

الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية

إبراهيم أبو بكر المدني*

Résumé:

Les marchés financiers jouent un rôle important dans la croissance économique d'un pays et ceci dans plusieurs fonctions et qui sont traduites par le regroupement des liquidités nationales et des différents capitaux des zones avec un surplus vers des zones en manque et qui ont besoin de ces capitaux pour créer une richesse et un développement avec une croissance adéquate.

Ces marchés rencontrent des situations qui sont connues comme des crises monétaires et qui se définissent comme une situation d'une action inattendue et non prévisible et qui se traduit par des résultats néfastes et multiples. Généralement ces crises arrivent soit à cause d'une économie globale non stable ou bien à cause de perturbations dans les échanges monétaires, ou bien à un défaut dans le modèle de restrictions ou dans les économies des échanges. La plus importante forme de ces perturbations se trouve être l'intervention en elle-même et la non possibilité de calculer avec précision ces fluctuations.

* باحث في الدكتوراه.

ملخص:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في التنمية الاقتصادية من خلال عدة وظائف ممثلة في تجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات الحاجة وتوفير سيولة دائمة للورقة المالية والعمل على تنمية وتطوير وسائل التمويل مع العمل على جلب وجذب الأموال من الخارج. تواجه الأسواق المالية ما يعرف بالآزمات المالية والتي تعرف بأنها حالة الحدوث المفاجئ وغير المتوقع للإختلالات التي لها نتائج سلبية. وعادة ما تحدث هذه الآزمات إما لوجود عدم استقرار للاقتصاد الكلي أو وجود اضطرابات في القطاع المصرفي أو وجود خلل في نظام الحوافز أو سياسات الصرف. واهم خصائص هذه الآزمات هو التداخل والتشابك في صورتها. وعدم القدرة على تقديرها بدقة.

مقدمة:

عرفت الأسواق منذ القدم ومرّت بمراحل وأطوار مواكبة للتطور البشري فمن السوق البسيط على المستوى العائلي أو العشائري ثم المدينة ثم الإقليم... الخ، ومع ازدياد السكان وانتشار العمران. وبظهور فكرة تقسيم العمل إبان الثورة الصناعية في أوروبا، ظهرت وانتشرت الأسواق المتخصصة (الحيوب، العقار، القطن، الفواكه،... الخ). وبذلك أخذت الأسواق صوراً متعددة بدأت من السوق الأسبوعية أو الموسمية إلى السوق الدائمة. ومع تعاظم كيان الإنتاج وحلول الإنتاج الكبير محل

الإنتاج الصغير والبسيط وزوال الطابع الشخصي للعلاقات الاقتصادية وظهور البورصات السلعية والتي تعتبر أقدم من بورصات الأسواق المالية لعدم ظهور الشركات المساهمة آنذاك⁽¹⁾.

وبتطور طريقة التعامل ظهر ما يعرف بعمليات التعامل بالعقود والذي بدوره تطور إلى أن ظهر ما يعرف بسوق الأوراق المالية أو السوق المالي، ورغم ظهور الأسواق المالية بعد الأسواق المتخصصة بفترة طويلة إلا أنها تطورت بوتيرة متسارعة وأصبحت ذات أهمية واستمدت أهميتها من الدور الحيوي الذي تقوم به من خلال الجمع بين الوحدات المدخرة التي لديها فائض وترغب في استثماره بأفضل مربود وأقل كلفة ممكنة والقيام بنقلها إلى الوحدات المستثمرة التي في حاجة للتمويل ولديها الرغبة في الحصول على رؤوس الأموال بأقل كلفة وأفضل شروط ممكنة لتفي بمتطلباتها المختلفة⁽²⁾. وتضم هذه الأسواق الوحدات المدخرة والمستثمرة من مؤسسات ومنشآت قطاع الأعمال بغض النظر عن ملكيتها، وبهذا تعد عملية نقل الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، عملية خلق للموجودات والمطلوبات في آن واحد، وتعتبر الأسواق المالية المرآة التي ينظر من خلالها للوضع أو الحالة الاقتصادية للبلد. كما أنها تؤثر وتتأثر في نفس الوقت بمختلف جوانب ومجالات النشاط الاقتصادي. ولقد اهتم مفكرو الاقتصاد والمال بالأسواق المالية نظراً لأهمية الاستثمار المالي في تعبيرها عن القيمة الحقيقية للأوراق المالية ولهذا ويشار للأسواق المالية بأنها مجموعة المؤسسات

المالية وغير المالية التي يتم من خلالها تعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام⁽³⁾.

1- مفهوم الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية بأنها الإطار الذي يتم فيه التقاء البائعين والمشتريين لبيع وشراء الأوراق المالية بشتى أنواعها ممثلة بأهم سوقين وهما السوق النقدي والسوق الرأسمالي، ويعتبر هذان السوقان بمثابة مرآة ومقياس لدرجة التطور أو الانكماش الاقتصادي للبلد.

1-1- السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية بأنها الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتمتاز هذه السوق بقدرتها على جلب المدخرات السائلة وخلق الاستثمارات قصيرة الأجل⁽⁴⁾. وتعتبر المصارف المركزية والمصارف التجارية والمؤسسات المالية الكبرى أو بيوت الخبرة، أو الوساطة المكون الرئيسي لهذه السوق، نظراً لما تتمتع به من ملاءة وحجم أموال ضخمة وتكاد تكون المخاطرة شبه معدومة أما نسبة الهامش فيها فهي منخفضة جداً إلا أن ضخامة الأسواق تعطي عائداً مقبولاً، لذا نجد الأفراد العاديين والمؤسسات الصغيرة لا تقبل على هذه السوق ولا يهتمون بها لعدم قدرتهم على توفير الكم الهائل والضخم من الأموال، وبالتالي نجد هذه الأسواق تتمتع بدرجة عالية من الأمان وبقدر

كبير جداً من السيولة والمرونة العالية، الأمر الذي يجعل استثمار الأموال بها سهل الاسترداد إما لقصر الفترة الزمنية أو لسهولة تسهيل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال⁽⁵⁾. وتمتاز الأدوات المالية المستخدمة في هذه السوق بقصر الأجل، وتمتد من يوم واحد إلى سنة، وتمثل الأوراق المالية قصيرة الأجل مديونية تعطي الحق لحاملها في استردادها عند الاستحقاق، وعادة ما تكون هذه الأوراق قابلة للتداول بالسوق النقدي. وأهم الأوراق المالية المتداولة بالسوق النقدي هي : - شهادات الإيداع القابلة للتداول والتي تصدر لحاملها بدون ذكر اسم معين، القبولات المصرفية أو ما يعرف بالكمبيالات المصرفية، أذونات الخزنة، الأوراق التجارية المصدرة من قبل مؤسسات مالية ممتاز بدرجة عالية من المتانة المالية وضخامة رؤوس أموالها⁽⁶⁾.

1-2- السوق الرأسمالية:

تعرف السوق الرأسمالية على أنها الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل (الأسهم والسندات) بين البائعين والمشتريين وتمتاز هذه السوق بحسن التنظيم، ويتوقف نجاحها على مدى توفر المدخرين والمناخ الاستثماري من حيث الكفاءة الأساسية في الاقتصاد ومدى ملائمة التشريعات الخاصة بالاستثمار، وتضم السوق الرأسمالية أهم سوقين ماليين، وهما السوق الأولي والسوق الثانوي⁽⁷⁾.

1-2-1- السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية بأنها سوق الإصدارات الجديدة والتي تخلفها مؤسسات مالية معينة تعرض فيها الورقة المالية لأول مرة على الجمهور من خلال الاكتتاب العام أو الخاص، وتتصف عملية الإصدار بأنها عملية أولية وغير دورية أو متكررة. فإذا ما رغب حامل هذه الورقة المالية في التخلص منها بالبيع فإنه يتجه إلى السوق المالية دون الرجوع إلى المصدر الأول لهذه الورقة المالية⁽⁸⁾.

كما إنها تعطى فرصة للمؤسسات والمنشآت والشركات والأفراد لاستثمار مدخراتهم وتعتبر هذه السوق وسيلة لتجميع المدخرات، وتقديمها للمؤسسات والمنشآت والشركات التي هي بحاجة لهذه الأموال⁽⁹⁾. وللسوق الأولية ثلاثة أحوال للإصدار، إما إصدارات جديدة لأول مرة تتعلق بشركات تطرح أسهمها للاكتتاب العام أو الخاص، أو إصدارات جديدة لشركات قائمة تمثل زيادة في رأس المال أو إصدار سندات لزيادة الموارد المالية، أما صورة الإصدار الأخير فهي تتمثل في إصدار جديد لرأس المال لشركات مغلفة بمعنى أنه لا يتم طرح للاكتتاب العام وإنما يقتصر على المساهمين الأصليين للشركة⁽¹⁰⁾.

1-2-2- السوق الثانوية:

السوق الثانوية هي الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل التي سبق إصدارها بالسوق الأولى، ولا يوجد دور

للمؤسسة المصدرة لهذه الورقة المالية في هذه السوق وإنما تحدث التغيرات التي تطرأ على الورقة المالية نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب بهذه السوق وتنقسم السوق الثانوية إلى سوق غير نظامية وسوق نظامية.⁽¹¹⁾

1-2-2-1- السوق غير النظامية:

وهي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المصدرة لأول مرة أو الأوراق المالية المتداولة بالسوق النظامية بدون أية قيود بين المتعاملين ولا وقت محدد أو كلفة محددة، وإنما يتم التعامل إما مباشرة أو من خلال وسطاء خارج السوق النظامية أو ما يسميه البعض بأسواق فوق الحاجز. وعادة ما يلجأ المستثمرون سواء كانوا بائعون ومشترون لهذه السوق أما لحدثة الورقة المالية وعدم استيفائها لشروط الإدراج بالسوق النظامية (البورصة) أو للتهرب من كلفة التداول بالسوق الرسمي أو لوجود فرص مغرية بهذه السوق غير موجودة بالسوق النظامية⁽¹²⁾.

1-2-2-2- السوق النظامية

السوق النظامية هي الإطار الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق أن تم إصدارها بالسوق الأولية واستكملت شروط الإدراج لدخولها للسوق النظامية (البورصة) ولهذه السوق مكان معروف وأوقات محددة للتداول وهيئة مشرفة عليها ووجود وسطاء ماليين مرخص لهم

بالتداول في ظل تشريعات ونظم، وتمتاز هذه السوق (البورصة) بحسن التنظيم وتنوع الأوراق المالية المطروحة للتداول كما أنها تعطي بيانات ومعلومات بشفافية تامة عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة بها⁽¹³⁾.

1-2-2-2-1- شروط الإدراج بالسوق النظامية (البورصة)

تكمن أهمية هذه الشروط في تمكين المستثمرين من الوقوف على البيانات والمعلومات المهمة والدقيقة للورقة المالية التي يتم عليها التداول وتختلف شروط الإدراج من سوق إلى آخر بحسب طبيعة وظروف كل بورصة وعادة ما تكون هذه الشروط عاكسة للوضع القانوني والمركز المالي للشركة المصدرة للورقة المالية. إلا أنه غالباً ما تتضمن هذه الشروط اسم الشركة المصدرة للورقة المالية وميزانيتها السنوية لعدة سنوات حيث تبين أنها تحقق أرباحاً متتالية خلال بقائها بالسوق السوازي بعد إصدارها في السوق الأولية، كما أنها قد تتضمن عدداً معيناً من المساهمين وسقفاً كحد أدنى لرأس المال المدفوع⁽¹⁴⁾.

1-2-2-2-2- الأدوات المالية المتداولة بالسوق النظامية (البورصة):

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في السوق النظامية في الآتي:-

أ- الأسهم العادية:

وهي ورقة مالية تمثل حق ملكية أي حصة من رأس مال شركة أو أية مؤسسة لها قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وعادة ما يشار في عقد التأسيس إلى القيمة الاسمية للسهم العادي، أما القيمة الدفترية فهي تتمثل في حقوق الملكية، وفيما يتعلق بالقيمة السوقية فهي القيمة أو سعر السهم الذي يباع ويشترى به في البورصة بمعنى آخر سعر السهم في البورصة⁽¹⁵⁾. ولا تمنح هذه الأسهم العادية أية ميزة لحاملها عن سواه من المساهمين عدا الأرباح المحققة أو الأصول عند تصفيتها وغالباً ما تصدر الأسهم العادية بفئة واحدة متساوية الحقوق إلا أن ذلك لا يمنع من صدورهما أحياناً بفئات متعددة وبمزايا مختلفة كالأسهم العادية فئة (أ) والتي لها ميزة في الحصول على الربح إلا أنها لا تتمتع بكامل حق التصويت وعلى العكس فالأسهم العادية فئة (ب) لها مركز أقل في الحصول على الربح إلا أنها تتمتع بحقها الكامل في التصويت⁽¹⁶⁾.

ب- الأسهم الممتازة

وهي ورقة مالية تحمل صفة هجينة بين الأسهم العادية والسندات وتمثل حق ملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح وبالتالي فهي تشبه السهم العادي. كذلك لها نصيب محدد بحد أدنى وأعلى من الأرباح والتي هي تشبه السندات. فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها الشركة ويحق لحاملها بما يعادل قيمة هذه الأسهم ملكية جزء من المشروع وتمتاز عن الأسهم العادية بأنها تأخذ الأولوية عند التصفية

والحصول على جزء من الأرباح قبل الأسهم العادية، إلا أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم الاشتراك في الإدارة، وللاسهم الممتازة عدة أنواع، منها أسهم ممتازة مجمعة أو غير مجمعة، ففي حالة المجموعة يحق لهذه الأسهم الاحتفاظ بحقها من الربح ولو لم يتم التوزيع لعدم كفاية الربح وينقل هذا الحق للسنة القادمة ويظل ينقل كل سنة للسنة التي تليها إلى أن تكون هناك كفاية ليأخذ حقه من الأرباح طيلة السنوات التي لم يتم فيها توزيع للأرباح، أما في حالة إصدارها تحت بند غير مجمعة فإن الحق يسقط في حالة عدم التوزيع ولا يُنقل هذا الحق أو تُحمل به السنة التالية⁽¹⁷⁾. وهناك نوع من الأسهم الممتازة تصدر تحت بند قابلة للاستدعاء أو قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

ج- السندات:

وهي تمثل أداة دين يتم التعهد ضمناً لحاملها بأن يحصل على أصل المبلغ الموضح بالسند والفوائد المتفق عليها والتي تدفع دورياً في تواريخ محددة. وقد تكون هناك شروط أخرى لضمان لحامل السند كرهن أصول. ونظراً لكثرة حاملي السندات فإنه غالباً ما يتعذر متابعة هذا الضمان، وبالتالي يوكل هذا الأمر إلى جهة ثالثة لمتابعة ومراقبة ما يتم بهذا الشرط. وعادة ما يتم إصدار السندات لحاملها وبالتالي يسهل تداولها في السوق المالية (البورصة)، أما الفوائد فتدفع بواسطة الكوبونات المرفقة بالسند، وقد تصدر سندات باسم حاملها وبالتالي يصعب تداولها

في السوق المالية ويتم التنازل عليها وفقاً للقواعد المطبقة بالنسبة للأصول الأخرى، ويتم التمييز بين السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والسندات القابلة للاستدعاء، وعادة ما تحدد بعد أو خلال فترات معينة، والسندات المضمونة التي يشار فيها إلى الرهن مثل الأبنية، والسندات المشاركة التي تصدر عن شركات أو مؤسسات ذات مركز ائتماني ضعيف⁽¹⁸⁾.

2- المؤسسات المالية والوسطاء بالسوق المالي:

تضم هذه المؤسسات كافة المؤسسات المالية العاملة في مجال الاستثمار، حيث تعمل هذه المؤسسات كوسيط في تحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين، وهي بالتالي تعمل على جلب المستثمرين الذين ليست لديهم خبرة بالاستثمار وعدم رغبتهم في تحمل المخاطر، وتقوم هذه المؤسسات باستثمار أموال هؤلاء المستثمرين بها تضمن لهم الحصول على عائد مرضي مع التقليل من المخاطر إلى أدنى حد ممكن. وتقوم هذه المؤسسات بالنظر لكبر حجمها باستثمار هذه الأموال وتنويع محافظها الاستثمارية لامتلاكها كوادراً وأنظمة مالية متطورة، ولهذه المؤسسات دور كبير خاصة في الدول المتقدمة، ولها دور فعال في عمليات التمويل والتنمية⁽²⁰⁾.

وتوجد بالسوق المالية فئة تسمى بالوسطاء تعمل على إتمام عمليات التداول بالسوق المالية (البورصة) نظراً لأن التداول داخل البورصة لا يتم إلا من خلال هذه الفئة أو ما يعرف بالسماسرة، وتتمتع هذه الفئة أو

الشريحة بالإلمام بكافة قواعد التداول ولها خبرة في إتمام الصفقات وتسجيلها وقد تكون هذه الفئة ممثلة في فرد طبيعي أو مؤسسة مالية... الخ. وعادة ما تحدد القوانين واللوائح بالسوق المالية (البورصة) الشروط الواجب توافرها في هذه الفئة من الوسطاء أو ما يعرف بالسماصرة. وتختلف شرائح هذه الفئة وفقاً لكبر حجم السوق وضخامة الأموال كما في الأسواق المتقدمة مثل (الوكلاء- وسطاء الصالة- المتخصصون- تجار الطلبات الصغيرة). أما في أسواق الدول النامية والتي تتميز بضالة التداول فيقوم الوسيط فيها بكافة أعمال الوساطة⁽²¹⁾.

3- الأسواق المالية بالدول المتقدمة:

إن ما شهدته الدول الصناعية من تقدم في كافة الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية وازدياد الحاجة إلى التمويل، جعل الأسواق تواكب هذا التطور بتوفير التمويل للمؤسسات الكبرى والصغرى، الأمر الذي جعل هذه المؤسسات تتجه لاستيفاء حاجتها من الأسواق المالية، مما عمل على المساعدة في الرفع من أدائها خاصة مع الحركة السريعة والمتطورة لما يسمى بالشركات متعددة الجنسيات والتي عملت بدورها على زيادة حجم التبادل والذي أدى بدوره إلى زيادة الشركات المدرجة وكبر حجم رؤوس أموالها، والذي جعل الأسواق المالية لهذه الدول في المراكز العالمية من حيث كبر حجم التداول وتنوع الإصدارات ومن أهم هذه المراكز المالية:

3-1- الأسواق المالية بأمريكا

تمثل أسواق الولايات المتحدة الأمريكية المراكز الأولى في العالم نتيجة لضخامة وحجم عمليات التداول بها ولما لها من تأثير على بقية الأسواق المالية الدولية، ومن أهم هذه الأسواق بورصة نيويورك وبورصة شيكاغو وفيلادلفيا... الخ. وتنتم الأسواق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية بعدة خصائص أهمها الكفاءة المرتفعة ونظم المعلومات المتقدمة والمتطورة مع القدرة على إيصال جميع البيانات والمعلومات إلى كافة الأسواق المالية العالمية الأخرى، ضمان وتأمين عمليات البيع والشراء مع التطور المستمر والتحديث لكل المتطلبات التي ترى هيئة السوق توفرها (21).

3-2- السوق المالي بلندن

تعتبر سوق الأوراق المالية بلندن من أقدم البورصات والتي تأسست عام 1802م وقد أخذت موقعا متقدما، إلا أنها عادت وأصبحت في مرتبة أقل من بورصة نيويورك وطوكيو. وتعرف سوق لندن بأنها سوق خاصة ومقفلة لا يسمح لجمهور المستثمرين بالتعامل فيها وإنما يقتصر الدخول إليها على أعضائها والذين يتم انتخابهم سنويا بنسبة الثلث. وتتنحصر خصائص بورصة لندن بالخبرة الطويلة في المعاملات وحجم كبير التداول إضافة إلى أنها سوق مستمرة للعمليات الأجنبية مع الثقة في التداول الذي جعلها من أهم الأسواق المالية بأوروبا كذلك تمتاز بخفض الضرائب على عمليات التداول (22).

3-3- السوق المالية بألمانيا:

وهي تضم ثمانية أسواق مالية (بورصات) أهمها بورصة فرانكفورت وتتميز بشبه الاحتكار في التعامل والذي ينحصر في المصارف. رغم ضخامة حجم الشركات واحتياجاتها. وباختيار فرانكفورت كمركز مالي أوروبي فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة حجم وتطوير بقية الأسواق المالية بألمانيا (23).

3-4- السوق المالية بفرنسا:

رغم انتشار البورصات في عدة مدن إلا أن أهم هذه البورصات بورصة باريس. وتخضع كل بورصات فرنسا لنظام تعامل واحد يخضع لنفس السلطات والقواعد في نشر البيانات ويتم التداول من خلال نظام الكتروني مركزي يسمى CAC (24). وتمتاز السوق المالية الفرنسية بتبسيط إجراءات التداول وزيادة كفاءة المقاصة وزيادة ثقة المستثمرين وزيادة ساعات التداول وخفض الرسوم والضرائب مع إعطاء صلاحيات وحرية أكثر للوسطاء الماليين (25).

3-5- سوق الأوراق المالية باليابان:

يوجد باليابان ثمانية عشر سوقا مالية (بورصات) أهمها بورصة طوكيو، وقد تطورت بورصة طوكيو عبر السنين مما جعلها تقوم بدور

رئيس وأساسي وأصبحت أكثر البورصات منافسا للبورصات الأمريكية. وتمتاز البورصات اليابانية بالخصائص التالية :- (26)

- انخفاض المخاطر مع تنوع للأوراق المالية المتداولة.
- وجود اتصالات سريعة وفعالة مع بقية الأسواق المالية الدولية.
- انتشار الوعي الاستثماري لدى المستثمرين.
- زيادة عدد الشركات المسجلة بالبورصة.
- التجديد والتطوير المستمر لأدوات البورصة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل الأوراق المالية الأجنبية.
- اتساع الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- استقرار التداول في البورصة.

4- الأسواق المالية الناشئة:

إن ما شهدته بعض الدول النامية من تحرر مالي ورغبة منها في مواكبة الدول الأكثر تقدما في ظهور أسواق مالية على درجة من التطور، اصطاح على تسميتها بالأسواق المالية الناشئة، وكان لظهور هذه الأسواق أثر على استقطاب كثير من المستثمرين بغرض الحصول على عائد أكبر واعتبارها مصدر تنوع مهم، وتعرف السوق الناشئة بأنها السوق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدما وتنتمي إلى دول نامية أو في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق. ويقدر عدد هذه الأسواق بحوالي ثمانية وثلاثين سوقا مالية منتشرة بين قارات العالم باستثناء أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية (27). وهناك شرطان لتسميتها بالسوق الناشئة

وهي أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي وان يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضا مقارنة بالنواتج المحلي الخام. وتصنف الأسواق المالية الناشئة إلى ثلاث مجموعات:-(28).

الأسواق المالية الناشئة الأكثر تقدما وتضم أسواقا مالية عديدة منها ماليزيا والمكسيك وكوريا الجنوبية - تايوان - تايلندا- تجمعها خصائص مشتركة وهي:-

- معدلات تضخم منخفضة.
- استقرار نسبي في أسعار الصرف.
- وجود أنظمة مالية ومصرفية متطورة.
- ثبات هام في سوق الأسهم مع سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.
- استخدام تقنيات متطورة نسبيا في كافة عمليات التداول.

4-1- الأسواق المالية الناشئة الضيقة:

وتتضمن كلا من الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين وتسير هذه الأسواق نحو تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنية عملها ورغم ذلك فإن الدول الواقعة بها هذه الأسواق المالية لم تستطع إلى الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخل والثروات وعدم التوازن في المبادلات الخارجية والتطور غير الكافي للأسواق المالية.

4-2- الأسواق المالية الناشئة الحديثة:

وهي تضم جميع الأسواق المالية الواقعة بالدول التي لا يعتبر اقتصادها متقدما وهي الأسواق المالية للبلدان النامية وبلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي انفصلت عن الاتحاد السوفياتي اثر سقوطه. كما أن النتائج التي حققتها تلك الدول كانت على وجه عام غير مرضية وكذلك فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية كان محددا بمعنى أوضح إن هذه الأسواق إجمالا في مرحلة نشوء حيث إن حجم الاقتصاد الوطني بها متواضع جدا. ويمكن الإشارة إلى أن مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة يمر عبر أربع مراحل (29).

أ- مرحلة الضعف أو الانخفاض:

وتمتاز السوق المالية الناشئة في هذه المرحلة بقلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار وارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة واتجاه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدحرات المحلية.

ب- مرحلة النمو:

تمتاز هذه المرحلة بعوائد أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة.

ج- مرحلة الاتساع:

وهي المرحلة التي تصبح فيها الأسواق المالية أكثر تضخما وتمتاز بارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة مع أنشطة المتاجرة ومع ازدياد السوق المالي اتساعا مع تتخفيض علاوة مخاطر الأوراق المالية.

د- هي مرحلة النضج:

وهي المرحلة التي تصبح فيها الأسواق المالية أكثر نضجا وأهم ما تمتاز به هذه المرحلة، ارتفاع درجة السيولة واتساع السوق المالي مع انخفاض علاوات مخاطر الأوراق المالية المتداولة.

4-3- الخصائص الرئيسية للأسواق المالية الناشئة:

للقوف على خصائص هذه الأسواق المالية الناشئة يمكن تتبعها من خلال المجموعات التالية والمبوبة وفقا لتطور هذه الأسواق (30).

المجموعة الأولى:-

وهي مرحلة البداية أو التطور للسوق المالية الناشئة ومن خصائصها:

-محدودية الشركات المسجلة يتبعه انخفاض لعدد الأوراق المالية المسجلة.

-انخفاض القيمة السوقية للأسهم وانحصارها على نوعيات محددة.

-وجود تقلبات شديدة في الأسعار.

المجموعة الثانية:-

وهي مرحلة أكثر تطورا من المرحلة الأولى ومن خصائصها:

- وجود درجة سيولة أكبر للأوراق المالية.
- توفر وتنوع أوراق مالية تساعد المستثمر على تنويع محفظته لجني أرباح أكبر.
- استقرار نسبي في أسعار الأوراق المالية.
- التمويل في هذه الأسواق مصدره الرئيسي إصدار أسهم.

المجموعة الثالثة:-

وهي مرحلة أكثر تطورا من سابقتها ومن خصائصها:

- وجود استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية.
- زيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة الأسهم.
- ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

المجموعة الرابعة:-

وهي المرحلة الأكثر تطورا عن سابقتها من المراحل ومن خصائصها:

- ارتفاع معدلات السيولة بالنسبة للأوراق المالية.
- ارتفاع القيمة السوقية وزيادة حجم الإصدارات الجديدة.
- اتساع نطاق السوق وكبر حجم المبادلات.
- تعتبر هذه الأسواق أسواقا مالية تنافسية عالمية.

وهناك خصائص أساسية أخرى تمتاز بها هذه الأسواق ومنها:-

1- تمتاز بدرجة انفتاح دولي محدود مقارنة بالأسواق المالية المتطورة بسبب القيود المفروضة بهذه الأسواق ومنها على سبيل المثال وضع حد أو سقف لنسبة التملك بالنسبة للمستثمر الأجنبي.

2- تعاني من نقص مستوى الادخار مقارنة بالحاجة للتمويل.

3- وجود قيود على المستثمر الأجنبي للحد من المشاركة في إدارة المشروع المحلي.

4- استصدار قوانين ضريبية مرنة لتشجيع دخول الاستثمار الأجنبي

5- الأزمات المالية:

أصبح حدوث الأزمات وتكرارها محل قلق للدول سواء كانت دول متقدمة أو نامية نتيجة انتشار العدوى واستفحالها بين الدول بسبب الانفتاح الاقتصادي والمالي بين الدول وعضوية أكثرها للمنظمة العالمية للتجارة. ورغم تعرض الأسواق المالية للآزمات إلا أنها تختلف في درجة حدتها وقوتها وتأثيرها من سوق مالية إلى أخرى بحسب فعالية وكفاءة كل سوق⁽³¹⁾.

5-1- مفهوم الأزمة المالية:

توجد عدة تعاريف للأزمة المالية، منها أنها الانهيار الذي يحدث بالبورصات⁽³²⁾، وتعرف أيضا بأنها الحدث المفاجئ غير المتوقع الذي له نتائج سلبية⁽³³⁾ كما تعرف بأنها الأحداث والظروف والتغيرات التي تحدث فجأة وتصاحبها تهديدات للأوضاع المستقرة مع عدم وجود وقت كاف لتجنبها أو التعامل مع الأوضاع الجديدة⁽³⁴⁾.

5-2- أسباب حدوث الأزمات المالية:

لا يتعلق حدوث الأزمات المالية بسبب رئيسي معين وإنما يتعلق بعدة أسباب قد تكون منفردة أو مجتمعة لحدوث أزمة ما، ويمكن استعراض أهم الأسباب في الآتي:-⁽³⁵⁾.

5-2-1- عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي:

ويأتي عدم الاستقرار من خلال حدوث أو وجود الأحوال التالية:-

- التقلبات في شروط التبادل التجاري فعند حدوث اختلال أو انخفاض فان ذلك يؤدي إلى عجز العملاء العاملين بالاستيراد أو التصدير بعدم الإيفاء بالتزاماتهم وخاصة خدمة الدين. وقد أكدت نشرات البنك الدولي أن حوالي 75 ٪ من الدول النامية التي عصفت بها أزمات مالية كانت تعاني من انخفاض في شروط التبادل التجاري.
- التقلبات في أسعار الفائدة والتي لها اثر سواء على كلفة الاقتراض أو تدفقات الاستثمار الأجنبي.
- تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية سببا مباشرا وغير مباشر لحدوث أزمات مالية في الكثير من الدول. وقد أظهرت دراسات للبنك الدولي أجريت على اثنتي وعشرين دولة بأمريكا الجنوبية حقيقة ذلك والتي خلصت إلى وجود اضطرابات في أسعار الصرف لهذه الدول.
- تعتبر التقلبات في معدل التضخم عنصرا حاسما في قدرة القطاع المصرفي على القيام بدوره وخاصة في منح الائتمان وتوفير السيولة.

5-2-2- اضطراب القطاع المصرفي:

يعتبر التوسع في منح الائتمان والتدفق الكبير لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار الأسواق المالية قاسما مشتركا لحدوث الأزمات المالية. ويعتبر التحرر المالي المتسارع وغير المدروس والذي يحدث

بعد فترة من الانغلاق والتقييد أحد أهم عوامل حدوث الأزمة المالية. وقد يكون ضعف النظام المحاسبي والمالي أحد العوامل المسببة في حدوث الأزمة المالية.

5-2-3- نظام الحوافز والخبرة

تدل التجارب العالمية (36) على أن قلة الخبرة لدى الإدارة العليا للمصارف وضعف الرقابة المصرفية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية قد تكون أهم عامل في حدوث الأزمة المالية إذا كان استعداد لتفاديها أو التقليل من أثارها.

5-2-4- سياسات سعر الصرف:

كانت الكثير من الدول (37) التي اتبعت سياسات أسعار صرف ثابتة أكثر عرضة للازمات المالية. كما أن اتباع سياسة صرف مرنة قد تؤدي إلى خفض العملة وزيادة الأسعار مما يؤدي إلى خفض قيمة أصول وخصوم المصرف إلى مستوى أدنى عند حدوث أزمة مالية.

5-3- الخصائص الرئيسية للازمات:

رغم اختلاف طبيعة الأزمات وأثارها، إلا أنها تشترك جميعا في خصائص متشابهة وأهمها: - (38).

- التداخل والتشابك في حدوثها.
- الاستحواذ على بؤرة الاهتمام من قبل المؤسسة أو الأفراد بسبب الحدود المفاجئ.
- قلة المعلومات وعدم الدقة في تقديرها.
- عدم وجود خبرة طويلة وعناصر كفوة لإدارة الأزمات قبل أو خلال أو بعد حدوثها.
- يعمل التصاعد المفاجئ للضرورة على إحداث ضغوط نفسية عالية.

6- كفاءة السوق المالية

تعددت تعاريف كفاءة السوق المالية إلا أنها تحمل في طياتها نفس المعنى وقد عرفها بكلوري بأنها السوق المالية التي تكون في حالة توازن مستمر وتكون أسعار الأوراق المالية عاكسة لقيمتها الحقيقية⁽³⁹⁾. ويمكن القول بأن القيمة السوقية للورقة المالية في السوق المالي الكفوة هي تقدير لقيمتها الاستثمارية. ويعتبر السوق المالي كفواً في حالة إتاحة نفس الفرص لكبار وصغار المستثمرين على السواء وفي نفس اللحظة وبكلفة تعكس المستويات المختلفة للمخاطر.

6-1- المستويات المختلفة لكفاءة السوق المالية

تعتبر كفاءة السوق المالي مفهوما نسبيا وليس مطلقا، حيث تتحدد من خلالها استجابة القيمة السوقية للورقة المالية للمعلومات والبيانات

المتاحة لتحديد قرار المستثمر في هذه الورقة المالية. وقد حددت دراسة تطبيقية قام بها عالما التمويل الشهيرين هاري روبرت ويوجن فاما هذه الكفاءة في ثلاث مستويات، وهي ⁽⁴⁰⁾:

6-1-1- المستوى الضعيف:

بمقتضى هذه الفرضية فإن أسعار الأسهم المتداولة تعكس قيمها التاريخية في الماضي وأن الأسعار تسير بصورة عشوائية ولا توجد علاقة بين بعضها البعض بمعنى أن القيمة السوقية للسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات المؤسسة المصدرة للورقة المالية مستقبلاً.

6-1-2- المستوى شبه القوي:

بمقتضى هذه الفرضية لا تعكس أسعار الأسهم المعلومات التاريخية فقط وإنما المعلومات والبيانات العامة والمعروفة لدى الجميع.

6-1-3- المستوى القوي:

بمقتضى هذه الفرضية فإن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، ومن خلال الدراسات التي أجريت على أسواق المال في العالم المتقدم أثبتت صحة المستوى الضعيف والمستوى شبه القوي ولم تثبت صحة المستوى القوي ⁽⁴¹⁾.

6-2- متطلبات إيجاد وإنجاح السوق المالية

إن إنجاح أي سوق مالية يشترط توفر جملة من المتطلبات والشروط وإن اختلفت من سوق مالي إلى آخر إلا أنها في مجملها تكون متشابهة، نذكر أهمها ⁽⁴²⁾:

1- وجود استقرار اقتصادي وسياسي لجلب الأموال لهذه الأسواق من الداخل والخارج، إضافة إلى وجود تشريعات وسياسات مرنة وذات شفافية عالية لتوليد الثقة لدى جمهور المستثمرين بتوجيه مدخراتهم لهذه الأسواق.

2- ضرورة وجود وعي وثقافة استثمارية لدى جمهور المستثمرين، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال وجود مؤسسات مالية بسيطة مصرفية وغير مصرفية تقوم بتعبئة وتوجيه المدخرات لخلق فرص استثمارية ووجود عدد من الشركات المساهمة ومدى حجم هذه الشركات وحجم الأسهم المصدرة لها ونسبة حجم الادخار إلى الناتج المحلي الخام.

3- وجود جهة يناط بها الإشراف على جميع عمليات السوق المالية وتعمل على توعية وتأهيل وتدريب وجلب الكوادر الفنية والمتخصصة والفنية ومراقبة عمليات التداول ووضع النظم واللوائح ومراقبة تنفيذها وإنزال العقوبات على المخالفين لها.

4- ضرورة توفر وسائل إعلام تقوم بعملية نشر البيانات والمعلومات حال صدورها وأن تكون المعلومات والبيانات ذات شفافية ومتاحة

للجميع بدون كلفة أو بأقل كلفة ممكنة. وضرورة وجود وسائل اتصال وتقنيات حديثة مجهزة بأحدث النظم والمعدات الالكترونية لتسهيل سرعة ودقة إجراء عمليات التداول.

5- العمل على وجود نظام ضريبي مرن وفعال، يراعى متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات.

7- دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية:

يتمثل الدور التنموي للأسواق المالية من خلال ما تقوم به من وظائف عبر السوق الأولية والسوق الثانوية (البورصة). كما إن البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل لقلة الأرصدة المتاحة لديها كما قد يترتب عن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الأجنبية آثار تضخمية⁽⁴³⁾. أما بخصوص الآثار المترتبة عن العلاقة بين نمو أسواق راس المال والتنمية الاقتصادية فإن التضارب بين الآراء لا يزال محتدماً بين معارض ومؤيد. وتتلخص حجة المعارضين في أن أسواق راس المال لا تعدو أن تكون مجالاً للمقامرة ولا يمثل وجود سوق متسع لراس المال بالضرورة مصدراً من مصادر التمويل المؤسس كما يرى (Meyer) ⁽⁴⁴⁾.

أما حجة المؤيدين فتتلخص في النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة التي قام بها كل من روس ليفين وسارة زيزفوس حول العلاقة

الوطيدة التي تربط تطور أسواق راس المال بمعدلات النمو الاقتصادي والتي أوضحت وجود علاقة وثيقة تربط معدل النمو الاقتصادي بدرجة السيولة المحققة في سوق راس المال، بينما لا يمثل كل من حجم السوق ودرجة التقلب مؤشرات قوية على تحقيق معدلات أفضل للنمو الاقتصادي ولم تجد هذه الدراسة أي دليل على التأثير السلبي لكل من السيولة والاندماج على معدلات الادخار والنمو⁽⁴⁵⁾. وهناك دراسة أجريت على ثماني دول عربية خلال الفترة من (1988م-1997م) وتوصلت نتائجها لنفس نتائج الدراسات السابقة المؤيدة لوجود علاقة أكيدة. وقد اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب الانحدار المتعدد والتي أوضحت أن مؤشرات الأسواق المالية وخاصة مؤشرات السيولة ترتبط ارتباطاً قوياً بمعدلات النمو المحققة⁽⁴⁶⁾. وتعتبر السوق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي ولا يمكن أن تتم التنمية إلا بوجودها من خلال الوظائف التالية :

1- تعتبر السوق الأولية أحد أهم الآليات في تجميع المدخرات الوطنية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات الحاجة لهذا الفائض وبالتالي تقوم الأسواق الأولية بدور ذي تأثير ملموس على مصادر الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف. كما تعمل مؤسسات الوساطة المالية على توفير الفرص الاستثمارية لجعل المدخرين أمام فرص ادخارية تناسب تفضيلاتهم وتسهل عليهم تنويع مدخراتهم من خلال التخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختبار الأكثر إنتاجية. كما أن مؤسسات

الوساطة المالية وخاصة في الأسواق المالية الأكثر تقدماً لا تعتمد على الفرص والاستخدامات الجارية للموارد وإنما تنتظر وتقوم بالدراسات للاستخدامات المستقبلية بما يؤهلها للقيام بتحقيق نتائج أفضل والبحث عن فرص استثمارية ذات استمرارية ومردود مرتفع لفترة أطول⁽⁴⁷⁾.

وتعتمد في دراساتها وأبحاثها على ما وصلت إليه التكنولوجيا من تقدم في هذا المجال بما يحقق أهدافها. من خلال البيانات والمعلومات المحصلة من مؤسسات التصنيف الائتماني المشهود لها بالدقة والكفاءة ونتائج مؤشرات الملاءة وجدوى المشروعات المربحة والفرص الاستثمارية الرابحة والتي من شأنها أن تساعد جمهور المستثمرين في اتخاذ قرارات صائبة وتجنبيهم عناء البحث وهدر الوقت.

2- إن مشاكل معظم الدول النامية لا تتعلق فقط بتجميع المدخرات وإنما بسوء توجيه هذه المدخرات، حيث يستثمر جزء كبير منها فيما يعرف بالاستثمارات السلبية (شراء الأراضي وتشييد المباني وشراء المجوهرات والمعادن الثمينة...الخ)⁽⁴⁸⁾. إلا أن السوق الأولية تضمن توجيه المدخرات إلى مسارها الصحيح، إلى المشروعات التي هي في طور التكوين أو القائمة التي في حاجة للتوسع والتطوير.

3- رغم أن البورصة أو السوق المالية لا تقوم مباشرة بتمويل التنمية الاقتصادية إلا أن تغييبها عن ساحة النشاط الاقتصادي يؤدي إلى إصابة الجهاز الإنتاجي بالشلل، مما يؤدي إلى تراجع المستثمرين عن الاستثمار الذي يؤدي إلى توقف عمليات الإنماء الاقتصادي. وبالتالي فإن وجود الشركات المساهمة بدون وجود أسواق للأوراق المالية لا

يمكنها من أداء أو القيام بدورها بشكل أفضل. كما لا يمكن للأسواق المالية أن تقوم بواجبها في حالة غياب هذه الشركات فكلاهما مطلب لبقاء الآخر، وبالتالي فإن أي تداول يتم بالبورصة ربما لا يؤدي إلى خلق تكوينات رأسمالية جديدة إلا أن قيام مدخر ما بشراء عدد من الأوراق المالية (أسهم) لشركة ما يعني إحداث سيولة موازية تصبح متاحة للاستثمار في مكان وموضع آخر من الاقتصاد، ومن خلال ذلك ستؤدي العملية إلى خفض كلفة الفرصة البديلة عند استخدامها لتمويل استثماري جديد، وستؤدي إلى زيادة المنفعة عند استخدامها لتمويل إنفاق استهلاكي⁽⁴⁹⁾.

4- إن أهم ما تقوم به السوق المالية هو عملية الحفاظ على أصل الثروة دون المساس بها وبتيح الفرصة لحاملي الأسهم تبادل الحقوق فيما بينهم. كما تعتبر أهم وظيفة للسوق المالية عملية تسهيل الأوراق المالية بسهولة وبأقل كلفة ممكنة والتي تبعث الثقة لدى جمهور المستثمرين بإمكانية تسهيل ما لديهم من أوراق مالية في أي وقت وبأقل كلفة، الأمر الذي يؤدي إلى الإقبال على امتلاك الأوراق المالية. وبالإضافة إلى تسهيل الورقة المالية تقوم الأسواق المالية بتقليل كلفة الفرصة على صعيد الاقتصاد الكلي وتعظيم المنفعة على صعيد الاقتصاد الجزئي.

5- تعمل الأسواق المالية على تطوير وتنمية أساليب التمويل المختلفة للمشروعات وبالتالي تعتبر مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للبلد صعوداً أو انكماشاً، الأمر الذي يوفر لإدارة الدولة إمكانية إجراء التعديلات اللازمة وتحديد أوقات التدخل والكيفية التي يتم بها التدخل.

- 6- يؤدي وجود الشفافية من حيث توفر البيانات والمعلومات للجميع بدون استثناء وفي وقت واحد إلى تقليل كلفة الحصول على هذه المعلومات، والتصرف بقدر عالي من الدقة بتوقعات الأرباح مستقبلاً.
- 7- أن قيام الأسواق المالية باجتذاب الأموال من الخارج لا يتم إلا بوجود الفرص المربحة بهذه الأسواق وتمتعها بالشفافية في بياناتها المنشورة وباجتذاب هذه الأموال يتم تسخيرها لتعزيز التنمية الاقتصادية ممثلة في اكتساب الخبرة والحصول على تكنولوجيا متقدمة.

الخاتمة:

تعتبر الأسواق المالية أداة ادخارية- استثمارية في العصر الحديث. تسمح بتدخل العديد من الأطراف. إلا أن فعاليتها وأداءها يختلف من الدول النامية إلى الدول المتقدمة نتيجة اختلاف البنية الاقتصادية، مستوى النمو، مستوى المداخل ومستوى الوعي الادخاري. ولقد شكل بروز الأسواق المالية الناشئة إضافة نوعية في النظام المالي العالمي بمساهماتها في تحقيق استقرار نسبي في أسعار الصرف وتوفيرها ملاذاً لرؤوس الأموال المهددة بعد ارتفاع وتيرة حدوث الأزمات المالية وسرعة انتشارها وانتقال عدواها عبر الأسواق المالية؛ مما يجعل الرهان على دورها المستقبلي كبيراً جداً.

الهوامش والمراجع:

- 1- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، القاهرة، 1996، ص 24.
- 2-Weston J. Fred and Birgham Eugene/ Essential of Managerial finance. (8th éd) Hindale, Illinois : The Dryden Presse 1987, P14.
- 3- Balck T. Daniel D. Money and banking contemporary practices, Policies and issues 3rd éd. Texas, 1988, P 26.
- 4- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2001، ص 115.
- 5- محمد الوطيان، المدخل في أساسيات الاستثمار، الكويت، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، 1990، ص 61.
- 6- منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية (1)، أوراق الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، ص 59-68.
- 7- مصطفى رشدي شنيحة، النقد والمصارف والائتمال، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 1999، ص 287.
- 8- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 114.
- 9- عبد النافع الزرري ود. غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 47.
- 10- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، مرجع سابق، ص 37.
- 11- عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم - سندات - صناديق الاستثمار)، المكتب العربي الحديث، 1995، ص 43.
- 12- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص 127.
- 13- منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية (2)، مرجع سابق، ص 21.
- 14- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 138.

- 15- منير إبراهيم هندي. سلسلة الأسواق المالية (1). مرجع سابق، ص 8.
- 16- محمد مطر. إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية. عمان. مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 1999، ص 181.
- 17- حسين علي خبروش وآخرون، الأسواق المالية، 1995، ص 55.
- 18- Ross S.A. Wester Field D.R Jordan B. Fundamentals of corporate finance, Richard Irwin Inc. 1991, P 371.
- 19- عبد النافع الزرري ود. غازي فرح، مرجع سابق، ص 23-25.
- 20- منير إبراهيم هندي. سلسلة الأسواق المالية (2)، مرجع سابق، ص 32.
- 21- فريد النجار البورصات والهندسة المالية مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية مصر، 98/99 ص 115.
- 22- وليد احمد صافي، الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق. أطروحة دكتوراه كلية الاقتصاد وعلوم التسيير 2003 ص 85-86
- 23- نادية مكايي وأبو فخري، اتجاه معاصر في إدارة المنشآت المالية منهج شامل، الدار الجامعية المتوسطة، القاهرة الطبعة الأولى. 2001 ص 92.
- 24- CAC تطلق على مركز النظام الالكتروني كما أنها تطلق على مؤشر بورصة باريس لأكبر أربعين شركة فرنسية.
- 25- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه كلية الاقتصاد وعلوم التسيير. 2006 ص 114.
- 26- فريد النجار، مرجع سابق ص 33.
- 27- وليد احمد صافي/ مرجع سابق، ص 90-91.
- 28- بوكساني رشيد مرجع سابق، ص 124.
- 29- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة دار الجامعية مصر 2003 ص 107-108
- 31- نفس المكان.

- 30- أمل مصطفى عاشور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، مصر شرم الشيخ 2002 (10.2) مارس 2005 .
- 31- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 135.
- 32- السيد عليو، إدارة الأزمات والكوارث: مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، القاهرة: 2004 ص 13.
- 33- معهد التخطيط القومي، تطوير أساليب وقواعد المعلومات في إدارة الأزمات المهددة لفرص التنمية، المرحلة الأولى (القاهرة - سلسلة قضايا التخطيط والتنمية، رقم 105)، نوفمبر 1996، ص 10-11.
- 34- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبوظبي، 2002.
- 35- بوكساني رشيد مرجع سابق ص 137
- 36- تجربة كوريا الجنوبية وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج.
- 37- مثل تجربة المكسيك والأرجنتين.
- 38- حسين علي خيروش وآخرون، مرجع سابق، ص 122.
- 39- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية الدار الجامعية 1998م ص 124.
- 40- Francis J.C, Investment analysis and management, 5th éd. Mc. Graw Hill, Inc. 1991, P. 542-544
- 41- حسين علي خيروش وآخرون، مرجع سابق، ص 123.
- 42- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية مرجع سابق، ص - 139-146.
- 43- بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، بيروت، الطبعة الأولى 2002م ص 41.
- 44- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، مؤسسة طابا، الطبعة الأولى، 2002 ص 48.

- 45- MAYER Colin new issues in Corporate finance European Economic review N° 32. P 988. P167-188
- 45- Levine Roos & ZEVOS S. Stock market development & long Run Growth Word Bank Review, vol 2, 1996. P328-333
- 46- خليفة على ضو، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة. صندوق النقد العربي أبو غنبي، ابريل 2000م ص 193-203
- 47- محمود محي الدين، النمو الاقتصادي والتنمية المالية. إشكالية تحديد العلاقة البيئية، ورقة غير منشورة مارس 2001م.
- 48- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 136-137.
- 49- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 185-201.

