ويرى آخرون أن التقلبات الشديدة في بعض الأسواق ولاسيما تلك الناجمة عن تقلبات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (**Hot Mones**) أو المضاربة قد تعوق الاستثمارات وتضر الاقتصاديات الوطنية.

وعلى الجانب الآخر، يوجد فريق يؤيد أسواق رأس المال في دفع عجلة النمو، حيث وجد كينج (**King, 1993**) ارتباطا طرديا قويا بين الزيادة السنوية المتوسطة لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي والمستوى المتوسط لتنمية القطاع المالي خلال الفترة (1960-1976) [**التركيبي، خطيب، 2002، ص.49**].

كما أكدت الدراسات التطبيقية الحديثة على العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق رأس المال بمعدلات النمو الاقتصادي، ومن بين هذه الدراسات تلك التي قامت بها كل من روس ليفين وسارة زيرفوس (Ross levine & sara zevos, 1996) خلال الفترة (1976-1993) في عينه شملت 39 دولة وتم استخدام مؤشرات (معدل القيمة السوقية، معدل القيمة المتبادلة، معدل الدوران، درجة اندماج أسواق رأس المال، درجة للدلالة على درجة نمو أسواق رأس المال، وتم استخدام كل من (معدل نمو الدخل المتوسط، معدل نمو رأس المال المادي، نسبة المدخرات الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الإنتاجية) للدلالة على معدل النمو الاقتصادي، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط قوية بين معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدلات النمو المستقبلية، تراكم رأس المال، نمو الإنتاجية.

ومما سبق يمكننا القول أن هناك علاقة وثيقة تربط معدل النمو الاقتصادي بدرجة السيولة المحققة في سوق رأس المال، بينما لا يمثل كل من حجم السوق ودرجة التقلب مؤشرات قوية على تحقيق معدلات النمو المستقبلية ولا بتحسن الإنتاجية أو بمعدلات الادخار الخاصة بينما يرتبط إيجابيا بتراكم رأس المال.

وعلى أي حال فإن هذه الدراسة لم تجد أي دليل على التأثير السلبي لكل من السيولة والاندماج على معدلات الادخار والنمو، وتبدو هذه النتيجة متسقة مع وجهات النظر التي ترى في ارتفاع درجة السيولة وسيلة كفئة لتخصيص الموارد وتكوين رأس المال، وبالتالي تحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي.

إلى جانب ذلك تمارس أسواق الأوراق المالية تأثيرها على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على القرارات التمويلية للشركات، وتوضح دراسة حديثة قام بها **Makshmavic & Demirguc-Kunt(1996)** لبحث تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على الخيارات التمويلية للشركات في عدد 30 دولة صناعية ونامية خلال الفترة 1980-1991.

وخلصت الدراسة أعلاه إلى أن تأثير تنمية سوق الأوراق المالية على "نسب المديونية/حقوق الملكية" (نسب الرفع المالي) تعتمد على المستوى المبدئي لتنمية سوق الأوراق المالية، إذ تزيد نسب الرفع المالي في الشركات الكبرى في الدول التي تتوفر على أسواق غير متطورة، ثم تبدأ تنخفض تدريجيا عندما تبدأ أسواقها في التطور على العكس بالنسبة للشركات التي تتواجد في الدول التي تتوافر على أسواق متطورة فإن المزيد من التنمية في تلك الأسواق يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون، ومن ثم تنخفض نسبة الديون إلى حقوق الملكية مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

وبصفة عامة نستطيع القول أن أسواق رأس المال تقوم بدفع عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي من خلال قيامها بعدد من الوظائف سبق ذكرها في الفصل الأول من هذا البحث أهمها تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد ومتابعة أداء الشركات وتوفير المعلومات.

2.2 أداء السوق المالي وقطاع البنوك وعلاقته بالنمو الاقتصادي في البلاد العربية:

استمر الاقتصاديون ومنذ زمن بعيد **(Baghor 1873 & schumpeter 1912)** في اعتبار القطاع المالي والمصرفي كأحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية، وذلك نظرا لدوره في التعرف على المشروعات الإنتاجية الناجحة وتمويلها.

ويلاحظ في السنوات الأخيرة تزايد الاهتمام بدور أسواق المال كعامل رئيسي في التنمية وذلك من خلال نماذج الاقتصاد القياسي النظرية التي تم اقتراحها واستخدامها في هذا السياق.

كما يلاحظ أن غالبية البحوث في هذا المجال قد ركزت على دراسة مجموعات من الدول المتقدمة ولم تحظى الأسواق الناشئة بصفة عامة إلا بالقليل من التحليل والأسواق العربية خاصة، إلا أنه ولمعرفة العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية في الدول العربية كان لا بد أن نعرض دراسة تطبيقية على مجموعة مختارة من الدول العربية **[علي ضو، 2001، ص.181-203]**.

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تقييم دور تنمية الأسواق المالية العربية مقاسه بمؤشرات حجم تلك الأسواق ومؤشرات درجة سيولتها، وتقييم دور تطوير الجهاز المصرفي مقاسا بمؤشرات إقراض البنوك للقطاع الخاص ومؤشرات أصول ومدخرات البنوك في الدول العربية، واختبار العلاقة بين هذه المؤشرات ومعدل النمو الاقتصادي خلال السنوات الأخيرة.

تم تحليل تغيرات الأسواق المالية والقطاع المصرفي بالنسبة لمجموعة مكونة من 12 دولة عربية، كما تمت مقارنة أداء هذه المجموعة مع مجموعة من دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية مكونة من 17 دولة وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار مدى الارتباط بين معدل نمو الدخل الحقيقي للفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وسبعة من المتغيرات المستقلة، تمثل المتغيرات مجموعة من مؤشرات القطاع الحقيقي التي تقيس تراكم رأس المال ورأس المال البشري، كما قامت باختبار العلاقة بين هذه المجموعة من المؤشرات المستقلة ومعدلات نمو القطاعات الرئيسية الثلاثة (قطاع السلع، قطاع التوزيع، قطاع الخدمات) في الاقتصاديات المعنية.

وتوضح نتائج التحليل أن الأسواق المالية وقطاع البنوك في الدول العربية يعتبر صغيرا وأقل نشاطا بالمقارنة مع دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

كما يوضح التحليل أيضا وجود علاقة ارتباط قوية بين أسواق المال وأنظمة البنوك ومعدل نمو الاقتصاد لكنها أقوى بين مؤشرات أسواق المال والنمو الاقتصادي مقارنة بعلاقة تطوير البنوك بالنمو، ومع ذلك فإنه لا يمكن تطوير أسواق المال وعملها بطريقة جيدة دون تطوير البنوك ووجود نظام جيد للبنوك، وهذا يرجع إلى أن أسواق المال والأصول تكمل بعضها البعض، وهذا التكامل والتفاعل بين الآليات المختلفة لهذه الجهات هو الذي يؤثر على النمو الاقتصادي.

إضافة إلى ما سبق تعتبر أهمية سيولة الأسواق في عملية التنمية الاقتصادية من النتائج الهامة في هذه الدراسة، وتعكس تلك النتيجة أنه لا يكفي أن يوجد في البلد سوق مالي بل أن يكون ذا سيولة كافية ليكون فعالا.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن الأسواق المالية وقطاعات البنوك قد تطورت خلال العقد الماضي في الدول العربية إلا أنها لا تزال صغيرة الحجم وقليلة النشاط نسبيا، ومن الواجب معرفة الأسباب الكامنة وراء ذلك الأداء المتواضع واقتراح الاتجاهات المناسبة للسياسات الاقتصادية لتحسينه واجتذاب كميات من رؤوس الأموال المحلية والإقليمية والخارجية والاستفادة منها.

وما يمكن الخروج به في هذا المبحث أن العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية معظمها مقولات نظرية وإن تضمنت إشارة إلى بعض الدراسات التطبيقية فهي في واقع الحال لم تقدم جديدا لمصممي السياسات ومتخذي القرارات الاقتصادية ومع ذلك نقدم الملاحظات التالية:

1- معظم أدبيات التمويل والنمو في السنوات الأخيرة تركز على مسألة السببية من التنمية المالية إلى النمو، ومع ذلك فإن المسألة لم تحسم بعد.

2- مقاييس التنمية المالية مازالت نسب إحصائية لبيانات متوفرة لا تعكس ماهية التنمية المالية ولو نظريا، فكيف سيكون ذلك عمليا؟

3- كيف يؤثر التمويل على النمو، هل من خلال البنوك أو السندات أو الأسهم ؟

4- في ظل العولمة وتكامل الأسواق المالية وحرية تدفق الأموال، كم هي أهمية الأجزاء المختلفة للقطاع المالي لنمو التنمية ؟

5- الأدبيات الحديثة حول النمو الاقتصادي تشير إلى أهمية رأس المال الاجتماعي، أي الشفافية والمساءلة وإدارة الحكم الجيد، فهل هذه مهمة أيضا للتنمية المالية ؟

IV.أهمية سوق رأس المال كسوق تمويلية فـي الاقتصاد الجزائري:

تعتبر الجزائر من بين الدول العربية التي أولت اهتماما بإنشاء سوق لرأس المال وهذا بدخولها في إصلاحات اقتصادية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق الذي يولي اهتماما بالغا للقطاع الخاص، ورغبة في تنويع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني.

1. نشأة السوق المالية في الجزائر:

قبل التطرق إلى مراحل نشأة السوق المالية سنلقي نظرة وجيزة علـى واقـع النظـام التمـويلي والاقتصادي قبل وبعد الإصلاحات.

1.1 معالم النظام الاقتصادي والتمويلي قبل الإصلاحات:

نتعرف على معالم النظام الاقتصادي والتمويلي قبل الإصلاحات من خلال العناصر التالية:

1.1.1 سمات النظام الإقتصادي قبل الإصلاحات: اتبعت الجزائر بعد الاستقلال المنهج الاشتراكي، وقد كان أهم محاور هذا النموذج التخطيط المركزي للاقتصاد، وفي إطار التخطيط الـشامل كـان لكـل مؤسسة مخططها الخاص، فقد كانت السلطات المركزية تحدد مشترياتها من وسائل الإنتاج والمـوارد التمويلية وكذا توزيع الإنتاج أما الأجور فكانت محددة وفق سلم وطني، وأغلبية الأسعار كانت محـددة قانونيا. كما كان الطلب الإجمالي يدعم من خلال نفقات الاستهلاك والتوسع النقدي الكبيرين النـاتجين أساسا على تمويل المؤسسات العمومية من طرف البنوك التجارية وكذا التغطية النقدية للعجز الكبيـر في الميزانية.

2.1.1 خصائص الجهاز المصرفي ومكانته في تمويل الاقتصاد قبل الإصلاحات: لقد ورثت الجزائـر غداة الاستقلال نظاما مصرفيا تابعا للأجنبي، وقائم على أساس المنهج الليبرالي ونـتج عـن خـروج المستعمر أثار كان من شأنها أن تشل الاقتصاد الجزائري وخاصة مع رفض البنك الأجنبـي تمويـل الاقتصاد الجزائري الذي اختار النهج الاشتراكي، الأمر الذي أدى بالإسراع إلى إنشاء بنك مركـزي والخزينة الجزائرية ليقوما بدور تمويل القطاعات الاقتصادية الحساسة (القطاع الزراعـي والنـاعي)، ونتيجة لذلك ظهر نظامين مصرفيين، واحد قائم على أساس ليبرالي والآخر قائم على أساس اشتراكي تابع للدول [بلعزوز ، 2004، ص. 172].

وفي 1 نوفمبر 1967 تمت استقلالية النظام المصرفي الجزائري بصورة نهائية عن التبعية إلى الخارج وتم سحب كل اعتمادات المصارف الأجنبية، ومن ثم تمت السيطرة على المبادلات الخارجيـة واحتكار المصارف العمومية الجزائرية لكل عمليات الصرف والاقتراض، وفي نفس السنة تم إنـشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط الذي احتكر فيما بعد تمويل الإسـكان فـي الجزائـر، إذ يعتبـر المؤسسة المالية الوحيدة التي تقدم القروض العقارية بأسعار فائدة تفضيلية لحائزي حـسابات التـوفير [ألونزرو جامو وآخرون ، 1998، ص.99].

لقد حمل الإصلاح المالي والمصرفي (1970-1971) رؤية لعلاقات التمويل وحـدد أيـضا طرق تمويل الاستثمارات العمومية المخططة وهذه الطرق هي: [لطرش، 2004، ص. 181- 182]

• قروض بنكية متوسطة الأجل تتم بواسطة إصدار سندات قابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي.

• قروض طويلة الأجل ممنوحة من طرف مؤسسات مالية متخصصة مثل البنك الجزائري للتنمية، وتتمثل مصادر هذه القروض في الإيرادات الجبائية وموارد الإدخارات المعبأة من طرف الخزينة والتي منح أمر تسييرها إلى هذه المؤسسات المتخصصة.

• التمويل عن طريق القروض الخارجية المكتتبة من طرف الخزينة والبنوك الأولية والمؤسسات.

ومع انطلاق الإصلاحات الهيكلية للقطاع الاقتصادي مع بداية الثمانينات حيث تم تغيير نظام اتخاذ القرار المركزي إلى نظام لا مركزي، والذي أدى بدوره إلى بعض التغيير في القطاع المالي فأصبح النظام المصرفي يضم خمسة بنوك تجارية، ولكن هذا لم يحدث أي تغيير فيما يتعلق بالدور الحقيقي لوظائف المصارف.

3.1.1 واقع السوق المالية في الجزائر: لقد كانت الأسواق المالية خلال تلك الفترة منعدمة تماما وهذا نظرا للنمط التمويلي التي انتهجته الجزائر غداة الاستقلال المبني على أساس اقتصاد الاستدانة، والذي أساسه التمويل غير المباشر للاقتصاد على غرار بعض الدول المجاورة التي ظهرت بها البورصات مبكرا كتونس عام 1969.

1. 2 الإصلاحات الاقتصادية وموقع السوق المالية فيها:

1.2.1 المرحلة الأولى من الإصلاحات الاقتصادية: بسبب الأزمة التي حلت بالاقتصاد الوطني سنة 1986 (أزمة البترول)، وما نتج عنها من اختلافات عميقة على مستوى مؤشرات التوازنات الاقتصادية الكلية كان لزاما على السلطات الجزائرية الإسراع في الإصلاحات على مختلف القطاعات والمستويات الاقتصادية، والتوجه نحو اقتصاد يقوم على أسس وقواعد السوق، ومن بين هذه الإجراءات:

•إصدار قانون بنكي جديد وتقليص دور الخزينة في تمويل الاستثمارات: بموجب القانون رقم 86-12 الصادر في 19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض، تم إدخال إصلاح جذري على الوظيفة البنكية وبموجبه:

- استعاد البنك المركزي دوره كبنك للبنوك وقيامه بالمهام التقليدية وإن كانت في أحيان كثيرة مقيدة.
- الفصل بين البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض وبين نشاطات البنوك التجارية.
- استعادت مؤسسات التمويل دورها داخل نظام التمويل من خلال تعبئة الادخار وتوزيع القروض في إطار المخطط الوطني للقرض.
- تقليل دور الخزينة في نظام التمويل وتغييب مركزة الموارد المالية بإشراك الجهاز المصرفي في توفيرها.
- إنشاء هيئات رقابة على النظام البنكي وهيئات استشارية أخرى.

إلا أنه بعدما اتضح أن قانون 86-12 غير ملائم، إذ لم يستطع التكيف مع الإصلاحات التي قامت بها السلطات العمومية سنة 1988، وفي هذا الإطار بالذات جاء القانون رقم 88-01 المعدل والمتمم للقانون رقم 86- 12، وكنتيجة فإن الإصلاحات الاقتصادية والمالية عرفت مرحلة نوعية هامة سنة 1988، فهذا القانون يعتبر مؤسسات القرض هي مؤسسات عمومية اقتصادية، وهذا ما يدرج البنوك ضمن دائرة المتاجرة لتحفيزها قصد النظر في علاقتها مع المؤسسات العمومية الاقتصادية التي تحددها القواعد التقليدية، كما يسمح هذا القانون لمؤسسات القرض والمؤسسات المالية باللجوء إلى القروض متوسطة الأجل في السوق الداخلية والسوق الخارجية، وفي نفس الوقت ألغى التوطين الإجباري الوحيد، كما تخلت الخزينة العامة عن تمويل استثمارات المؤسسات العمومية الاقتصادية ليوكل للنظام المصرفي، ومن هنا يمكن القول أن استقلالية البنوك بصفتها مؤسسات اقتصادية عمومية قد تمت فعلا في سنة 1988.

•إعادة الاعتبار لدور المؤسسة: بموجب القانون رقم 88-01 الصادر في 12 جانفي تم وضع الإطار القانوني الذي يسمح للمؤسسة بالعمل وفق قواعد جديدة، وأن تلعب دورها ككيان اقتصادي مهمته الرئيسية هو إنتاج الثروات وتكريس القواعد التجارية في نشاطاتها.

• قانون النقد والقرض (90-10) وإصلاح القطاع المالي: حدثت نقطة تحول في عام 1990 بعد إصدار قانون النقد والائتمان الذي نص على ما يلي :**[أونزرو جامو وآخرون، 1998، ص.57]**

- منح البنك المركزي استقلالية عن وزارة المالية وتكليفه بتسيير السياسة النقدية وسمي "بنك الجزائر".
- إنشاء مجلس النقد والائتمان الذي كان بمثابة السلطة النقدية المسئولة عن صياغة سياسات الائتمان والنقد الأجنبي والدين الخارجي والسياسات النقدية.
- تطبيق قواعد تتسم بالشفافية وتحكم العلاقة بين الخزانة والنظام المالي.
- إرساء قواعد توحيد المعاملة بين المؤسسات الخاصة والعامة بالنسبة لإمكانية الحصول على الائتمان وإعادة التمويل من البنك المركزي وأسعار الفائدة، بينما أصبحت الأوراق المالية من القطاعين تخضع لنفس معايير الأهلية.

ومنه فإن القروض الممنوحة من قبل البنوك أصبحت محددة وتتوقف على استشارة البنك المركزي، فصرامة مؤشرات رقابة البنوك (النسب وسعر الخصم) والدور الجديد الذي أصبحت تؤديه مؤسسات القرض الذي أصبح يعتمد على التجارة وانسحاب الخزينة من عملية تمويل الاستثمارات المنتجة، أدت بالبحث عن مصدر تمويلي جديد ممثلا في السوق المالية بغية تنويع مصادر تمويل الأعوان الاقتصاديين وخاصة المؤسسات وتحقيق تنمية اقتصادية فعالة.

1. 2. 2 برامج الإصلاح الاقتصادي مع مؤسسات النقد الدولية: عندما يحدث الاختلال في ميزان المدفوعات ومع استمرار هذا الاختلال تفقد الدولة جدارتها الائتمانية، ومن ثم يفرض عليها الإصلاح الاقتصادي، وذلك بتدخل مؤسسات النقد الدولية أو التنسيق معها على أقل تقدير، ومن

بين الدول التي وصلت لتلك الوضعية الجزائر وفيما يلي برامج التي نفذتها الجزائر مع مؤسسات النقد الدولية.

* **اتفاقية الاستعداد الائتماني (الأول في ماي 1989 و الثاني في1991):** للحصول على القروض والمساعدات وقعت الجزائر اتفاقيتين مع مؤسسات النقد الدولية، الأولى في ماي 1989 والثانية في جوان 1991 وكان الاتفاق يهدف إلى منح القروض ومساعدات من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ضمن شروط تهدف في مجملها إلى تحرير الاقتصاد الجزائري وتوجيهه نحو اقتصاد السوق (تحرير التجارة الخارجية، تحرير الأسعار، تقليص تدخل الدولة، تخفيض الدينار...)، رغم كل هذه المصاعب فقد استطاعت الجزائر أن تنفذ جزء كبيرا من البرنامج، إلا أن الاختلالات الاقتصادية في بداية 1994 زادت عمقا وحدة أمام تدهور أسعار البترول، كما زاد القيد المالي شدة إلى أن وصل الاقتصاد الجزائري إلى حالة انسداد، فوجب على السلطات القيام بإصلاح هيكلي عميق وذلك بتسطير برنامج التعديل الهيكلي الذي لقي قبولا من طرف صندوق النقد الدولي يمتد على فترة أربع (4) سنوات.

* **برنامج التعديل والتثبيت الهيكلي:** بعد فشل الاتفاقيتين السابقتين مع مؤسسات النقد الدولية وتحت ضغط الأزمة الاقتصادية والمالية، كانت السلطات الجزائرية مرغمة باللجوء مرة ثالثة إلى صندوق النقد الدولي والبنك العالمي لإبرام الاتفاقية في إطار برنامج الاتفاق الموسع أو ما يسمى ببرنامج التعديل الهيكلي الذي تنفذ على مرحلتين:

- **المرحلة الأولى**، مرحلة التثبيت الهيكلي من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، وعلى إثر الاتفاق تحصل الجزائر على قروض ومساعدات مشروطة بالإضافة إلى إعادة جدولة ديونها الخارجية مع نادي باريس ولندن، ومن بين أهداف هذا البرنامج: الحد من توسع الكتلة النقدية (M_2)، تخفيض قيمة الدينار، تحقيق نمو مستقر ومقبول في الناتج المحلي الخام 3% سنة 1994، 6% سنة 1995، تحرير معدلات الفائدة المدينة مع رفع معدلات الفائدة الدائنة على الادخار، جعل معدل تدخل البنك الجزائري في السوق النقدية عند 20% ، تحرير التجار ة الخارجية، رفع احتياطات الصرف.

- **وافق صندوق النقد الدولي على اتفاق القرض الموسع مع الجزائر**، الممتد خلال فترة (1995-1998) وذلك بعد نهاية برنامج التثبيت الممتد من 1994 إلى ماي 1995 بشكل مرض، كما ينص الاتفاق على إعادة جدولة ثانية للقروض المتوسطة والطويلة الأجل مع نادي باريس ولندن، والهدف الأساسي لبرنامج التعديل الهيكلي (1995- 1998) هو إعادة الاستقرار النقدي لتخطي مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق بأقل تكاليف، وللوصول إلى ذلك نجد من بين أهداف الاتفاق الأساسية التحضير لإنشاء سوق للأوراق المالية (القيم المنقولة) بإنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

1. 3 دوافع ومراحل نشأة سوق مالية في الجزائر

1. 3. 1 دوافع إنشاء سوق مالية في الجزائر: في ظل الظروف السابقة الذكر أصبحت عملية إدراج السوق المالية ضرورة من أي وقت سابق، فصحة ونجاح المؤسسات العمومية والخاصة مرتبطة

إصدارها، وكذا المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ بتاريخ 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المنقولة. وبموجب هذين المرسومين التشريعين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة. وقد كان الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة ما بين عامي 1996و 1998

وبعد تلك المراسيم تم اختيار أربعة شركات عمومية لإدراجها في البورصة، وهي شركة رياض سطيف، مجمع صيدال، مؤسسة التسيير السياحي الأوراسي ومؤسسة سونطراك، ولقد استمرت عملية تحضير وتقييم الشركات لمدة سنة تقريبا وانتهت هذه المرحلة بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات وطرحها في السوق كمرحلة أولى.

• **المرحلة الثانية(ما بعد 1998):** مثلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر **[وصاف، عاشور، 2006، ص.9]**، حيث تم القيام بتسعير سهم صيدال أما فيما يخص السندات فلقد تم تسعير سند سونطراك شهر أكتوبر 1999.

2. تنظيم وآلية سير بورصة الجزائر.

إن التعرف على كيفية تنظيم وآلية عمل بورصة الجزائر يتم من خلال إبراز هياكلها، شروط تسجيل الشركات في بورصة الجزائر، وكذا طريقة عمل بورصة الجزائر ونوضحها فيما يلي:

2. 1 هياكل بورصة الجزائر

تتكون بورصة الجزائر من ثلاث هياكل أساسية، حددها المشرع ضمن أحكام المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وكذا القانون رقم 04- 03 المعدل والمتمم للمرسوم السابق والصادر في 17 فيفري 2003، وتتمثل فيما يلي:

2. 1. 1 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) *

• **نشأتها:** تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، قد أدخلت تعديلات عليه من خلال قانون رقم 04- 03 ،وهي تعتبر أهم هيئة في بورصة القيم المنقولة بالجزائر إذ أنها تشكل السلطة الإدارية والمالية.

• **تنظيمها:** تتكون هذه اللجنة حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10من رئيس دائم يعين لمدة أربع سنوات عن طريق مرسوم تنفيذي من مجلس الحكومة، وباقتراح من وزارة المالية، وأعضاء غير دائمين فيتم تعيينهم لمدة 4 سنوات وهذا حسب كفاءتهم وخبرتهم، حسب التوزيع التالي **[حسين، 2004 ص.223]:**

* Commission d'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse

- قاض يقترحه وزير العدل
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية،
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالمالية،
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة،
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وبعد صدور القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم الأسبق أصبحت اللجنة تتكون من رئيس اللجنة وستة أعضاء وهم: **[حسين، 2004، ص.224]**

- قاض يقترحه وزير العدل،
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،
- عضوان يختاران من بين مسئولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة،
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسباها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي،

وتنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.

• **وظائف COSOB:** تقوم هذه اللجنة بأداء ثلاثة وظائف أساسية هي:

-**الوظيفة التنظيمية:** وتتمثل أساسا في نشاطات البورصة خاصة المتعلقة بشروط تحقيق عمليات البورصة، وذلك بوضع تنظيمات قانونية تتعلق أساسا بشروط قبول اعتماد الوسطاء وتحديد القواعد المهنية المطبقة على هؤلاء الوسطاء، بالإضافة إلى الالتزام بنشر المعلومات الكافية فيما يخص إصدار القيم المنقولة عن طريق الإعلان العام للادخار لكافة الجمهور، ووضع شروط قبول القيم المنقولة في البورصة والتفاوض عليها، إلى جانب تسيير محفظة الأوراق المالية و العروض العمومية للبيع أو الشراء للقيم المنقولة

•**وظيفة الحراسة والمراقبة:** وتتجلى هذه الوظيفة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من خلال قيامها بعملية المراقبة والحرص على تطبيق الإجراءات القانونية والتنظيمية، كما تقوم بضمان السير الحسن لنشاط البورصة، وذلك عن طريق مراقبة نشاط العاملين بها وكذا مدى مصداقية وشفافية المعلومات المالية المنشورة. وتتم ممارستها عن طريق القيام بالتحقق من احترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء،والتزام الشركات التي تقوم باللجوء العلني للادخار بالإعلام الواسع للجمهور**[بوراس، 2003/2002، ص.142].**

• **الوظيفة التأديبية:** توجد ضمن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة غرفة تأديب وتحكيم تتألف من رئيس اللجنة منتخب من بين أعضاء اللجنة وقاضيين يتم تعيينهما من طرف وزارة العدل، حيث أنه يمكن لأعضاء هذه الغرفة التدخل بين الوسطاء في عمليات البورصة من جهة، وبين الوسطاء والشركاء المصدرة وزبائنهم من جهة أخرى.

ويتم اللجوء إلى تحكيم هذه الغرفة لحل النزاعات القائمة بين هؤلاء الأطراف بهدف الإسراع في خفض النزاعات، والحفاظ على الأسرار المهنية وأن لهذه اللجنة الأهلية في تسوية أي إخلال في الالتزامات المهنية والأخلاقية للوسطاء وكذا كل مخالفة للنصوص التشريعية.

2. 1. 2 شركة إدارة بورصة القيم المنقولة: تأسست شركة إدارة بورصة القيم المنقولة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93- 10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، فمنذ أن أنشئت في 25 ماي 1995 وهي تهتم بالتنسيق والربط بين التنظيمات العملية والتقنية الضرورية للصفات الخاصة بالقيم المنقولة بهدف السماح بفتح رأس مال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل شركات أسهم والتصرف بكمية من أصول هذه الشركات إلى جانب ضمان التمويل المباشر للاستثمارات عن طريق الادخار العام الوطني والتصرف في وسيلة تمتاز بالسيولة لادخار المستثمرين لأجل طويل.

ويقوم بتسييرها مدير عام وعدة مسيرين رئيسيين يتم تعيينهم من طرف COSOB وبموافقة وزير المالية، وذلك وفقا للقانون رقم 03- 04 الصادر في 17 فيفري 2003.

وتتلخص مهام شركة إدارة بورصة القيم كما تحددها المادة من المرسوم التشريعي 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993 في ما يلي:

- التنظيم العلمي للدخول في بورصة القيم المنقولة،
- التنظيم المادي لجلسات البورصة وتسيير نظام التداول ووضع لائحة الأسعار،
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات في البورصة وتحرير تقرير رسمي بلائحة الأسعار.

2. 1. 3. الوسطاء في عمليات البورصة: ينص القانون على أن الصفقات في البورصة تقوم على أساس الاحتكار المباح للأشخاص الطبيعية والمعنوية المتمثلة في شركات المساهمة المختصة، لهذا الغرض هؤلاء الأشخاص الطبيعية والمعنوية موضوعة تحت تصرف الترخيص الذي يمنح لها من طرف الهيئة المسؤولة عن التنظيم، والذي يمثل السلطات العمومية بالنظر إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فإن الوسطاء مؤهلين لاستقبال ولتنفيذ أوامر البورصة لحساب زبائنهم أو لحساب الحوافظ المالية للقيم المنقولة.

إن عملية التفاوض على القيم المنقولة في البورصة لا تتم إلا من خلال وسطاء المعتمدين فيها، وحتى يتم اعتماد الوسطاء و قيامهم بوظائفهم[1] يجب أن يقدموا ضمانات كافية لذلك نوجزها فيما يلي:

- التوفر على رأس المال يحدد من طرف COSOB،
- التوفر على تنظيم وإمكانيات تقنية تناسب نشاطهم،
- التوفر على مستخدمين شرفاء ملزمون بالحفاظ على سر المهنة وكذا يتوفرون على الكفاءة اللازمة.

4.1.2 المؤتمن المركزي على السندات: في إطار عصرنة السوق المالية الجزائرية، ونظرا للدور الذي يلعبه المؤتمن المركزي على السندات في تعزيز أمن السوق وضح القانون رقم 03- 04 مؤرخ في 17 فبراير 2003 من خلال المادة 19 مكرر 2 أن وظائف المؤتمن المركزي على السندات

[1] نفس الوظائف التي تم التطرق إليها بشيء من التفصيل في الفصل الأول.

تمارس من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم، ويخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمن المركزي على السندات إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. وتتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات التي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،
- الترقيم القانوني للسندات،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

كما أشارت المادة 19 مكرر 03 من القانون أعلاه أن رأس مال المؤتمن المركزي على السندات المقدر مبلغه 65 مليون دينار من مساهمات مؤسسية، وهم البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/ بنك، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير الفندقي الأوراسي، مؤسسة الرياض-سطيف.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، لا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات إلا لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، والشركات المصدرة للسندات، والوسطاء في عملية البورصة.وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

2.2 القيد في البورصة:

نركز في هذا العنصر على أهم الشروط الواجب توفرها للقيد في البورصة والكيفية التي يتم على أساسها إدخال القيم المنقولة في البورصة فيما يلي:

1.2.2 شروط القبول للقيد في البورصة: إن القيم المنقولة التي يراد قبولها للتفاوض في السوق وجب أن تخضع لجملة من الشروط التالية : [بوراس، 2003/2002، ص.149-150]

*** الشروط الخاصة بالقيم موضوع طلب القبول:**

- يجب أن يتم إصدار القيم المنقولة من طرف شركة ذات أسهم.
- يجب تحرير كل الأسهم.
- إن القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كان أوراق رأس المال المتعلقة بها هي ذاتها مقبولة في البورصة.
- يجب أن يتم توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم.
- إن أوراق الاقتراض موضوع طلب القبول يجب أن يكون موزعة على الأقل على100 مكتسب أو حامل.

-إن أوراق القرض الصادرة عن الدولة لا تخضع لشرط حد أدنى مسجل، ولا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا فيما يخص عدد المكتتبين.

• الشروط التي تخص الشركة الطالبة لقبول قيمتها:

-يجب أن تكون لديها رأس مال أكثر من مائة (100.000.000) مليون دينار جزائري.

- يجب أن توزع عدد من الأوراق يمثل 20% على الأقل من رأس مالها الإجمالي للجمهور.

- يجب أن تقوم بنشر أوضاعها المالية المصادق عليها لسنتين سابقتين للسنة التي قدمت خلالها طلب القبول.

- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية مصادقا عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- لا بد أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة المالية السابقة للطلب.

-إذا كانت الشركة تنوي التوقف أو التخلي عن بعض عناصر الأصول قبل دخولها في البورصة فإنه يتعين عليها إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بذلك.

- يجب أن تقدم تقريرا يتضمن تقييما لأصولها معد من طرف أحد أعضاء هيئة المحاسبين المعتمدين في الجزائر على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة،

- يتعين عليها تبرير المراجعة الداخلية، ويجب أن تكون هذه البنية موضوع تقدير من طرف محافظ الحسابات في تقريره حول المراقبة الداخلية للشركة.

2. 2. 2 إجراءات إدخال القيم المنقولة في البورصة: حسب القانون العام لبورصة القيم في الجزائر تتم إجراءات الإدخال وفق ثلاث طرق والتي هي:

• الإجراء العادي: هو الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم عندما يكون رأس مال الشركة المعنية موزعا بما فيه الكفاية على الجمهور بالقيام بالتسجيل المباشر للسند في جدول التسعيرة لكي يتم تداوله ضمن شروط التسعيرة الممارسة في السوق، انطلاقا من سعر الإدخال المصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة استنادا إلى شروط السوق.

• عملية العرض العام للبيع بسعر ثابت: في هذا النوع من إجراءات الدخول يتم قبول الأوامر بسعر محدد وموحد مسبقا دون غيرها من طرف شركة إدارة بورصة القيم شريطة أن تبقى ضمن هامش أعلى بسعر معقول مقارنة بسعر العرض الأدنى.

• عملية العرض العام للبيع بسعر أدنى: هي الإجراء المتمثل في أن يوضع تحت تصرف الجمهور، يوم إدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها، فتخضع بذلك للمزاد العلني وتحدد شركة إدارة بورصة القيم مع شركة الإصدار والوسطاء في عمليات البورصة والمكلفين بالأوراق المالية إجراء الدخول.

تنهي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إلى علم السوق بافتتاح العرض العمومي للبيع قصد إدخال قيمة منقولة في البورصة عن طريق إعلان ينشر في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

3.2 آلية عمل بورصة الجزائر:

يتطلب التشغيل الجيد لبورصة الجزائر في إطار علمي ومتطور تسييرا وفقا لآليات مدروسة، حيث تعتبر هذه الآليات تقنية لأجل تسيير حجم أكبر ومنظم لمجموعة من المعاملات والمبادلات التي تخص كل منتوج مالي من أسهم وسندات، واحترام قواعد تسيير جلسات التفويض وإنهاء المبادلات وهذا لمجموعة من المعاملات، وعليه تشمل آليات العمل في بورصة الجزائر كل من موضوع التعامل في القيم المنقولة، وكذا التفاوض حول هذه القيم، أوامر البورصة، نظام التسعير وطرق التسوية فيما يخص صفقات التفاوض.

1.3.2 القيم المتداولة في البورصة: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من القيم المنقولة قد حددها المشرع الجزائري:

- **قيم ترتبط برأس المال:** والتي تتمثل في الأسهم العادية، أسهم التمتع، أسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح، الأسهم ذات الأولوية في توزيعات للاكتتاب في أسهم، السهم الخصوصي.
- **قيم ترتبط بالدين:** وتشمل كل من السندات ذات المعدل الثابت والسندات ذات المعدل المتغير.
- **القيم المشتقة:** وتتمثل في كل من شهادات الاستثمار وسند ذو قسيمة اكتتاب في الأسهم.

2. 3. 2 المفاوضات في بورصة الجزائر: يميز عملية التفاوض على القيم المنقولة في بورصة الجزائر أنها تخضع لتنظيمات تحكمها، حيث تسير الأوامر من طرف المتعاملين فيها، وهذا وفقا للتسعيرة المستعملة لتسوية المعاملات.

•نظام التفاوض: تعتبر بورصة الجزائر سوق توجهها أوامر مركزية، فهي سوق غير مجزأة لهذا يتم التفاوض على كل الأوراق المالية المقبولة داخل السوق الرسمية الوحيدة، وتكون العملية محصورة في قاعة التداول على مستوى شركة إدارة بورصة القيم أين يلتقي الوسطاء لتبادل الأوامر، مع العلم أن جلسات البورصة تتم مرتين في الأسبوع. وعملية المفاوضات قي بورصة الجزائر تتم وفقا لطريقة التسعير المثبت وهذا بتطبيق أسعار مسجلة واحدة على مجموع المعاملات الخاصة بكل ورقة مالية، وعليه فالأسعار المسجلة في جلسة ذات قيمة ثابتة طيلة الجلسة.

- **الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر:** يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في عمليات البورصة أو بمبادرة من هذا الأخير في حالة إعطائه توكيلا من طرف العميل بالتصرف.

وتنص القاعدة العامة على أن أوامر بورصة الجزائر تكون على غرار البورصات الكلاسيكية، وذلك من أجل تفادي أي غموض أو التباس بين أصحاب الأوامر، ومن ثم نجد ثلاثة أوامر، الأمر بالسعر الأحسن، الأمر بالسعر المحدد، الأمر بسعر السوق *، وتنقل أوامر البورصة إلى الوسيط إما كتابيا وعادة ما يكون ذلك عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محدد بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط.

*- لمزيد من التفصيل ارجع للفصل الأول

فمنفذوا العمليات يستقبلون الأوامر وينقلونها للسوق لغرض تنفيذها ولهذا يجب تسجيل يوميا كل العمليات المنفذة.

•**نظام التسعير:** تعتمد شركة إدارة بورصة القيم في التسعيرة على طريقة السعر الثابت، وهذا يعني أنه يتم تطبيق تسعيرة وحيدة لكل التعاملات المنجزة على كل ورقة مالية خلال جلسة المفاوضات في البورصة، وينتج هذا السعر عن مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع التي يمثلها الوسطاء في عمليات البورصة، ويتم تسجيله في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

3. السوق المالية وتمويل الاقتصاد الوطني:

نتناول هذا المطلب من خلال عرض أهم التطورات في بورصة الجزائر، وواقع السوق السندية في الجزائر وتمويل الاستثمار.

3. 1 التطورات في بورصة الجزائر:

لقد عرفت بورصة الجزائر منذ انطلاقها بعض جهود التطوير والتعديل سواء على مستوى الإطار القانوني أو الإعلامي أو على صعيد الإعلام الدوري والمستمر.

3. 1. 1 الإطار القانوني: أدخلت بعض التعديلات من خلال المرسوم التشريعي رقم 04-03 الصادر في 17 فيفري 2003 والذي يعدل ويتمم قانون 93- 10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وقد جاء هذا القانون في إطار عصرنة السوق المالية الجزائرية من خلال إدراج المؤتمن المركزي للسندات، كما قامت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بإصدار مجموعة من التنظيمات والتي تهدف إلى تحسين أداء البورصة مثل النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18-03-2003 والمتعلق بالنظام العام المركزي والذي يهدف إلى تحديد قواعد سير المؤتمن المركزي للسندات والذي بدوره يهدف إلى تحديد شروط تأهيل نشاط مسك الحسابات و حفظ السندات وممارسته.

2.1.3 مجال الإعلام الدوري والمستمر: يتعين على الشركات المسعرة أن تقوم بنشر كشوفها المالية السنوية والسداسية، وكذا رأي محافظ أو محافظي الحسابات في صحة هذه الكشوف وقانونيتها وذلك عملا بالنظام رقم 02-02 المؤرخ في يناير سنة 2000، وخلال سنة 2004 قامت الشركات المسعرة بنشر كشوفها المالية ضمن الآجال المحددة في الصحف الوطنية ذات التوزيع على النطاق الواسع باستثناء رياض سطيف التي التمست تمديد أجل النشر على إثر تمديد تأجيل انعقاد الجمعية العامة للمساهمين. كما قامت هذه الشركات أيضا بنشر بلاغات صحفية تضمنت استدعاء الجمعيات العامة للانعقاد، والتوصيات المصادق عليها وكيفية دفع الأرباح وآجال الانعقاد **[لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2004، ص.26-27]**.

ولم يسجل في سنة 2005 تحسن كبير في نشر وتوزيع المعلومات الموجهة إلى المساهمين والجمهور عموما وما تزال الشركات المسعرة تكتفي بنشر بلاغات صحفية إذ لا يسمح السند الذي توزع به وعدد نشراتها بتوزيع المعلومات بالشكل الفعلي والواسع باستثناء مؤسسة تسيير نزل

الأوراسي من ذلك حيث قامت ببذل جهد كبير من خلال تنويع التوزيع وعدد النشرات (الجمعية العامة المنعقدة في شهر مايو سنة 2005) [لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2005، ص.26]

3.1.3 الإطار الإعلامي: يعتبر النشاط الإعلامي الهادف إلى توعية وتحسين جمهور المواطنين بأهمية السوق المالية في الاقتصاد الوطني من جهة، وبأهمية التوظيف فيها من جهة أخرى ضعيفا رغم تسجيل بعض الجهود في هذا المجال والمتمثلة في القيام بعقد ملتقيات خاصة بالبورصة مثل ما تم عقده في فندق الأوراسي يوم 27 سبتمبر 2006 حول القرض السندي، كما لا يزال يلاحظ غياب المطبوعات المالية المتخصصة والتي من شأنها أن تنمي الثقافة البورصية لدى المواطنين.

3. 2 السوق السندية في الجزائر وتمويل الاستثمار:

لقد أصبح للسوق السندية في الجزائر في الآونة الأخيرة مصدرا تلجأ إليه المؤسسات لتمويل استثماراتها.

3. 2. 1 خصائص السوق السندية في الجزائر: لقد عرف توجه المؤسسات للتمويل من خلال السوق السندية في الآونة الأخيرة نوعا من النشاط، وذلك بقيام المؤسسات بعملية إصدار للقروض السندية لتجميع الموارد المالية لتمويل استثماراتها عن طريق الطلب العلني للادخار. فقد سمحت سوق السندات في سنة 2004 بجمع 56 مليار دج عن طريق إصدار سندات ذات فوائد أقل من فوائد البنوك بالإضافة إلى تخفيض تكلفة التمويل فإن إحلال التمويل غير النقدي والأقل كلفة هو الذي برز بواسطة تعبئة ادخار الأسر محل التمويل عن طريق المديونية الخارجية الذي تم نفاديه [المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، 2004، ص.35]، وبهذا أصبحت السوق السندية التي تمثل جزء رئيسيا للسوق المالية الجزائرية واقعا معيشا في المنظومة المالية الجزائرية.

إن لجوء المؤسسات إلى السوق السندية لتمويل استثماراتها يسمح لها باختيار المدة الاقتصادية وأسعار فائدة تفضيلية (بين 2 و 3.5 %) ومن جهة أخرى يكفي أن يقوم متخصص بتقويم قدراتها على التسديد طبقا لإجراء لجنة رقابة عمليات البورصة بحيث يمكنها توقيع هذا المتخصص من دخول السوق المالية وتفادي تقديم الضمانات التي تطلبها البنوك.

وبملاحظتنا للسوق السندية في الجزائر من حيث مدة استحقاق السندات المطروحة وتنوع قاعدة المستثمرين المتدخلين فيها بالإضافة إلى خصائص أخرى نجد أنها تتميز بالخصائص التالية:

- السندات ذات الاستحقاق المتوسط 5 سنوات مع معدل فائدة ثابت هي الرائدة في السوق السندية الجزائرية رغم الانتعاش التي عرفته السندات ذات الاستحقاق 07و10سنوات في الفترة القصيرة الأخيرة، كما تتميز بدائل التمويل بالمحدودية.

-قاعدة من مستثمرين محدودة، فنجد أن المستثمرين البنوك هم في الغالب الأساسين في السوق وخاصة في السوق الأولية،

– عدد محدود من المتدخلين، حيث نجد المؤسسات العمومية هي المصدر الوحيد إلى جانب ضعف المنافسة وضعف التفضيل بين معدل الفائدة قصير والطويل مما ينقص من جاذبية الإصدارات طويلة الأجل.

3. 2. 2 مساهمة السوق السندية في تمويل الاقتصاد الجزائري:

لقد سمحت عملية إصدار قرضين سندين خاصين بمؤسسة إعادة التمويل الرهني وشركة سونطراك عام 2003 بجمع ما قيمته 48.7 مليار دينار كما عرفت السوق السندية استئناف عمليات التمويل عام 2004، وذلك بإصدار ثلاث قروض سنديه، قرضين سندين لشركة الخطوط الجوية الجزائرية وقرض سندي لشركة الكهرباء والغاز (سونلغاز)، وقد سمحت بتحصيل مبلغ قدره 29.49 مليار دينار . وبذلك عرف التمويل من خلال السوق المالية عن طريق إصدار القروض السندية نشاطها ملحوظا في السنتين الأخرتين 2005، 2006. حيث لوحظ عودة بعض المؤسسات من جديد إلى السوق السندية للتمويل مثلما فعلت شركة الخطوط الجوية الجزائرية وشركة سونلغاز وأخرى تقوم بأول إصدار قرض سندي لها عن طريق الطلب العلني للادخار كشركة اتصالات الجزائر عام 2005، كما شهدت دخول القطاع الخاص للتمويل من خلال هذه السوق وتعتبر سيفيتال هي الشركة الأولى من القطاع الخاص التي تلجأ إلى السوق السندية من أجل رفع أموالها لتمويل قسم من مخطط تطويرها على مدى السنوات الثلاثة 2006، 2007، 2008، وتمثل سيفيتال مجموعة صناعية مندمجة يقوم نشاطها في الوقت الراهن على تكرير الزيت والسكر ويكاد يكون وضعها في السوق المواد الغذائية الأساسية مهيمنا تماما، وقد تم رفع المبلغ إلى 62.72 مليار دينار أي بارتفاع نسبة 40%، كما ساهم اعتماد البنوك كوسطاء في عمليات البورصة وتأهيلهم صفة ماسكي الحسابات وحافظي السندات ووضع الجزائر للتسوية في إنعاش السوق السندية.

وهكذا أصبح اللجوء المتزايد من المؤسسات العمومية إلى السوق السندية يمارس تأثيرا إيجابيا على القطاع الخاص، ويسجل دخول السفيتال إلى هذه السوق مرحلة انتقالية من وضعية الانتظار (من القطاع الخاص) إلى إدارة المشاركة في انبثاق السوق مالية جزائرية.

4. عوائق سوق رأس المال في الجزائر وسبل تطويرها:

4. 1 عوائق تطور سوق رأس المال في الجزائر:

لا يزال أداء بورصة القيم المنقولة في الجزائر ضعيفا وهذا راجع إلى حداثتها من جهة ومعوقات تحول دون تطورها من جهة أخرى والتي يمكن حصرها فيما يلي:

4. 1. 1 عوائق تتعلق بالبورصة: والمتمثلة فيما يلي:

– عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة، إذ تتميز بقلة الشركات المدرجة في البورصة ومن تم قلة الأوراق المالية المعروضة وهو ما ساهم في عرقلة نمو وتطور السوق المالي الجزائري.

-ضعف نظام المعلومات وغياب الشفافية، إذ لا يمكن للمستثمر في الأوراق المالية الحصول وبشكل واضح ودقيق وبسرعة على المعلومات اللازمة لإجراء تحليلاته وإن وجدت فتكون معلومات عامة وسطحية، وهو ما يزيد من صعوبة وتعقيد القرار الاستثماري.

2.1.4 عوائق تتعلق بالمحيط:

•العوائق الاقتصادية: يمكن تلخيصها فيما يلي:

- هيمنة القطاع العام، حيث أن تأخر عمليات الخوصصة التي كان معتمدا عليها كثيرا في تنشيط البورصة زاد من عرقلة نموها وتطورها، إذ تأجلت مجددا الإجراءات التي طالت خصخصة ثالث أكبر البنوك في الجزائر "القرض الشعبي "المملوك للحكومة، وكذا فتح رأس مال المصرف العمومي "بنك التنمية المحلية " وهو ما نجم عنه تأخير تأهيل البنوك ومساهمتها في تنشيط العمل في البورصة.إضافة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركة تضامن وهو ما يتعارض مع قوانين البورصة التي تشترط أن يكون الشكل القانوني لمؤسسة هو شركة بالأسهم.

- التضخم، فقد عرف معدل التضخم في الجزائر مند بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا من بين الأسباب التي وقفت عائقا أمام تطور البورصة في الجزائر، كونه يرتبط ارتباطا وثيقا بنشاط السوق المالي، فارتفاعه يؤثر على قيمة النقد وبالتالي يؤثر على القيمة الحقيقية لعوائد الأوراق المالية والقدرة الشرائية للأفراد ومن ثم فهو يؤثر سلبا على حجم العمليات في البؤرصة.

- سوق الاقتصاد الموازية، حيث تشكل قطب اجتذاب للمستثمرين والمدخرين لما توفر لهم أرباح سريعة دون مخاطرة أو عناء. وعلى جانب آخر تشير تعليقات خبراء إلى أن الفضائح المالية التي برزت في الجزائر 2007 ضيعت عشرات المليارات من الدولارات على الاقتصاد الجزائري بسبب جملة من النقائص الموجودة في أجهزة الرقابة وعدم التطبيق الصارم لقواعد الحيطة و الحذر.

- ضعف القدرة الشرائية وانخفاض الدخل الفردي، فاللافت أن الجزائر بقيت ضمن البلدان التي يتمحور فيها متوسط دخل الفرد الأدنى بحدود 1500و2000دولار سنويا أي بمعدل 9دولارات في اليوم، هذا على الرغم من تصنيف الجزائر إلى جانب الدول النفطية على غرار البحرين والكويت والإمارات التي يتمحور معدل دخل الفرد فيها تسعة آلاف دولار، وهذا أدى إلى تقلص القدرة الادخارية للعائلات مما أدى إلى انخفاض الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية في السوق.

- ضعف الحوافز الجبائية، إن الضغط الجبائي الذي يمارس على الأعوان الاقتصاديين يؤدي بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري ولجوءهم إلى السوق الموازية.

• العوائق الاجتماعية والثقافية: نخلصها فيما يلي:

- غياب الثقافة البورصية لدى العائلات، وعدم تقبل فكرة الاستثمار في البورصة بين أوساط أفراد المجتمع الجزائري نظرا لعدم الثقة في مصداقية فعالية هذه السوق بصفتها لم يتم التعامل

فيها في السابق، حيث سارت الجزائر على النهج الاشتراكي الذي أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي.

- العامل الديني، إذ يلقى الاستثمار في بعض الأوراق المالية المعارضة من قبل المجتمعات الإسلامية ومنها الجزائر، حيث أن الاستثمار في السندات مثلا يدر عائدا ثابتا ومحددا مسبقا وبذلك فهو صورة من صور الربا وهو محرم في الإسلام، وعليه يبقى هذا النوع من الاستثمار عقبة تمثل تحديا أمام البورصات في الدول الإسلامية.

4. 2 مقترحات لتطوير سوق رأس المال في الجزائر

إن تطوير سوق رأس المال في الجزائر يستلزم القيام بمجموعة من الإجراءات أهمها:

4. 2. 1 إجراءات خاصة بالمحيط:

***الإجراءات الاقتصادية:** والمتمثلة فيما يلي:

- زيادة عدد الشركات المدرجة، وذلك بخوصصة المؤسسات العمومية عن طريق البورصة وتعتبر تقنية مناسبة أكثر لعرض أسهم معتبرة **[وزارة إعادة الهيكلة الصناعية والمساهمة، 1994، ص. 29]**، وبالتالي زيادة حجم الإصدارات الذي يؤدي إلى تنشيط سير البورصة هذا من جهة، وتوفير محيط يشجع المؤسسات الخاصة للدخول إلى البورصة وذلك بتوفير شروط الاقتصاد الحر.
- تحسين المناخ الاستثماري بمعدلات منخفضة من التضخم وتحقيق استقرار اقتصادي كلي.
- التحفيز الجبائي، على السلطات الجزائرية المختصة أن توفر حوافز جبائية من أجل تشجيع الاستثمار في مجال الأوراق المالية.
- القضاء على الأسواق الموازية، وذلك بتشديد الرقابة على المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في مثل هذه السوق وإخضاعها للعمل تحت شروط اقتصاد السوق.

***إجراءات خاصة بالجانب الثقافي والديني:**

- فمن الضروري السعي إلى تحسيس العائلات بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول في سوق البورصة، ذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام ومختلف شكات الاتصال مع الجمهور **[مساطوري، 2005، ص. 183]**.
- بإحداث أدوات مالية لا تتعارض مع النظام لقيمي للعائلات لتحسيسها بأهمية السوق المالية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني وبالتالي الاستفادة من الادخار المكتنز بتعبئته.

4. 2. 2 إجراءات خاصة بالسوق المالية: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تطوير المؤسسات العامة بالأوراق المالية مثل صناديق الاستثمار وشركات السمسرة، التي يلاحظ غيابها في بورصة الجزائر، وعليه ينبغي إنشاء مؤسسات صانعي السوق في شكل نظام تجار الأوراق المالية مع مراقبة صارمة من قبل COSOB، إلى جانب تشجيع إنشاء هيئات

التوظيف الجماعي وكذا تأهيل الوسطاء في مجال الاستثمار طويلة الأجل للقيام بالوساطة المالية وتشجيعهم على القيام بتدريبات في الخارج تسمح لهم باكتساب الخبرة والمهارة.

- زيادة العرض من الأوراق المالية وتنويعها، وذلك أنه لا يتداول في بورصة الجزائر سوى نوعين من الأوراق المالية هما الأسهم والسندات، على الرغم من أن المشروع الجزائري قد سمح بإصدار حوالي عشرة أنواع منها، هي: [جبار، 2001، ص. 112]
  - الأسهم العادية،
  - الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع الحق في التصويت،
  - الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون الحق في التصويت،
  - شهادات الاستثمار مع الحق في التصويت،
  - شهادات الاستثمار دون الحق في التصويت،
  - سندات عادية،
  - سندات المساهمة،
  - سندات مرفقة بقسيمات اكتتاب في الأسهم،
  - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،
  - سندات قابلة للتبادل مقابل أسهم،

هذا من جانب تنوع الأدوات المالية، أما من ناحية زيادة عرض الأدوات المالية فإنه يتم عن طريق:

- زيادة إصدارات جديدة لشركات مساهمة قائمة أو تخصيص الحصص الحكومية في هذه الشركات.
- تحويل شركات الأفراد إلى شركات مساهمة،
- التنويع في الأدوات المالية يحفز زيادة العرض كما يستقطب عددا كبيرا من المستثمرين،
- إزالة التشريعية والقانونية،
- دعم ثقافة المستثمرين في الوساطة المالية لهذه الأسواق.
- تطوير أنظمة العمل ببورصة الجزائر للقيم المنقولة من أجل رفع كفاءة أدائها، وذلك بتطوير نظام الاتصال بشبكة المعلومات الدولية، تطوير نظم المعلومات وقواعد البيانات، تطوير بيانات الخبرة المحاسبية وتنمية مهارات العاملين فيها من خلال التدريب الداخلي والخارجي.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد خلص الفصل الثالث بعد توصيف أوضاع الدول العربية في المبحث الأول، إلى أنه مع تزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالي، زاد اهتمام الدول العربية بأسواق رأس المال العربية، فقد سعت إلى تطوير وتحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح والتطوير وهذا تماشيا مع مسيرة التنمية، كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب الأزمات البورصية التي تعرضت إليها الاقتصاديات الناشئة خاصة الأزمات الأسيوية من جهة، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق رأس المال كأسلوب حديث للتمويل من جهة أخرى، حيث عملت الدول العربية على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، كما عملت على زيادة الشفافية وتوفير المعلومات وكذا تطوير أنظمة التداول والتسوية والحفظ المركزي، كما عملت كذلك على تشجيع عمليات الخوصصة وتوسيعها مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، وذلك رغم التباينات الموجودة في اقتصاديات العربية التي تعتبر البيئة التي تتواجد فيها هذه الأسواق، فقد اختلفت أوضاع الدول العربية من حيث المؤشرات الاقتصادية الدولية(مؤشر التنافسية العالمية، مؤشر الحرية الاقتصادية، مؤشرا ليرموني للمخاطر القطرية،...)، وكذا المؤشرات الاقتصادية لمناخ الاستثمار(معدل النمو الاقتصادي، مؤشر سياسة التوازن الداخلي، مؤشر التوازن الخارجي....) .

و من خلال المبحث الثاني من هذا الفصل الذي كان بعنوان تطور فعالية أسواق رأس المال العربية خلال الفترة (2007/1997) تبين أن معدل رسملة السوق سجل في الدول العربية مجتمعة خلال الفترة (1997، 2006) ارتفاعا ملحوظا خاصة في السنوات الخمسة الأخيرة، حيث بلغ في متوسط السنوات الخمس الأولى حوالي 27,58% أي لم تتجاوز القيمة السوقية الإجمالية نصف قيمة الناتج المحلي الإجمالي، ومن ثم فنسبة تأثر الاقتصاديات العربية بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال بلغ خلال الفترة (1997-2001) نسبة 27,58 في المائة، وتفسر بأن الدول العربية تشترك في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، إلا أن هذه النسبة عرفت ارتفاعا خلال الفترة (2002-2006) إذ تجاوزت نصف الناتج المحلي الإجمالي أي ما يعادل نسبة 78 في المائة، ويرجع ذلك في جزء منه إلى تطبيق الإصلاحات التي مست القطاع المالي في الدول العربية بتحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص وزيادة الوفرة المالية النفطية بشكل كبير. كما أن دور البورصة في الاقتصاديات العربية قد تزايد خلال الفترة (2002-2006) مقارنة بالفترة (1997-2001) فقد ارتفع حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي من 8,20 في المائة خلال (1997-2001) إلى 83,63 في المائة خلال الفترة (2002-2006). وتختلف درجة التطور بين البورصات العربية حيث نميز بين البورصات الأكثر نشاطا، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، أخرى مازالت في بدايتها، ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق و البيئة المحيطة به. ورغم هذا التباين إلا أن جميع أسواق رأس المال العربية تعترضها جملة من العقبات، إذ تفتقر جل أسواق رأس المال العربية إلى الأطر التنظيمية وكذا الضوابط التشريعية كتلك

التي تحمي المتعاملين في السوق بالإضافة إلى عدم مرونة التشريعات، وغياب الشبه التام لصناع السوق الذي ينقص الفاعلية في مثل هذه الأسواق، وضعف جهود التعاون بين الدول العربية لربط أسواقها. وعليه فإن حداثة بعض أسواق رأس المال العربية ونقص الخبرة بالإضافة إلى المعوقات السالفة الذكر تسببت في عدم تطور الأسواق المالية العربية رغم أهميتها ضمن متطلبات التنمية الشاملة لذا يتوجب تجاوز تلك العقبات من خلال اقتراح الاتجاهات المناسبة للسياسات الاقتصادية لتحسينه واجتذاب كميات من رؤوس الأموال المحلية والإقليمية والخارجية والاستفادة منه وتوحيد الجهود بين الدول العربية ومنه ربط أسواق رأس المال العربية .

وتم التطرق في المبحث الثالث إلى أسواق رأس المال وتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان العربية، وخلص هذا المبحث إلى أن عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة تتطلب تجميعا لرؤوس الأموال، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في غيبة التكوينات الرأسمالية، ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثار تضخمية برزت أهمية أسواق رأس المال في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد والشركات والقطاع العام وتوجيهها للمسار الصحيح إلا أن الأدب الاقتصادي لم يصل إلى اتفاق تام حول دور تنمية أسواق رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية، فلا يزال الجدل النظري دائر بين معارض ومؤيد، وكما يوضح التحليل لدراسة أجريت على الدول العربية وجود علاقة ارتباط قوية بين أسواق المال وأنظمة البنوك ومعدل نمو الاقتصاد لكنها أقوى بين مؤشرات أسواق المال والنمو الاقتصادي مقارنة بعلاقة تطوير البنوك بالنمو، ومع ذلك فإنه لا يمكن تطوير أسواق المال وعملها بطريقة جيدة دون تطوير البنوك ووجود نظام جيد للبنوك، وهذا يرجع إلى أن أسواق المال والأصول تكمل بعضها البعض، وهذا التكامل والتفاعل بين الآليات المختلفة لهذه الجهات هو الذي يؤثر على النمو الاقتصادي .ومع ذلك فإن العلاقة بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية معظمها مقولات نظرية وإن تضمنت إشارة إلى بعض الدراسات التطبيقية فهي في واقع الحال لم تقدم جديدا لمصممي السياسات ومتخذي القرارات الاقتصادية.

و في المبحث الأخير تم تناول أهمية سوق رأس المال في تمويل الاقتصاد الجزائري إذ تعتبر الجزائر من بين الدول العربية التي أولت اهتماما بإنشاء سوق لرأس المال وهذا بدخولها في إصلاحات اقتصادية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق الذي يولي اهتماما بالغا للقطاع الخاص، ورغبة في تنويع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني. إلا أن أداء بورصة القيم المنقولة في الجزائر لا يزال ضعيفا وهذا راجع إلى حداثتها من جهة ومعوقات تحول دون تطورها من جهة أخرى وبالتالي فإن مساهمته في تمويل الاقتصاد الجزائري ضئيلة جدا أو مهملة حيث بلغ معدل رسملة بورصة الجزائر أكـ (نسبة رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي) في متوسط الفترة (2002 - 2006) 0.10%

أولا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني على عكس قطاع البنوك الذي يعتبر الركيزة الأولى في القطاع المالي الجزائري، ومن ثم البحث وراء الأسباب التي لم تسمح للجزائر بالاستفادة من هذه الأداة التمويلية الحديثة بتقديم بعض المقترحات التي من شأنها رفع كفاءة هذه السوق.

تمثل سوق رأس المال المكان التي يتلقى فيها تبادل أدوات التمويل والاستثمار الطويلة الأجل، والمتمثلة في الأسهم والسندات، ويتدخل في هذه السوق ثلاث فئات تتمثل في هيئات التنظيم والمراقبة التي تشرف على السير الحسن للسوق، وفئة المتعاملين من المستثمرين التأسيسيين والأفراد ومتعاملون آخرون، وفئة خاصة بالوسطاء، حيث يتم التعامل فيها من خلال إصدار أوامر البيع أو الشراء للوسطاء حسب رغبة العميل أين تتحدد قيمة الورقة المالية في إحدى جلسات السوق والتي يطلق عليها "تسعيرة البورصة"، كما يتم التعرف من خلال مؤشرات البورصة على أداء السوق المالي أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية.

والجدير بالذكر أن تأدية سوق رأس مال للدور الموكل لها، والمتمثل في التخصيص الأمثل للموارد يعتمد أساسا على كفاءتها، وتعني السوق الكفء عدم وجود فرق بين السعر السوقي والسعر الحقيقي، وهو ما يتطلب توفر سمتان رئيستان هما كفاءة التسعير والتي نعني بها وصول المعلومات إلى كافة المتعاملين دون أن يتحملوا خسائر، وكفاءة التشغيل التي تكون فيها تكلفة السمسرة متدنية وأن تسمح لصناع السوق بتحقيق هامش ربح كبير.

وهناك جدل من الناحية النظرية حول اتجاه العلاقة بين سوق رأس المال وزيادة النمو الاقتصادي، حيث يرى البعض أن تطور سوق رأس المال وانتعاشها يؤدي إلى زيادة التراكم الرأسمالي والاستثمار ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي ومن ناحية أخرى يرى البعض أن زيادة النمو الاقتصادي هو المؤثر في انتعاش سوق رأس المال نتيجة ارتفاع الدخل مما ينعكس على زيادة النشاط في سوق رأس المال.

ولقد أدت التغيرات الهيكلية التي حدثت في أسواق المال بفعل التكنولوجيا والتحرير المالي وابتكار وسائل مالية جديدة إلى رفع كفاءة هذه الأسواق.

وبناء على ما سبق فإن أهمية هذه الأسواق جعلت الدول العربية تعيد النظر في أنظمتها المالية التي تمتاز بالضعف في أغلبها، وذلك بالقيام بإصلاحات أهمها تطوير القطاع المصرفي وغير المصرفي. ومع تزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرر المالي زاد اهتمام الدول العربية بأسواق رأس المال العربية، وقناعة منها بالدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق رأس المال كأسلوب حديث للتمويل عملت على تقوية الأطر التشريعية والرقابية، زيادة الشفافية وتوفير المعلومات، تطوير أنظمة التداول والحفظ المركزي، تشجيع عمليات الخوصصة مع تهيئة الأرضية لاستقبال الاستثمار الأجنبي، وذلك رغم التباينات الموجودة في الاقتصاديات العربية التي تعتبر البيئة التي تتواجد فيها هذه الأسواق، فقد اختلفت أوضاع الدول العربية من حيث المؤشرات الاقتصادية الدولية (مؤشر التنافسية العالمية، مؤشرات الحرية الاقتصادية) وكذا المؤشرات الاقتصادية كمناخ الاستثمار (معدل النمو الاقتصادي، مؤشر سياسة التوازن الداخلي، مؤشر التوازن الخارجي...).

وتعتبر الجزائر من بين الدول العربية التي أولت اهتماما بإنشاء سوق لرأس المال، وهذا بدخولها في إصلاحات اقتصادية في إطار التحول إلى اقتصاد السوق الذي يولي اهتماما بالغا للقطاع

الخاص، ورغبة منها في تنويع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني إلا أن أداء بورصة القيم المنقولة في الجزائر لا يزال ضعيفا.

✓اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

إن الاستثمار في سوق رأس يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمرة) من الربح، كما يمكن له استرداد أمواله عند الحاجة إليها وذلك بالتنازل عن السهم بالبيع في البورصة، وتستفيد الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم طويل الأجل، وعلى جانب آخر تعمل سوق رأس المال على استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية بمنح فوائد مغرية، وتبيان مكانة الشركات المقيدة بالبورصة، وتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة وهو ما **يثبت صحة الفرضية الأولى**.

الفرضية الثانية:

تزايدت نسبة مساهمة أسواق رأس المال العربية في تمويل الاقتصاديات العربية بحيث ارتفعت نسبة تأثر الاقتصاديات العربية مجتمعة بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال، مقدرة بمعدل رسملة السوق من 27,58 في المائة خلال متوسط الفترة 1997-2001 إلى 78 في المائة خلال متوسط الفترة 2002-2006، كما تزايد دور البورصة في الاقتصاديات العربية حيث ارتفع معدل التداول من 8,20 في المائة خلال متوسط الفترة 1997-2001 إلى 83,63 في المائة خلال متوسط الفترة 2002-2006 وهذا ما **يثبت صحة الفرضية الثانية**.

الفرضية الثالثة:

إن أداء بورصة الجزائر لا يزال ضعيفا حيث بلغ معدل رسملة السوق 0,1 في المائة، كما سجل معدل التداول الصفر بالمائة وهذا راجع إلى حداثتها حيث فتحت أبوابها لأول مرة 13 سبتمبر 1999 رغم كونها من بين مشاريع ومراحل الإصلاحات الاقتصادية التي أقرتها قوانين 1988 هذا من جهة، ومعوقات تحول دون تطورها من جهة أخرى، وبالتالي فإن مساهمتها في تمويل الاقتصاد الجزائري ضئيلة جدا أو مهملة وهذا ما **يثبت صحة الفرضية الثالثة**.

✓نتائج الدراسة:

وما يمكن التوصل إليه من خلال هذه الدراسة النتائج التالية:

1- تقدم سوق رأس المال خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ تؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، كما أن الدور الاقتصادي الذي تلعبه سوق رأس المال يرتبط أساسا بجانبها المالي حيث يمكن تلخيص دورها في الحياة الاقتصادية فيما يلي: استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، زيادة الادخار، علاج المديونية الخارجية، إتمام عملية الخصخصة بنجاح، تمويل عجز الميزانية الحكومية، تجنب الآثار التضخمية.

2- إن فشل الدول العربية في تحقيق التنمية الاقتصادية بصورة خاصة، والتنمية الشاملة بصورة عامة رغم اعتمادها على مختلف مصادر التمويل التي ذكرناها يرجع للأسباب التالية:

- عدم التمكن من تعبئة الموارد المحلية أو نقصها نتيجة غياب سياسة شاملة وواضحة تتعلق بتعبئة الموارد المحلية كسياسة المدخرات الخاصة، السياسة الضريبي، سياسة الاقتصاد الكلي...الخ.

- التبعات السلبية التي تخلفها القروض الخارجية في الدول العربية والوقوع في فخ المديونية، ومن ثم عدم إمكانية إدارة الديون وخدمتها.

- تردد بعض الدول العربية في اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب تبعاته السلبية التي تصاحب التبعات الإيجابية، وعدم جدية دول عربية أخرى لتشجيعه رغم أنها تبدي نية ذلك أفقد الدول العربية وسيلة تمويلية بديلة للقروض الأجنبية.

- ينظر إلى الأسواق المالية العربية على أنها تمثل عامل مهما في استثمار وتوطين رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي، ونظرا لافتقار بعض الدول العربية إلى مثل هذه الأسواق فإن المستثمرين العرب يفضلون لهذا السبب وأسباب أخرى البحث عن أسواق خارجية لتوفير الضمان اللازم لرؤوس أموالهم وتحقيق أكبر عائد ممكن، كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يأتي إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين.

3-تبين من خلال حساب معدل رسملة السوق أن نسبة تأثر الاقتصاديات العربية، مجتمعة بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال بلغت خلال متوسط الفترة (1997-2001) 27,58 في المائة، وتفسر بأن الدول العربية تشترك في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، إلا أن هذه النسبة عرفت ارتفاع خلال متوسط الفترة (2002-2006) إذ تجاوزت نصف الناتج المحلي الإجمالي أي ما يعادل 78 في المائة، ويرجع ذلك في جزء منه إلى تطبيق الإصلاحات التي مست القطاع المالي في الدول العربية بتحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص وزيادة الوفرة النفطية بشكل كبير.

4- لقد تزايد دور البورصة في الاقتصاديات العربية في متوسط الفترة (2002-2006) مقارنة بمتوسط الفترة (1997-2001) فقد ارتفع حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي من 8,20 في المائة خلال متوسط الفترة (1997-2001) إلى 83,63 في المائة خلال متوسط الفترة (2002-2006).

5- تختلف درجة التطور بين البورصات العربية حيث نميز بين البورصات الأكثر نشاطا، وبورصات أخرى ذات أداء متوسط، وأخرى مازالت في بدايتها ويرجع ذلك إلى خصائص كل سوق والبيئة المحيطة به، ورغم هذا التباين إلا أن جميع أسواق رأس المال العربية تعترضها جملة من العقبات إذ تفتقر جلها إلى الأطر التشريعية كتلك التي تحمي المتعاملين في السوق بالإضافة إلى عدم مرونة التشريعات، وغياب الشبه التام لصناع السوق الذي ينقص الفاعلية في مثل هذه الأسواق.

6- لقد أثبتت الدراسات أن العلاقة بين أسواق رأس المال وتمويل التنمية الاقتصادية في البلدان العربية هي علاقة ارتباط قوية بين أسواق المال وأنظمة البنوك ومعدل نمو الاقتصاد لكنها أقوى بين

مؤشرات أسواق المال والنمو الاقتصادي مقارنة بعلاقة تطوير البنوك بالنمو، ومع ذلك لا يمكن تطوير أسواق المال وعملها بطريقة جيدة دون تطوير البنوك ووجود نظام جيد للبنوك لأنها في حقيقة الأمر مكملة لبعضها البعض.

7- إن بورصة الجزائر لا تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني على عكس قطاع البنوك الذي يعتبر الركيزة الأولى في القطاع المالي الجزائري، وقد أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة فضلا عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها، ففي الوقت الذي نسجل في أغلب البورصات في العالم إدراج قيم شركات جديدة نجد أنه في بورصة الجزائر يحدث العكس وهو ما يتجلى في قرار سحب أسهم الرياض من التداول.

✔الاقتراحات:

حتى يتحقق أداء أحسن في البورصات العربية يقترح أن تتوفر مجموعة من الشروط أبرزها:

- خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات،
- تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية،
- دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كأن تقدم حوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.
- ترقية الإصلاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاقبة الشركات عن تقصيرها في هذا الجانب،
- توسيع استخدام شبكة الأنترنت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليا ودوليا في المجال الاقتصادي والمالي،
- التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبأ ثقيلا على حكومات الدول العربية وجعل الفرد العربي مساهما فعالا في الاقتصاد،
- إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

وبخصوص محاولات اندماج الدول العربية في السوق المالية العالمية، فإنه صار من الضروري أن تقوم هذه الدول بربط أسواقها المالية والتكتل فيما بينها، وذلك حتى يمكنها التفاوض كمجموعة واحدة ومن مركز قوة. وفي هذا المجال نقترح ما يلي:

- الرفع من مستويات التعاون والتنسيق فيما بين أسواق الأوراق المالية العربية والابتعاد عن أجواء المنافسة غير الطبيعية.
- إجراء الإصلاحات اللازمة والضرورية لكل سوق مالية عربية على حدا قبل الانطلاق في عملية ربط الأسواق فيما بينها، ولا ينبغي إهمال الجوانب التشريعية، والتنظيمية والرقابية إضافة إلى نشر الوعي بأهمية هذه المؤسسة المالية.

- تحفيز مؤسسات الوساطة في البلدان العربية لتلقي والتنسيق والتعاون فيما بينها،
- الانفتاح المرحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.

الملاحق

	ملحق أسواق المال العربية وأهم التشريعات المنظمة لها		
أ	أسواق المال العربية المشاركة في قاعدة البيانات صندوق النقد العربي حتى نهاية 2007		
م	الدولة	السوق	أهم التشريعات المنظمة لها
1	مصر	الهيئة العامة لسوق المال	اتجه الاهتمام في مصر منذ فترة مبكرة بالاستثمار عن طريق الأوراق المالية، إذ أنشئت أول بورصة في الإسكندرية عام 1883، ثم أنشئت بورصة القاهرة بعدها بسبع سنوات، أي في عام 1890، وبعد أن كانت المبادلات تتم في الشوارع أو على المقاهي اتفق السماسرة على تنظيم أعمالها عام 1930، وصدر الأمر العالمي في 08 نوفمبر عام 1909 بإصدار أول لائحة للبورصة، وتم تعديلها في عامي 1910، 1912، ثم عدلت بعد ذلك بموجب المرسوم الصادر بتاريخ 31 ديسمبر عام 1933 بإصدار لائحة جديدة لبورصات الأوراق المالية، والتي عدلت هي الأخرى في عام 1940 ثم عدلت في عام 1947، ومع منتصف السبعينات ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية، وقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم (520) لسنة 1979، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم اتخاذ عدة إجراءات وإصدار عدة قوانين، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة في هذه السوق، بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم (95) لسنة 1992 ولائحة التنفيذية رقم 135 لسنة 1993 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة.
2	الأردن	سوق عمان المالي	بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن أوائل عقد الثلاثينيات، ونظرا لغياب سوق منظم، كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة وقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية، إلى التفكير جذريا بإنشاء سوق الأوراق المالية، ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق ولتحقيق ذلك، أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وبينت هذه الدراسات أنه من المتوقع أن يساهم القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة في التطور الاقتصادي وتعزيز نشاطه. ونتيجة لذلك، تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، وتم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ بعضوية ممثلين من القطاع الخاص يمثلون غالبية الأعضاء إلى جانب ممثل عن البنك المركزي وممثل عن وزارة الصناعة والتجارة ومندوب عن وزارة المالية. وقد أقر مجلس الوزراء الأردني مشروع قانون الأوراق المالية 2002 الذي يسمح بإنشاء بورصات أخرى جانب بورصة عمان وصندوق لحماية المستثمرين ومنح هيئة الأوراق المالية صلاحيات إضافة لتعزيز الرقابة وسيادة القانون وحول صندوق ضمان الوسطاء إلى مركز الإيداع الذي سيتولى حصر وتسجيل وتسوية وتقاضي الأوراق المالية.
3	البحرين	سوق البحرين للأوراق المالي	استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي أن تلعب دورا حيويا في تجارة الترانزيت وأن تشكل مركز جذب للشركات الأجنبية والتي سعت افتتاح فروع لها لتمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير، وقد تم افتتاح أول فرع لبنك أجنبي في عام 1921 وتولت بعد ذلك عمليات افتتاح العديد من الفروع ومكاتب التمثيل للشركات والبنوك التجارية الاستثمارية في البحرين.

			ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1956 بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحرين الوطني، بداية الانطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في البحرين، حيث تبعه تأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية والصناعية. ومع بداية الثمانينات تم إنشاء سوق غير رسمي (سوق اللؤلؤة) لبيع وشراء الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوقا للأوراق المالية يوفر الثقة والطمأنينة، وأيضا القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة فيه، وذلك لافتقاره للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية، ولتلافي هذه السلبيات تم التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) لإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية في البحرين، وبناء على النتائج الإيجابية والمشجعة لإنشاء مثل هذا السوق، صدر القانون رقم (04) لسنة 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوق الأوراق المالية، كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق بالقرار الوزاري رقم (13) لسنة 1988، وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات والتي في ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 يونيو 1989. وفي عام 2002 وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط اتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط في السوق كأول بنك عماني يدرج في البورصات الخليجية، وسيوفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية.
4	تونس	بورصة الأوراق المالية بتونس	بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري وكانت هذه المعاملات من مسؤولية البنوك المرخصة بواستمر العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة، وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان وفي عام 1969 صدر القانون (13) والقاضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة والتي استمر العمل بها حوالي عشرين عاما حتى صدور القانون رقم (49) لسنة 1989 بإحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صيغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي تخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجاري) يشرف عليها وزير المالية.
5	السعودية	سوق الأسهم السعودي	تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية عام 1934. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة في نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، وقيامها بتحويل ملكية نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة إذ تم طرح أسمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيها بينهم، ففي تلك الفترة (أواخر السبعينات) نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المجال وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم 08/1230 في 1403/07/11 هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من غرة شهر ربيع الأول عام 1405 هـ الموافق 23 نوفمبر 1984 فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم.
6	عمان	سوق مسقط للأوراق المالية	يعتبر إنشاء شركة عمان للفنادق في عام 1971، وهي أولالشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط، وقد تلا قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى الذي بلغ عددها 73 شركة قبل قيام السوق. ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق وذلك إيمانا بأهمية ودوره الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها لمختلف وعلى رأسها أموال القطاع الخاص. وقد توجهت الجهود التي بذلت في هذا الصدد المرسوم السلطاني رقم 88/54 بتاريخ 21 يونيو 1988 الذي أنشئ بمقتضاه سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعا وشراء. وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها وأهلية التصرف في أموالها وإدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية وبعد أن استكملت

			كافة الإجراءات والترتيبات اللازمة باشر سوق مسقط للأوراق المالية أعماله حيث شهدت قاعدة السوق أول عملية تداول صبح يوم السبت 20 مايو 1989.
7	الكويت	سوق الكويت	يعتبر بنك الكويت الوطني هو أول شركة مساهمة عامة يتم إنشاءها في الكويت، حيث طرحت أسهمها للاكتتاب العام في عام 1952، ثم أعقبه تأسيس شركة السينما الكويتية في عام 1954، ثم الخطوط الجوية الكويتية عام 1958، ثم توالى تأسيس الشركات المساهمة الكويتية بعد ذلك حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا جديدا للأموال التي تراكمت نتيجة النشاط الاقتصادي خاصة بعد تزايد تصدير النفط وفي بداية الأمر كان التعامل في سوق الكويتية يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وفي المجتمعات الشعبية ثم كان للقانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 الدور الأساسي في تنظيم إصدار الأوراق في الكويت حيث حدد المسؤولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين في الأوراق المالية والاكتتاب فيها وبعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية الكويت حيث حدد المسؤولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين في الأوراق المالية، وقد شهدت فترة السبعينات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي، وتزايد التداول بشكل ملموس، مما استدعى إصدار قانون آخر وهو القانون رقم (32) لسنة 1970 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة وهو أول خطوة هامة على طريق تنظم تداول الأوراق المالية في الكويت. ويتم افتتاح سوق الكويت للأوراق المالية في عام 1977، وظل يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزاري رقم (61) سنة 1976 حتى أعضطس 1983 حيث صدر المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق نظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ في عام 1982. وجاء في المادة رقم (1) منه بأن يتولى سوق الكويت للأوراق المالية ممارسة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارته وحق التقاضي، كما صدر القرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983 بشأن اللائحة الداخلية للسوق.
8	لبنان	بورصة بيروت للأوراق المالية	أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم1509 الصادر بتاريخ 03 يوليو 1920، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرئية بجانب التبغ والشباك، وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية أزدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات، ومع تنامي هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيمانا بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية، وقد توجهت الجهود التي بدلت في هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعي رقم (30) بتاريخ 1985/03/23 (وهو قانون الخالي التي تخضع له البورصة) الذي أعاد سوقي العملات والذهب إلى البورصة لفترة ثلاثة عشرة عاما، وقد أعيد افتتاحها في الثاني والعشرين من كانون الثاني (يناير) من عام 1996 بموجب المرسوم رقم(7667) بتاريخ 21 ديسمبر 1995 والذي تم بموجب وضع النظام الجدد لعمل البورصة.
9	المغرب	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبالمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح المستثمرين أجانب عن طريق المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة" وعند استحداث مراقبة الصرف، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب بإصدار قرار بتاريخ 13 يوليو 1948 سمي المكتب بموجبه "مكتب تسعيرة القيم المنقولة". ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المقولة، ينص على الجانب التنظيمي والقانوني والتقني لهذه المؤسسة وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة، منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة، وفي سبتمبر 1993 صدر مرسوم ملكي استجابة لمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة أصبحت بموجبه بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب وقد ساهمت التعديلات التي أدخلت بموجب المرسومين المذكورين في تطوير وتنشيط البورصة في المغرب والنهوض بهذا القطاع وتطويره وتشجيع المدخرين والشركات

			على التعامل مع السوق المالي، خاصة أن الاقتصاد المغربي أخذ اتجاها انفتاحيا على الخارج لتشجيع الاستثمار الأجنبي، وفي عام 1996 وافقت الحكومة على تغير بعض البنود في قانون البورصة لمسايرة الإصلاحات الجديدة وتطور السوق.
10	الإمارات	أسواق الأسهم في دولة الإمارات	يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة في مطلع الستينات بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، وظل السوق يعمل بصورة غير منظمة لفترة طويلة، مما أدى إلى حدوث اختلالات كبيرة نجمت عن غياب الأحيات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توافر الشفافية والإفصاح، وقد توجهت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور القانون الاتحادي رقم (4) لسنة 2000 الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع فتم استناد على ذلك تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية. أ-سوق أبو ظبي للأوراق المالية: تم تأسيس هذا السوق بموجب القانون رقما (3) لسنة 2000 ويتمتع السوق بموجب هذا القانون بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، كما أن للسوق أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 15 نوفمبر 2000. ب-سوق دبي المالي: تم تأسيس هذا السوق على أنه مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، ويعمل السوق في مرحلته الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الإتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات العامة والمؤسسات العامة والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق. ويمكن للأجانب الاستثمار في هذين السوقين بطريقة غير مباشرة من خلا محافظ الاستثمارية المختلفة والتي يتم إدارتها من قبل مدراء متخصصين، حيث تجدر الإشارة إلى أن قانون الشركات في دولة الإمارات لا يسمح بتملك الأجانب لنسبة تزيد عن 49% من رأسمال الشركات العامة في الدولة.
11	قطر	سوق الدوحة للأوراق المالية	يعتبر إنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والتقليات عام 1957 بداية الإنطلاقة في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، أعقب ذلك استقرار عمليات التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الاقتصادية حتى وصل عدد الشركات التي تم إدراج اسمها على لوائح السوق 17 شركة. وفي غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من المكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل. وانطلاقا من الرغبة الأكيدة من السلطات المعنية في إيجاد سوق منظمة تؤدي دورها في توجيه مدخرات المواطنين نحو الاستثمار في مشاريع التنمية الاقتصادية، صدور القانون رقم (14) لسنة 1995 والخاص باستثناء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفة الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال بنية القطاع المالي في دولة قطر. وتم تشكيل لجنة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1996/07/17، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، وبعد استكمال كافة الإجراءات والرتيبات اللازمة باشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل اعتبارا من يوم السادس والعشرين من شهر مايو عام 1997.
12	السودان	سوق الخرطوم للأوراق المالية	استفاد السودان من تجارب الدول الفني الذي سبقته في مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة وفق التشريعية الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة، وللسوق هيئة رقابة شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة، وقد بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في عام 1982، بهدف تنظيم إنشاء السوق وفي ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992، وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبح بموجبه السوق كيانا قانونيا مستقلا، وبدأ العمل في سوق الإصدارات في العاشر من شهر أكتوبر عام 1994، وفي الثاني من يناير عام 1995 تم افتتاح سوق تداول الأسهم.

13	الجزائر	بورصة الجزائر	تقوم شركة بورصة القيم، شركة ذات أسهم بإدارة سوق الأوراق المالية بالجزائر، وقد أنشئت الشركة بتاريخ 25 مايو 1997 وفقا للمرسوم التشريعي رقم (93-10) المؤرخ في مايو 1993، وهي تشكل إطارا عموميا ومنظما في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة باعتبارهم مهنيين متخصصين في بيع وشراء الأوراق المالية لتمكينهم من ممارسة مهامهم طبقا للقوانين والتنظيمات المعمول بها وعقد عكفت شركة إدارة بورصة الأوراق القيم منذ نشأتها على وضع الترتيبات العملية والتنفيذية اللازمة لعمليات التداول على الأوراق المالية، واعتبار من تاريخ 15 يوليو 1998 تخلى الأعضاء المؤسسون لشركة إدارة بورصة القيم بعض البنوك الوطنية والخاصة وشركات التأمين، عن حصصهم في رأس مال الشركة لصالح شركات متخصصة في الوساطة في الأوراق المالية، وتأخذ شركة إدارة بورصة الأوراق على عاتقها القيام بمهام التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة، التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة وأيضا تنظيم عمليات المقاصة على الأوراق المالية ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
14	فلسطين	بورصة فلسطين	كانت سوق فلسطين للأوراق المالية قد تأسست عام 1995 بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار "بادیکو" التي تمتلك 80% من رأسمالها، وعقدت سوق فلسطين للأوراق المالية أول جلسة تداو في 18 شباط/ فبراير 1997، وأصبحت مشاركة في قاعدة بيانات الصندوق في الربع الأول من عام 2005.
ب	أسواق المال العربية غير المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي		
15	العراق	سوق بغداد للأوراق المالية	-
ج	**الدول العربية التي لا توجد بها أسواق مالية حتى نهاية 2007**		
16	جيبوتي	-	-
17	سوريا	-	تم تشكيل لجنة على مستوى الوزراء والفنيين لإعداد مشروع إنشاء السوق
18	الصومال	-	-
19	ليبيا	-	نصت اللائحة التنفيذية للقانون رقم (21) لسنة 2001 على إنشاء سوق للأوراق المالية وتحديد أهم البنود التي يجب أن يتضمنها النظام الأساسي للسوق
20	موريتانيا	-	-
21	اليمن	-	أعدت الحكومة الدراسات الفنية لإنشاء سوق للأوراق المالية وأقرت جدواه وتعكف على إعداد التشريعات والنظم الفنية

المصدر: - حسين عبد المطلب الأسرج، **2004**، ص105-116.

- صندوق النقد العربي، **2004**.
- صندوق النقد العربي، **2006**، ص135

Palestine Stock Exchange — سوق فلسطين للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Palestine Stock Exchange	35	35	35	33	33	سوق فلسطين للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Jordanian Dinar (Million)	1,753.3	1,753.3	1,727.0	1,934.7	1,934.7	بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	2,473.6	2,473.6	2,438.6	2,731.1	2,731.1	بالدولار الامريكي (مليون)
Trading Volume						**احجام التداول**
Jordanian Dinar (Million)	579.4	130.3	127.3	756.5	135.8	بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	817.5	183.9	179.7	1,067.4	191.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	300.7	62.8	60.9	232.7	58.0	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	253	63	66	241	55	عدد ايام التداول
Average daily trading	3.2	2.9	2.7	4.4	3.5	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	33.0	7.4	7.4	39.1	7.0	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
AL Quds Local index	527.3	527.3	517.2	605.0	605.0	مؤشر القدس
Change in index	-12.8	1.9	1.5	-46.4	0.2	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	10	10	10	10	10	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	1,897.9	1,897.9	1,831.5	2,159.2	2,159.2	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	189.5	189.5	182.9	215.6	215.6	مؤشر الأسعار ديسمبر 2004=100
Change in index (%)	-12.1	3.6	2.6	-44.1	0.2	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	0.7088	0.7088	0.7082	0.7084	0.7084	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.0564	-0.0847	0.1128	-0.0141	-0.0141	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Algiers Stock Exchange — بورصة الجزائر

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Algerian Dinar (Million)	6,500	6,500	6,800	6,710	6,710	بالدينار الجزائري (مليون)
In US Dollar (Million)	97.2	97.2	99.9	95.7	95.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Algerian Dinar (Million)	14,219.1	1,106.2	6,360.6	23,756.9	2,271.1	بالدينار الجزائري (ألف)
In US Dollar (Million)	206.6	16.5	93.4	334.4	32.4	بالدولار الأمريكي (ألف)
Traded Shares (Million)	35.4	2.8	15.9	63.6	5.9	عدد الأسهم المتداولة (ألف)
Number of trading days	105	27	26	85	26	عدد ايام التداول
Average daily trading	1.97	0.61	3.59	3.93	1.25	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	0.2188	0.0170	0.0935	0.3541	0.0338	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
ASE Local index	-	-	-	-	-	مؤشر بورصة الجزائر
Change in index	-	-	-	-	-	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	5.3	5.3	5.5	7.4	7.4	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	776.9	776.9	735.0	6.6	6.6	الربع (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	2	2	2	2	2	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	96.1	96.1	99.9	95.7	95.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	67.2	67.2	69.8	66.9	66.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	0.4	-3.7	1.5	-35.2	-1.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	66.895	66.895	68.098	70.110	70.110	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	4.806	1.767	3.147	0.994	0.994	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Khartoum Stock Exchange — سوق الخرطوم للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Khartoum Stock Exchange	52	52	52	52	52	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Sudanese Pound (Million)	10,121.6	10,121.6	7,766.1	931,017.9	931,017.9	بالجنيه السوداني (مليون) *
In US Dollar (Million)	4,931.1	4,931.1	3,877.3	4,624.3	4,624.3	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Sudanese Pound (Million)	97,428.2	392.9	440.8	206,641.7	32,009.4	بالجنيه السوداني (مليون)
In US Dollar (Million)	893.2	191.4	220.1	969.1	159.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	9,409.8	18.7	24.8	7,582.9	361.6	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	233	59	58	233	53	عدد ايام التداول
Average daily trading	3.8	3.2	3.8	4.2	3.0	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	962.6	3.9	5.7	22.2	3.4	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
KSE Local index	2,962.1	2,962.1	2,488.2	2,972.8	2,972.8	مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية
Change in index	-0.4	19.0	-5.9	-6.7	7.7	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	11	11	11	11	11	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	2,281.2	2,281.2	1,898.7	2,447.7	2,447.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2002=100)	182.9	182.9	152.2	196.3	196.3	مؤشر الأسعار ديسمبر 2002=100
Change in index (%)	-6.8	20.1	-11.5	-4.4	1.2	التغير في مو شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	2.05	2.05	2.00	201.33	201.33	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.00	0.00	-1.38	3.77	3.77	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Doha Securities Market

سوق الدوحة للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Doha Securities Market	40	40	38	36	36	سوق الدوحة للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Qatari Riyal (Million)	347,695	347,695	276,933	221,730	221,730	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	95,505	95,505	76,112	60,905	60,905	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Qatari Riyal (Million)	108,929.5	49,102.9	16,671.0	74,936.8	16,811.9	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	29,926.6	13,487.6	4,581.8	20,584.9	4,617.9	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	3,411.3	1,482.7	522.3	2,428.4	565.0	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	252	59	66	248	60	عدد ايام التداول
Average daily trading	118.8	228.6	69.4	83.0	77.0	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	31.3	14.1	6.0	33.8	7.6	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
DSM Local index	9,580.5	9,580.5	8,097.1	7,133.0	7,133.0	مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية
Change in index	34.3	18.3	10.2	-35.5	-5.1	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربع (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	23	23	23	23	23	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	64,743.0	64,743.0	56,169.1	48,811.4	48,811.4	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2001=100)	478.7	478.7	415.3	368.2	368.2	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	30.0	15.3	12.1	-33.6	-5.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	3.6406	3.6406	3.6385	3.6406	3.6406	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	-0.0577	0.0302	-0.0165	-0.0165	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Dubai Financial Market

سوق دبي المالي

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Dubai Financial Market	55	55	56	46	46	سوق دبي المالي
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
UAE Dirham (Million)	507,474	507,474	369,507	319,156	319,156	بالدرهم الاماراتي (مليون)
In US Dollar (Million)	138,179	138,179	100,653	86,895	86,895	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
UAE Dirham (Million)	379,349	198,258	54,748	347,962	50,443	بالدرهم الاماراتي (مليون)
In US Dollar (Million)	103,297	53,983	14,913	94,735	13,734	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	105,257.0	52,868.4	20,587.6	39,643.8	6,615.5	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	252	59	66	281	58	عدد ايام التداول
Average daily trading	409.9	915.0	226.0	337.1	236.8	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	74.8	39.1	14.8	109.0	15.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
DFM Local index	5,932.0	5,932.0	4,232.5	4,127.3	4,127.3	مؤشر سوق دبي المالي
Change in index	43.7	40.2	-4.0	-44.4	-14.4	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	16.5	16.5	12.3	12.1	12.1	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	2.9	2.9	2.2	2.6	2.6	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	1.7	1.7	2.4	1.9	1.9	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	14	14	14	14	14	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	60,350	60,350	48,451	38,244	38,244	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2001=100)	592.4	592.4	475.6	378.9	378.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	56.3	24.6	-5.3	-54.3	-8.8	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	3.6726	3.6726	3.6711	3.6729	3.6729	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0082	-0.0409	0.0517	0.0027	0.0027	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Abu Dhabi Securities Market

سوق أبو ظبي للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	نهاية العام	الربع الرابع	
	Year end	Q4	Q3	Year end	Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Abu Dhabi Securities Market	64	64	64	60	60	سوق ابوظبي للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
UAE Dirham (Million)	444,853	444,853	351,282	296,567	296,567	بالدرهم الاماراتي (مليون)
In US Dollar (Million)	121,128	121,128	95,681	80,745	80,745	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
UAE Dirham (Million)	175,349	94,495	29,356	70,601	6,150	بالدرهم الاماراتي (مليون)
In US Dollar (Million)	47,746	25,730	7,996	19,222	1,674	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	52066.8	23659.0	10136.7	11296.1	1621.9	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	252	59	66	282	59	عدد ايام التداول
Average daily trading	189.47	436.10	121.15	68.16	28.38	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	39.42	21.24	8.36	23.81	2.07	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
ADSM Local index	4551.8	4551.8	3557.7	2999.7	2999.7	مؤشر سوق ابوظبي للأوراق المالية
Change in index	51.7	27.9	0.4	-42.3	-15.4	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	16.3	16.3	13.29	10.1	10.1	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	2.9	2.9	2.4	2.3	2.3	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	2.7	2.7	2.71	1.87	1.87	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	25	25	25	25	25	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	73,244	73,244	62,159	43,651	43,651	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2001=100)	358.9	358.9	304.6	211.4	211.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	69.8	17.8	1.4	-46.4	-11.9	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	3.6726	3.6726	3.6714	3.6729	3.6729	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.008	-0.033	0.044	0.003	0.003	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Casablanca Stock Exchange — بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Casablanca Stock Exchange	73	73	69	63	63	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Moroccan Dirham (Million)	586,328	586,328	575,579	417,092	417,092	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	75,494.5	75,494.5	72,478.3	49,415.0	49,415.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**احجام التداول**
Moroccan Dirham (Million)	174,841.7	92,186.1	34,693.0	78,914.7	31,761.9	بالدرهم المغربي (مليون)
In US Dollar (Million)	22,009.3	11,869.7	4,368.6	9,109.9	3,763.0	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	262.1	140.5	65.4	178.7	39.6	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	251	64	61	249	62	عدد ايام التداول
Average daily trading	87.7	185.5	71.6	36.6	60.7	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	29.8	15.7	6.0	18.9	7.6	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
MASI Local index	12,695.0	12,695.0	12,819.1	9,479.5	9,479.5	مؤشر بورصة القيم المنقولة
Change in index	33.9	-1.0	11.8	71.1	17.5	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	33.8	33.8	33.2	32.1	32.1	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	2.1	2.1	2.1	2.9	2.9	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	35	35	35	37	37	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	31,362	31,362	31,619	22,338	22,338	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	571.9	571.9	576.6	404.9	404.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	41.2	-0.8	8.7	69.7	12.4	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	7.7665	7.7665	7.9414	8.4406	8.4406	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	8.68	2.20	3.92	3.29	3.29	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Cairo & Alexandria Stock Exchanges — بورصتي القاهرة والاسكندرية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						عدد الشركات المدرجة
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	435	435	515	603	603	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Market Capitalization						القيمة السوقية
Egyptian Pound (Million)	768,276	768,276	645,611	533,986	533,986	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	138,828	138,828	115,546	93,496	93,496	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						احجام التداول
Egyptian Pound (Million)	363,355	132,397	85,497	280,788	73,530	بالجنيه المصري (مليون)
In US Dollar (Million)	64,772	23,924	15,301	48,954	12,874	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	15,752.3	5,824.0	3,263.6	9,013.2	2,730.9	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	251	66	65	244	60	عدد ايام التداول
Average daily trading	258.1	362.5	235.4	200.6	214.6	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	47.3	17.2	13.2	52.6	13.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues						الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						المؤشرات المحلية
CASE Local index	3,412.3	3,412.3	2,937.4	2,380.8	2,380.8	مؤشر بورصتي القاهرة والاسكندرية
Change in index	43.3	16.2	7.5	6.3	6.3	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-	الربح (%)
AMF Index						مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	77,388.6	77,388.6	67,798.1	58,279.6	58,279.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	353.1	353.1	309.4	265.9	265.9	مؤشر الأسعار نيسمبر 1995=100
Change in index (%)	32.8	14.1	13.8	5.6	10.4	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	5.534	5.534	5.588	5.711	5.711	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	3.204	0.957	1.845	0.495	0.495	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Beirut Stock Exchange

بورصة بيروت

	2007			2006		
	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	نهاية العام	الربع الرابع	
	Year end	Q4	Q3	Year end	Q4	
Number of Listed Companies						عدد الشركات المدرجة
Beirut Stock Exchange	15	15	16	16	16	بورصة بيروت
Market Capitalization						القيمة السوقية
Lebanese Pound (Million)	16,471,756	16,471,756	14,014,810	12,555,080	12,555,080	بالليرة اللبنانية (مليون)
In US Dollar (Million)	10,894	10,894	9,266	8,304	8,304	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						أحجام التداول
Lebanese Pound (Million)	1,503,274	608,817	389,246	3,057,270	314,693	بالليرة اللبنانية (مليون)
In US Dollar (Million)	994.1	402.7	257.4	2,031.9	208.1	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	115.0	72.8	20.0	134.8	12.2	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	243	59	63	232	59	عدد ايام التداول
Average daily trading	4.1	6.8	4.1	8.8	3.5	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	9.1	3.7	2.8	24.4	2.5	معدل دوران السهم (%)
New Issues						الاصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						المؤشرات المحلية
BSE Local index	129.2	129.2	112.0	102.4	102.4	مؤشر بورصة بيروت
Change in index	26.2	15.4	9.3	-8.7	-10.8	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى القيمة التفتريرية
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-	الربح (%)
AMF Index						مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	11	11	11	11	11	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	4,660.0	4,660.0	4,140.4	3,549.0	3,549.0	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	135.0	135.0	120.0	102.8	102.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	31.3	12.5	13.9	-5.4	-14.5	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	1,512.0	1,512.0	1,512.5	1,512.0	1,512.0	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.000	0.033	0.000	0.033	0.033	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Kuwait Stock Exchange — سوق الكويت للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Kuwait Stock Exchange	196	196	190	180	180	سوق الكويت للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Kuwaiti Dinar (Million)	36,981	36,981	38,668	30,630	30,630	بالدينار الكويتي (مليون)
In US Dollar (Million)	135,362	135,362	138,249	105,950	105,950	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Kuwaiti Dinar (Million)	36,999	7,616	10,482	17,284	5,148	بالدينار الكويتي (مليون)
In US Dollar (Million)	130,896	27,878	37,477	59,600	17,808	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	70,417	16,622	22,898	37,658	11,014	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	247	60	65	241	60	عدد ايام التداول
Average daily trading	529.9	464.6	576.6	247.3	296.8	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	100.0	20.6	27.1	56.4	16.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
KSE Local index	12,588.0	12,588.0	12,848.0	10,067.0	10,067.0	مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية
Change in index	25.0	-2.0	5.9	-12.0	-1.0	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	-	-	-	-	-	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	-	-	-	-	-	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	65	65	65	65	65	**عدد الشركات المدرجة في المؤشر**
Market capitalization in $ US	89,452	89,452	89,835	81,057	81,057	**القيمة السوقية** (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	444.4	444.4	446.3	350.9	350.9	**مؤشر الأسعار** ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	26.6	-0.4	5.8	-7.5	-0.9	**التغير في مؤ** شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	0.2732	0.2732	0.2797	0.2891	0.2891	**أسعار الصرف في** نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	5.8199	2.3239	2.9157	0.0346	0.0346	**نسبة التغير في** أسعار الصرف (%)

Muscat Securities Market — سوق مسقط للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Muscat Securities Market	125	125	124	121	121	سوق مسقط للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Omani Riyal (Millionf)	8,888.1	8,888.1	6,264.5	5,019.2	5,019.2	بالريال العماني (مليون)
In US Dollar (Million)	23,086.0	23,086.0	16,271.4	13,033.5	13,033.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Omani Riyal (Million)	2,006.2	1,057.6	358.2	853.1	191.3	بالريال العماني (مليون)
In US Dollar (Million)	5,210.6	2,747.0	930.5	2,214.3	496.8	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	2,741.8	1,334.7	587.1	922.2	270.8	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	248	59	65	247	59	عدد ايام التداول
Average daily trading	21.0	46.6	14.3	9.0	8.4	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	22.6	11.9	5.7	17.0	3.8	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
MSM Local index	9,035.5	9,035.5	6,986.6	5,581.6	5,581.6	مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية
Change in index	61.9	29.3	10.2	14.5	2.5	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	14.7	14.7	11.4	13.9	13.9	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	4.0	4.0	2.9	2.7	2.7	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	2.5	2.5	4.0	3.8	3.8	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	74	74	74	72	72	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	7,980.0	7,980.0	6,197.9	8,936.8	8,936.8	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	177.9	177.9	138.2	117.9	117.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	50.9	28.8	10.0	6.6	1.9	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	0.3850	0.3850	0.3850	0.3851	0.3851	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0260	0.0000	0.0000	0.1038	0.1038	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Saudi Stock Market — سوق الأسهم السعودي

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Saudi Stock Market	111	111	106	86	86	سوق الأسهم السعودي
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Saudi Riyal (Million)	1,946,347	1,946,347	1,329,823	1,225,858	1,225,858	بالريال السعودي (مليون)
In US Dollar (Million)	518,984	518,984	355,416	326,869	326.869	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Saudi Riyal (Million)	2,557,713	553,414	515,958	5,261,851	718,095	بالريال السعودي (مليون)
In US Dollar (Million)	682,287	147,565	137,898	1,402,953	191,477	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	57,886.0	14,132.5	11,032.2	54,439.7	13,387.6	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	248	57	65	265	59	عدد ايام التداول
Average daily trading	2,751.2	2,588.9	2,121.5	5,294.2	3,245.4	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	131.4	28.4	38.8	429.2	58.6	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
TASI Local index	11,176.0	11,176.0	7,833.4	7,933.3	7,933.3	مؤشر سوق الاسهم السعودي
Change in index	40.9	42.7	12.4	-52.5	-30.5	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	23.2	23.2	16.7	16.2	16.2	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	4.3	4.3	3.1	3.8	3.8	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	-	-	2.9	2.7	2.7	الربع (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	62	62	62	62	62	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	357,306	357,306	237,296	259,748	259.748	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1995=100)	555.6	555.6	369.0	403.9	403.9	مؤشر الأسعار ديسمبر 1995=100
Change in index (%)	37.6	50.6	12.7	-54.0	-33.2	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	3.7503	3.7503	3.7416	3.7503	3.7503	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	-0.2325	0.2453	0.0187	0.0187	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Tunis Stock Exchange — بورصة الأوراق المالية بتونس

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Tunis Stock Exchange	51	51	50	48	48	بورصة الأوراق المالية بتونس
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Tunisian Dinar (Million)	6,527.3	6,527.3	6,120.5	5,490.6	5,490.6	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Million)	5,338.9	5,338.9	4,903.5	4,221.9	4,221.9	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Tunisian Dinar (Million)	914.9	379.0	116.9	746.3	212.7	بالدينار التونسي (مليون)
In US Dollar (Million)	726.5	310.0	93.7	563.3	163.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	69.7	25.5	10.5	56.0	21.9	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	250	62	63	247	61	عدد ايام التداول
Average daily trading	2.9	5.0	1.5	2.3	2.7	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	14.02	5.81	1.91	13.59	3.87	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**الموشرات المحلية**
BVMT Local index	1,936.8	1,936.8	1,821.9	1,599.1	1,599.1	مؤشر بورصة الأوراق المالية بتونس
Change in index	21.1	6.3	-3.1	40.0	10.0	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	16.2	16.2	15.3	16.5	16.5	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	2.9	2.9	3.1	3.3	3.3	الريع (%)
AMF Index						**موشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	33	33	33	36	36	عدد الشركات المدرجة في الموشر
Market capitalization in $ US	3,996.9	3,996.9	3,832.7	3,202.3	3,202.3	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	58.4	58.4	56.0	44.8	44.8	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	30.4	4.3	-2.9	40.2	10.7	التغير في مو شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	1.2226	1.2226	1.2482	1.3005	1.3005	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	6.3717	2.0510	3.6288	2.3575	2.3575	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Bahrain Stock Exchange — سوق البحرين للأوراق المالية

	2007			2006		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Bahrain Stock Exchange	51	51	51	50	50	سوق البحرين للأوراق المالية
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Bahraini Dinar (Million)	10,185.1	10,185.1	9,157.0	7,963.1	7,963.1	بالدينار البحريني (مليون)
In US Dollar (Million)	27,016.3	27,016.3	24,289.2	21,122.4	21,122.4	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Bahraini Dinar (Million)	403.1	175.2	94.8	522.9	88.5	بالدينار البحريني (مليون)
In US Dollar (Million)	1,069.2	464.8	251.5	1,386.9	234.7	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	851.1	413.5	213.3	727.6	151.9	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	249	60	66	246	60	عدد ايام التداول
Average daily trading	4.3	7.7	3.8	5.6	3.9	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	4.0	1.7	1.0	6.6	1.1	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
BSE Local index	2,755.3	2,755.3	2,543.9	2,217.6	2,217.6	مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية
Change in index	24.2	8.3	5.6	1.0	-0.8	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	13.1	13.1	11.8	13.6	13.6	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	2.1	2.1	1.8	1.9	1.9	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	3.7	3.7	4.1	3.6	3.6	الربح (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	25	25	25	26	26	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	16,082.9	16,082.9	14,233.9	14,371.7	14,371.7	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	209.4	209.4	185.3	187.1	187.1	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	11.9	13.0	7.2	2.2	-1.6	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Amman Stock Exchange — بورصة عمّان

	2007			2006		
	نهاية العام	الربع الرابع	الربع الثالث	نهاية العام	الربع الرابع	
	Year end	Q4	Q3	Year end	Q4	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Amman Stock Exchange	245	245	240	227	227	بورصة عمان
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Jordanian Dinar (Million)	29,225.6	29,225.6	22,318.4	21,078.2	21,078.2	بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	41,232.5	41,232.5	31,514.3	29,729.5	29,729.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**احجام التداول**
Jordanian Dinar (Million)	12,348.1	3,351.9	2,855.4	15,319.0	2,360.6	بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	17,424.2	4,728.9	4,031.9	21,616.3	3,329.5	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	4,479.4	1,264.5	1,129.2	4,267.9	840.3	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	247	58	65	242	58	عدد ايام التداول
Average daily trading	70.5	81.5	62.0	89.3	57.4	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	42.3	11.5	12.8	72.7	11.2	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
ASE Local index	7,519.3	7,519.3	5,727.6	5,518.1	5,518.1	مؤشر بورصة عمان
Change in index	36.3	31.3	-0.6	-32.6	-9.3	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	28.0	28.0	21.4	16.8	16.8	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	3.0	3.0	2.3	2.3	2.3	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	1.8	1.8	2.4	2.3	2.3	الربع (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	58	58	58	58	58	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	29,868.3	29,868.3	21,599.6	20,957.6	20,957.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	522.6	522.6	377.9	366.7	366.7	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	42.5	38.3	-0.3	-33.9	-11.2	التغير في مؤ شر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	0.7088	0.7088	0.7082	0.7090	0.7090	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0282	-0.0847	0.0564	-0.0988	-0.0988	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار امريكي)
Stock Markets Capitalization
(Million $U.S.)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	122,130	128,771	122,185	122,130	121,128	77,375	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	44,315	46,218	42,814	44,315	41,233	33,143	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	28,887	28,244	27,461	28,887	27,016	20,416	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	446,389	493,146	464,826	446,389	518,984	318,336	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	132,865	147,483	140,823	132,865	135,362	111,127	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	93,418	89,345	83,554	93,418	75,495	59,798	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	99	98	97	99	97	97	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	5,977	5,678	5,473	5,977	5,339	4,919	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	128,890	138,892	131,895	128,890	138,179	85,450	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	4,653	4,625	4,717	4,653	4,931	4,477	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2,958	2,749	2,737	2,958	2,474	2,857	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	24,756	26,124	23,069	24,756	23,086	12,583	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	104,839	111,172	98,757	104,839	95,505	54,839	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	11,357	10,545	10,702	11,357	10,894	8,559	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchang	160,362	163,574	149,990	160,362	138,828	96,195	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1,311,894	1,396,665	1,309,100	1,311,894	1,338,550	890,171	المجموع

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)
Number of Listed Companies
(End of Period)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	64	64	64	64	64	63	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	248	248	246	248	245	229	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	51	51	51	51	51	50	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	116	115	112	116	111	88	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	196	195	195	196	196	181	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	74	74	74	74	73	64	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	51	50	50	51	51	48	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	56	56	56	56	55	50	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	52	52	52	52	52	52	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	35	35	35	35	35	34	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	121	125	125	121	125	122	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	42	41	40	42	40	36	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	15	15	15	15	15	16	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchang	424	426	428	424	435	565	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1547	1549	1545	1547	1550	1600	المجموع

قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded of Stocks
(Million $U.S.)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	4,168	6,294	9,699	20,156	25,730	3,540	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	2,796	1,792	1,985	6,574	4,729	4,973	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	188	535	103	826	465	109	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	42,376	57,915	87,864	188,000	147,565	227,838	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	14,841	12,755	15,964	44,326	27,878	18,210	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1,346	1,218	1,227	3,898	11,870	2,701	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضا
Algeria Stock Exchange	0.035	0.034	0.034	0.104	0.017	0.074	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	40	65	47	157	310	192	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5,867	10,729	17,561	34,149	53,983	11,763	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	46	55	67	168	191	177	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	129	78	140	347	184	256	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	835	665	923	2,423	2,747	540	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	2,479	2,818	4,614	9,908	13,488	4,454	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	50	43	78	171	403	166	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	11,149	7,119	19,656	38,316	23,924	11,265	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	86,311	102,081	159,928	349,421	313,467	286,184	**المجموع**

معدل حجم التداول اليومي
(مليون دولار أمريكي)
Daily Average Value Traded
(Million $U.S.)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	198.5	314.7	461.8	325.1	436.1	57.1	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	133.2	85.3	104.5	107.8	81.5	82.9	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	9.0	26.8	5.4	13.8	7.7	1.8	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	1,842.4	2,895.8	3,993.8	2,892.3	2,588.9	3,735.0	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	706.7	750.3	760.2	751.3	464.6	325.2	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	70.8	58.0	61.3	65.0	185.5	42.9	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضا
Algeria Stock Exchange	0.0039	0.0038	0.0038	0.0039	0.0006	0.0028	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	2.1	3.1	2.4	2.6	5.0	3.1	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	279.4	536.5	878.0	559.8	915.0	189.7	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2.2	2.7	3.4	2.7	3.2	3.1	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	6.1	3.9	7.4	5.8	2.9	4.3	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	41.8	33.2	42.0	39.1	46.6	8.7	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	112.7	140.9	209.7	154.8	228.6	71.8	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	49.6	43.4	77.6	2.9	6.8	2.8	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	506.8	323.6	854.6	571.9	362.5	187.7	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	3,961	5,218	7,462	5,495	5,335	4,716	**المجموع**

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)

Number of Shares Traded
(Million Shares)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	2,508	4,544	8,949	16,001	23,659	4,265	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	485	425	418	1,327	1,265	1,029	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	179	302	78	560	413	62	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	4,266	5,302	8,036	17,604	14,132	18,792	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	8,276	7,399	8,604	24,279	16,622	9,518	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	9.09	11.90	12.34	33.33	140.49	27.80	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.006	0.006	0.006	0.017	0.003	0.013	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	4.24	8.69	7.55	20.49	25.52	18.32	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	4,512	8,264	13,561	26,337	52,868	8,554	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	5	8	8	21	19	3,026	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	46	24	37	107	63	92	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	398	320	423	1,140	1,335	316	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	176	197	317	690	1,483	542	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	2.43	2.40	4.27	9.10	72.85	11.76	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	2,801	1,934	2,064	6,799	5,824	2,618	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	23,668	28,740	42,520	94,928	117,922	48,872	المجموع

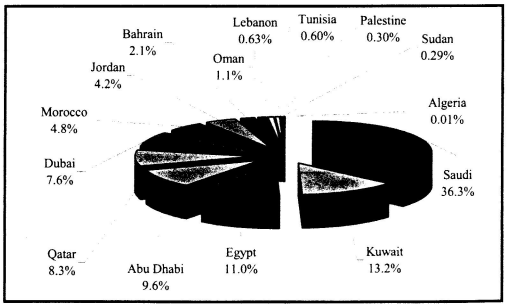
المعدل اليومي لعدد الاسهم المتداولة
(مليون سهم)

Daily average shares traded
(Million Shares)

Market	2008					2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	119.4	227.2	426.2	258.1	401.0	68.8	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	23.1	20.2	22.0	21.8	21.8	17.2	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	8.53	15.11	4.13	9.33	6.89	1.03	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	185.5	265.1	365.3	270.8	247.9	308.1	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	394.1	435.2	409.7	411.5	277.0	170.0	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	0.479	0.567	0.617	0.556	2.195	0.441	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.223	0.414	0.378	0.341	0.412	0.295	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	214.9	413.2	678.0	431.8	896.1	138.0	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	0.24	0.39	0.42	0.35	0.32	52.17	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2.18	1.18	1.97	1.78	1.00	1.53	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	19.88	16.00	19.22	18.39	22.62	5.09	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	8.0	9.8	14.4	10.8	25.1	8.7	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	0.135	0.120	0.203	0.154	1.235	0.196	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	127.3	87.9	89.7	101.5	88.2	43.6	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1,104	1,492	2,032	1,537	1,992	815	المجموع

أوزان الأسواق المدرجة
في مؤشر صندوق النقد العربي
الربع الأول 2008
Market Weights in the AMF Index
Fourth Quarter 2007

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million $)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	36.28	281,563	62	السعودية	1
Kuwait	13.18	102,295	65	الكويت	2
Egypt	11.04	85,723	100	مصر	3
Abu Dhabi	9.59	74,473	25	ابو ظبي	4
Qatar	8.29	64,365	23	قطر	5
Dubai	7.57	58,796	14	دبي	6
Morocco	4.81	37,350	35	المغرب	7
Jordan	4.18	32,467	58	الاردن	8
Bahrain	2.08	16,175	25	البحرين	9
Oman	1.13	8,806	74	عمان	10
Lebanon	0.63	4,878	11	لبنان	11
Tunisia	0.60	4,633	33	تونس	12
Palestine	0.30	2,326	11	سوق فلسطين	13
Sudan	0.29	2,235	10	سوق الخرطوم	14
Algeria	0.01	101	2	بورصة الجزائر	15



اسعار صرف العملات المحلية
مقابل الدولار الأمريكي
Exchange Rates per $U.S.

Currencies	2008					2007	العملات
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
UAE Dirham	3.6726	3.6726	3.6711	3.6726	3.6726	3.6728	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.7085	0.7085	0.7090	0.7085	0.7088	0.7090	الدينار الاردني
Bahraini Dinar	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	الدينار البحريني
Saudi Riyal	3.7515	3.7446	3.7494	3.7515	3.7503	3.7505	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	0.2657	0.2724	0.2731	0.2657	0.2732	0.2891	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	7.2720	7.5161	7.6669	7.2720	7.7665	8.3633	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	65.196	65.972	66.936	65.196	66.895	69.7566	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	1.1456	1.1827	1.2111	1.1456	1.2226	1.2997	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	2.03	2.01	2.04	2.03	2.05	200.54	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3851	الريال العماني
Qatari Riyal	3.6392	3.6355	3.6386	3.6392	3.6406	3.6396	الريال القطري
Lebanese Pound	1,512.0	1,512.0	1,512.0	1,512.0	1,512.0	1,512.0	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	5.4552	5.4872	5.5525	5.4552	5.5340	5.6962	الجنيه المصري

نسبة تغير أسعار صرف العملات المحلية
Percentage change in Exchange Rates

Currencies	2008					2007	العملات
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
UAE Dirham	0.000	-0.041	0.041	0.000	-0.033	0.003	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.000	0.071	-0.028	0.042	-0.085	0.000	الدينار الاردني
Bahraini Dinar	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	الدينار البحريني
Saudi Riyal	-0.184	0.128	0.024	-0.032	-0.233	-0.005	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	2.460	0.256	0.037	2.745	2.324	-0.104	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	3.248	1.967	1.282	6.367	2.202	0.916	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	1.176	1.440	-0.061	2.540	1.767	0.504	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	3.137	2.345	0.941	6.298	2.051	0.062	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	-0.960	1.218	0.833	1.101	-2.476	0.392	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	الريال العماني
Qatari Riyal	-0.102	0.085	0.055	0.038	-0.058	0.027	الريال القطري
Lebanese Pound	0.000	0.000	0.000	0.000	0.033	0.000	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	0.583	1.176	-0.334	1.424	0.957	0.264	الجنيه المصري

مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم
ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)
AMF Indices and other Market Indices (% change)

Market	1st Q 2008 - 4th Q 2007 الربع الأول 2008 - الربع الرابع 2007	1st Q 2008 - 1st Q 2007 الربع الأول 2008- الربع الأول 2007	السوق
Abu Dhabi	1.68	43.53	ابوظبي
Jordan	8.70	38.43	الاردن
Bahrain	0.57	18.49	البحرين
Saudi	-21.20	20.59	السعودية
Kuwait	14.36	39.86	الكويت
Morocco	19.09	28.76	المغرب
Algeria	4.69	3.23	الجزائر
Tunis	1.88	-2.03	تونس
Dubai	-2.57	29.75	دبي
Sudan	-2.01	0.87	السودان
Palestine	22.54	13.52	فلسطين
Oman	10.35	73.61	عمان
Qatar	-0.58	54.41	قطر
Lebanon	4.68	29.79	لبنان
Egypt	10.77	59.74	مصر
AMF Index	-5.56	32.20	المؤشر المركب
Nikkei	-18.18	-27.55	نيكاي
IFCG	-12.87	21.07	مؤسسة التمويل الدولية
CAC 40	-16.16	-16.45	كاك 40
S&P 500	-9.92	-6.91	ستاندرد و بورز
FT-SE 100	-11.69	-9.61	فوتسي

المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم
(نهاية الفترة بالعملة المحلية)
Local Indices of Stocks
(End of Period in Local Currency)

Market				2008		2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	4,556.4	4,815.6	4,569.6	4,556.4	4,551.8	2,883.7	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	8,067.9	8,463.0	7,824.3	8,067.9	7,519.3	6,148.7	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	2,789.9	2,880.8	2,801.0	2,789.9	2,755.3	2,159.8	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	9,135.0	10,291.5	9,675.0	9,135.0	11,176.0	7,666.1	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	14,288.0	14,009.0	13,499.0	14,288.0	12,588.0	10,221.0	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	14,684.1	14,481.5	13,809.8	14,684.1	12,695.0	11,497.9	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	..	..	..	..	..	..	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	..	..	..	..	1,936.8	1,921.4	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5,351.9	5,960.2	5,616.0	5,351.9	5,932.0	3,727.3	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2,859.0	2,674.7	2,776.4	2,859.0	2,962.1	2,715.0	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	655.2	599.7	596.1	655.2	527.3	622.9	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	10,102.6	10,362.8	9,172.1	10,102.6	9,035.5	5,550.5	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	9,554.7	10,472.6	9,485.3	9,554.7	9,580.5	6,050.4	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	133.5	123.9	125.8	133.5	129.2	105.4	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	3,796.0	3,661.5	3,356.9	3,796.0	3,412.3	2,483.0	بورصتي القاهرة والاسكندرية

نسبة التغير العنوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم
Percentage Change in Local Stock Indices

Market				2008		2007	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	-5.4	5.4	0.4	0.1	27.9	-3.9	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	-4.7	8.2	4.1	7.3	31.3	11.4	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	-3.2	2.9	1.7	1.3	8.3	-2.6	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	-11.2	6.4	-13.4	-18.3	42.7	-3.4	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	2.0	3.8	7.2	13.5	-2.0	1.5	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	1.4	4.9	8.8	15.7	-1.0	21.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	..	..	..	..	..	..	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	..	..	..	..	6.3	20.2	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-10.2	6.1	-5.3	-9.8	40.2	-9.7	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	6.9	-3.7	-6.3	-3.5	19.0	-8.7	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	9.3	0.6	13.1	24.3	1.9	3.0	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	-2.5	13.0	1.5	11.8	29.3	-0.6	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	-8.8	10.4	-1.0	-0.3	18.3	-15.2	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	7.7	-1.5	-2.7	3.3	15.4	3.0	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	3.7	9.1	-1.6	11.2	16.2	4.3	بورصتي القاهرة والاسكندرية

* مقارنة بالفترة السابقة

المنهجية العامة

يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية. ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.

الصيغة الرياضية

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر هي: عندما تكون i > 1.

$$Bi = Bi\text{-}1 * \frac{Mi}{\overline{Mi}} \qquad Xi = \frac{Mi * 100}{\overline{Bi}}$$

عندما تكون i = 1

$$Bi = Mi \qquad Xi = 100$$

حيث:

Xi = المؤشر عند الفترة i

Bi = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون i = 1 (الفترة الأولى).

Mi = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

$\overline{Mi}$ = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

القيمة السوقية (M)

تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: Pi * ni

حيث:

Pi = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

ni = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ($\overline{Mi}$) عن الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$\overline{Mi} = (Mi - Ii - Ri - Ni + "Qi\text{-}1")$$

حيث:

Ii = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i، وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

Ri = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروبا بعدد الأسهم.

Ni = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

Qi-1 = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

المؤشرات لكل دولة (بالدولار الأمريكي)

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشراته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

المؤشر المركب

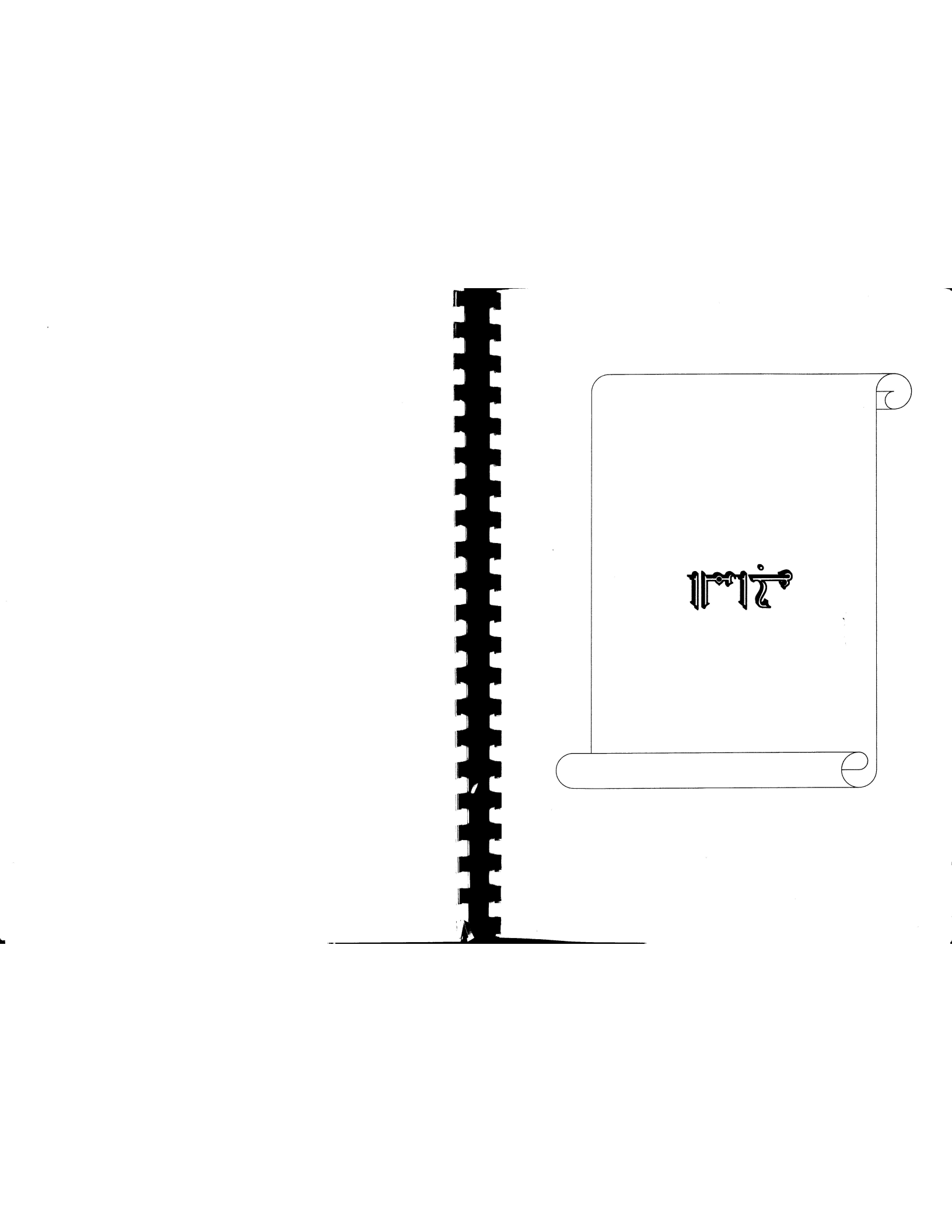
يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في خمسة عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعمان والكويت، ولبنان ومصر والمغرب وأبوظبي ودبي وقطر والسودان والجزائر وفلسطين. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالسوق المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية.

طريقة اختيار العينات

يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية.
- معدل دوران السهم.
- تصنيف الشركات قطاعياً.

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة المصاحبة ، الربع الأول، أبو ظبي 2008.



قائمـــة المراجـــع

1.الكتـــب:

1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة 2003/2002 .

2- أحمد رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعتز للنشر والتوزيع، الإسكندرية 2005.

3- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار العربية للنشر والتوزيع، القاهرة 1998

4- أرشد فؤاد التميمي، سامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية ــ تحليل وإدارة ــ دار الميسرة للنشر ــ عمان 2004.

5- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية 2002.

6- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000.

7- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر2004.

8- توماس ماير، جيمس اس ديسمبرى، روبرت زد ألبر، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، أحمد بديع بليح، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، المملكة العربية السعودية1996.

9- حربي محمد عريقات، مقدمة في التنمية والتخطيط الاقتصادي، دار الكرمل، الطبعة الثانية، عمان الأردن 1997.

10- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأسواق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2001.

11- خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2000.

12- رسمية قريقاص، أسواق المال (أسواق،رأس المال، المؤسسات) ، الدار الجامعية طبع، نشر توزيع، الإسكندرية1999.

13- زينب عوض الله، أسامة الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، 2003.

14- سنغ كفالجيت، ترجمة: رياض حسن، عولمة المال، دار الفارابي، منار، 2001.

15- شذا جمال خطيب، صعفق الركيبي، العولمة المالية ومستقبل أسواق رأس المال العربية، الطبعة الأولى، مؤسسة طابا، 2002.

16- شمعون شمعون، البورصة ــ بورصة الجزائر ــ أطلس للنشر، الجزائر، 2005.

17- صلاح الدين حسن السيسي: بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، دار الوسام، القاهرة، 1998.

18- صلاح الدين حسن السيسي: بورصة الأوراق المالية، الأهمية والأهداف والسبل ومقومات النجاح، عالم الكتاب، القاهرة، 2003.

19- صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، دراسة نظرية وتطبيقية، دار غريب للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002.
20- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية،علميا – عمليا، الإشعاع، الطبعة الأولى مصر2002.
21- ضياء مجيد الموساوي، أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005
22- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة 2004.
23-طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية2003.
24- عاطف وليم أندراوس: أسواق الأوراق المالية بين الضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
25- عبد الغفار حنفي: البورصات: الأسهم، السندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي للتحدي الإسكندرية، 1998.
26- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية 2002.
27- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007.
28- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2002.
29- عبد الغفار حنفي، رسمية قريقاص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية الإسكندرية 2005.
30- عبد الغفار حنفي، قرياقص رسمية، أسواق المال: البنوك التجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية2000.
31- عبد المجيد قدي، مدخل للسياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003.
32- عبد المجيد المهيلمي، حازم الببلاوي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية البلاغ للطاعة والنشر، الأردن، الطبعة الخامسة 2006.
33- عبد النافع الزوري، غازي فرج: الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
34- عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار المجد لاوي للنشر، عمان، 1999.
35- علي حسني خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دون دار النشر، عمان الأردن 1999.

36- عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005.
37- فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2006.
38- لعرابة مولود: محاضرات في الاقتصاد النقدي، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة2001.
39- مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال: النظرية والمؤسسات النقدية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2000.
40- محسن أحمد الخيضري، العولمة- مقدمة في فكر واقتصاد اللادولة، مجموعة النيل العربية القاهرة 2000.
41- محسن أحمد الخيضري، كيف تتعلم البورصة في24ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع ،القاهرة 1999.
42- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة ــ البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية ــ الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار هومة ، الجزائر2002ــ " أ "ــ
43- محفوظ جبار: سلسلة التعريف بالبورصة ــالأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني ــ الطبعة الأولى، دار هومة 2002 ــ" ج"ــ
44- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة ــ تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث ــ دار هومة 2003.
45- محمد سمير عبد العزيز، التمويل وإصلاح الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية 1997.
46- محمد سمير عبد العزيز، المدخل الادخاري والضريبي الإسلامي، المدخل الدولي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الثانية، 1998.
47- محمد صالح الحناوي وآخرون: أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
48- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ،الدار الجامعية،مصر 2001.
49- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد،بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية ،مصر 2002.
50- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال والمال، الدار الجامعية الإسكندرية1999 .
51- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر،عمان الأردن 2005.
52- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية ــ دراسة نظرية وتطبيقية ــ الدار الجامعية 2000.

53- محمد عبد العزيز عجمية، عبد الرحمان يسرى أحمد، التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومشكلاتها الدار الجامعية، الإسكندرية 1999.
54- محمد مطر، فايز تيم: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن 2005.
55- محمد يسرى إبراهيم، الادخار والعوامل المؤثرة فيه، سلسلة المعارف، الإسكندرية 1997
56- محمود أمين الزويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة، الإسكندرية2001.
57- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية2003/2002.
58- مدحت القريشي، التنمية الاقتصادية،نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل، الطبعة الأولى الأردن 2007
59- مروان عطون: الأسواق المالية والنقدية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية الجزء الأول، الجزائر، 1999.
60- مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي والبورصات، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية1998.
61- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، البحرين، 1993.
62- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " ب"، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
63- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية 2002 ــ" أ "ــ
64- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأه المعارف، الإسكندرية، 1998.
65- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر ومحاذير، منشأه المعارف الإسكندرية، 1995.
66- هوشيار معروف كاكامولا ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء ، للتوزيع، والنشر عمان، الطبعة الأولى ، 2003.
67- واثق حمد أبو عمر: النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، عولمة أم فوضى منظمة، سلسلة الرضا للمعلومات، دمشق سوريا، 2003.
68- وداد أحمد كيكسو، العولمة والتنمية الاقتصادية، نشأتها، تأثيرها، تطورها، مطبعة سيكو، الطبعة الأولى، لبنان2002

69- يخزر يعدل فريدة، تقنيات وسياسات التسيير المصرفي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003.

70- يونس أحمد البطريق، السياسيات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، الطبعة الثانية مصر2002.

2. الأطروحات ومذكرات الماجستير:

71- بطاهر علي، إصلاح النظام المصرفي وتعبئة المدخرات وتمويل التنمية ــ حالة الجزائر أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر2005 / 2006 .

72- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 2005 /2006.

73- سامية زيطاري، ديناميكية الأسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر 2004.

74- عمار زيتوني، المصادر الداخلية لتمويل التنمية ــ دراسة حالة الجزائر، (1970ـــ2004) أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2007/2006.

75- فارس فضيل، أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية مع دراسة مقارنة بين الجزائر مصر ، المملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، مارس 2004.

76- فضيلة جنوحات / حريتي، إشكالية الديون الخارجية وآثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع التسيير ، جامعة الجزائر 2006/2005.

77- مزيود إبراهيم، دور سوق رؤوس الأموال في تمويل المشاريع التنموية في الدول العربية، مذكرة ماجيستر، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 2006 ــ 2007.

3.المداخلات في الملتقيات والندوات:

78- أحمد بوراس، أ.السعيد بريكة ، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد ــ دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية ،الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات النامية، جامعة بسكرة أيام 22/21 نوفمبر 2006.

79- سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد -دراسة تجربة الأسواق المالية العربية الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات النامية، جامعة بسكرة، أيام 22/21 نوفمبر 2006.

80- كتوش عاشور قويدر، أورين الحاج، دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية، حالة مؤسسة SNVI، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثره على الاقتصاديات النامية، جامعة بسكرة أيام 22/21، نوفمبر 2006.

81- محفوظ جبار، عديلة مريمت، فطيمة بن يوب ، إستراتيجية اللاوساطة كنموذج تمويلي معاصر – دراسة حالة تونس – الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات النامية، جامعة بسكرة، أيام 22/21، نوفمبر 2006.

82- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية –الأوروبية بمساهمة: مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية جمهورية مصر العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير –جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر 8/9ماي 2004.

83- هارون العشي، مصادر تمويل المشروعات الاستثمارية ودورها في بلورة التحويلات الاقتصادية دراسة حالة الجزائر (1990 – 2004)، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات النامية ، جامعة بسكرة، أيام 22/21 ، نوفمبر 2006.

84- وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات النامية، جامعة بسكرة، أيام 22/21 ، نوفمبر 2006.

4. المجلات و الدوريات:

85- باتريسيا ألونزرو جامو وآخرون، الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق صندوق النقد الدولي، واشنطن 1998.

86- جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على البلدان النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر، 2002 " ب ".

87- جبار محفوظ، فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 01، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر 2001.

88- حاتم عبد الجليل القرنشاوي، الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم العربي، عوامل الجذب ومعوقات النمو ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة 2006.

89- حازم الببلاوي، إبراهيم عاكوم، محمد يسر برينه، المؤسسات المالية العربية وتمويل التنمية الاستثمار في الوطن العربي ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2005.

90- حسين عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994 – 2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية ، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد 79 الكويت ديسمبر 2004.

91- خليفة علي ضو، أداء السوق المالي وقطاع البنوك والنمو الاقتصادي في البلاد العربية، صندوق النقد العربي، صندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، أبو ظبي 2001.

92- رحيم حسين، دور الأسواق المالية في عمليات الخوصصة في البلدان العربية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية متخصصة عن كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير الجزائر. العدد 09، 2003.

93- رحيم حسين، نحو ترقية الادخار المصرفي الشخصي في الدول الإسلامية، إشارة خاصة إلى بلدان شمال إفريقيا، مجلة اقتصادية شمال إفريقيا، جامعة الشلف السداسي الثاني، 2004.

94- سوزان كرين وآخرون، تطوير القطاع المالي في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2001.

95- صاطوري الجودي، شروط ومتطلبات رفع كفاءة سوق رأس المال مع دراسة حالة الجزائر، مجلة العلوم الاجتماعية والعلوم الإنسانية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة 2005

96- علي كنعان، الأسواق المالية، جامعة دمشق ،قسم التأمين والمصارف، سوريا 206/2005

97- مبروك حسين، المدونة النقدية والمالية، دار هومة، الجزائر 2004.

98- مصطفى قارة، إصلاح القطاع المالي والمصرفي، تجارب بعض الدول العربية، صندوق النقد العربي، أبوظبي 2001.

99- مونتيل بيتر، التمويل والرفاهية والنمو الاقتصادي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2001.

5. التقارير السنوية و النشرات الفصلية و الدراسات الأخرى:

100- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2001.

101- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2002.

102- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2003.

103- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2004.

104- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2006.

105- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي سبتمبر 2007.

106- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، أبو ظبي 2007.

107- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول، أبو ظبي 2008.

107- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، أبو ظبي 2002.
108- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، التقرير السنوي لعام 2004.
109- لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، التقرير السنوي لعام2005.
110- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، النشرة الفصلية الرابعة ، 2006.
111- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2004.
112- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2005.
113- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2006.
114- المجلس الاقتصادي والاجتماعي، لجنة التقويم، مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني 2004.
115- وزارة إعادة الهيكلة الصناعية والمساهمة، تصحيح الاقتصاد الوطني وسياسة إعادة الهيكلة الصناعية، الإطار والمبادئ العامة، عرض وجيز، الجزائر 1994 .

6. المراجع باللغة الفرنسية

116- AMENC – VERONNIQUE LE SOURD, théorie du portefeuille et analyse de sa performance, Economnica, 2002.
108- B. JAGUILLAT et B. SOLNIK, marché financiers, gestion de portefeuille et de risque, 3eme édition, Dunod, pars, 1997.
117- CALAUDE DANEILLE, Dictionnaire d' économie et sciences sociales C-D, Nathan, paris.
118- DOV- OGIEN, les marches financiers, cas pratique corriges, gralion édition, 2eme édition, 1997.
111- FREDERIC- MISHKIN, Monnaie banque et marchés financiers, person éducation, paris, 2003.
119- Gillbert Koening, analyse monétaire et financier, édition Economic, paris, 2000
114- HENRI BOURACHOT, dictionnaire des sciences économiques et sociales, bordas, paris, 1992.
120- HERVE JUVIN, les marchés financiers, voyage au cœur de la financiers mondiale, édition d'organisation, paris, 2004.
121- MANSSOURI MANSSOUR, La Bourse des valeurs mobiliers D'Alger, Edition distribution HOUMA, Alger, 2002.
122- MANSSOURI MANSSOUR, Système et pratiques bancaires en Algérie, Edition Distribution HOUMA Alger, 2005.
123- MONDHER BELLALAH : Gestion de portefeuille – analyse quantitative de la rentabilité et des risque – pearsou, Educaction, France, 2004.
124- O.PICON : la bourse, comment gérer votre portefeuille, Delmas, paris, 1991.

125- P.CHAMIN & G.A.KIEFFER & C. de PERTHUIS, les marchés mondiaux, paris, 1995.
126- P. TOPSCALIAN , les indices boursier sur action, Economica, 1996.
VINCENT COEN, marchés de capitaux et techniques financières, Econmica paris, 1997.

7. المواقع الإلكترونية:

1-http://borsa.com/vb/archive/index.php? 06/04/2008 .13:30
2- http://www.cma.gov.eg/cma/contnt/arabic/cma-news28.htm 11/04/2008. 14:45
3- www.amf.org.ae 25/05/2008 8:35
4- www.cosob.com.dz 14/06/2008
5- www.iaigic.org 25/05/2008 10:00

ملخـــص:

سوق رأس المال ما هو إلا ذلك الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التـي تزيـد مـدة استحقاقها عن السنة مثل: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات. كما تمثل فرصة استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية (المستثمر) من الربح و تستفيد الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم و طويل الأجل.

ففي ظل الاهتمام المتزايد بالأسواق المالية من طرف الدول المتقدمة والنامية، وهذا نظرا للدور الذي تؤديه في تعبئة الادخار وحشد الموارد المالية الضرورية للتنمية الاقتصادية، برز وعـي لـدى الدول العربية بضرورة إنشاء أو تطوير هذه الأسواق بغية الاستفادة من هذه الأداة التمويلية المعاصرة خاصة تحت ارتفاع ضغوط تكاليف التمويل الخارجي والتوجه نحو اقتصاد السوق.

والملاحظ أنه رغم جهود الإصلاحات لتطوير هذه الأسواق إلا أن دورها كـان محـدودا فـي تمويل الاقتصاديات العربية بسبب هيمنة القطاع البنكي، ومع ذلك نجد بوادر الأمل بدأت تلوح بتنشيط أسواق المال العربية لأن البلدان العربية في مجملها تسجل زيادات متتالية في معدلات مساهمة القطاع الخاص في اقتصادياتها، وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى استثمارات منتجـة لتحقيـق تنميـة اقتصادية فعالة.

Résumé:

Le marché capitaux est le cadre dont lequel les echangé valeurs mobilières qui augmentent l'échéance plus d' une année tels que: les actions ordinaires, les actions à dividendes prioritaires et les obligations, il représente aussi une superbe occasion d'investissement et un motif important dans l'attirance des capitaux étrangers et des capitaux locaux, là où le porteur titres négociables (valeurs mobilières) (l'investissent) réalise le profit, d'autre part la partie qui est place leurs actions en bourse bénéficie d'un financement permanant et à long terme.

Au moment où les pays développés et les pays en voie de développement étaient intéressés par les marchés financièr parce qu'ils jouent un rôle dans la mobilisation de l'épargne et des ressources nécessaires pour le développement économique, les pays arabes avaient une prise de conscience du nécessité de crée ou de développer ces marchés afin de benificier de l'avantage de cet outil contemporain de financement surtout son l'augmentation de la pression des coûts de financement extérieurs et de progresser vers une économie du marché.

Fait observer que malgré les efforts de réformes visant à développer ces marchés, son rôle se limitait à financer les économies arabes, à cause de la domination du secteur bancaire sur le système de financement dans les pays arabes, pourtant nous constatons des signes d'espoirs relatent la vitalisation des marchés des capitaux arabes parce que les pays arabes dans sons ensemble a enregistré des augmentation succession successives de taux de contribution du secteur privé à ces économies et donc se mobiliser et canaliser l'épargne vers des investissements productifs afin de réaliser un développement économique efficace.