الاسواق المالية على المستويين العربي والعالمي
مع تعليق قياسي

الأستاذ المساعد الدكتور مناضل عباس حسين الأستاذ المساعد الدكتور خضير مهدي صالح عوز

جامعة كربلاء- كلية الإدارة والاقتصاد

المقدمة:

إن من ابرز التغيرات اثرا في النظام المالي والنقدي الدولي تلك التطورات التى شهدتها الاسواق المالية الدولية (*international Mature fiancial markers*)والتى تسمى ايضا بالاسواق المالية الناضجة او الرئيسة منذ عقد الثمانينات من القرن الماضي ،مقابل الاسواق المالية الناشئة (*Emerging fiancial markets*) والتى تخص الاسواق المالية النامية ومنها الاسواق المالية العربية، وقد تجلت تلك التطورات المذكورة سلفا في التدفقات المالية الدولية وتغيرات هامة في مصادر التمويل ، وبفعل تلك التطورات الدولية زادت حدة المنافسة الاستثمارية وظهر فيض واسع من الاستثمار نجم عنه نموا كبيرا في المحفظات الاستثمارية الامر الذي عزز من تعاظم درجة الاسواق المالية ، وتجلت الوظيفة الرئيسة للاسواق المالية الدولية في حشد المدخرات صوب الاستثمار وكذلك كمساعد كبير للسلطة النقدية على تحقيق سياستها النقدية ودفع النمو الاقتصادي بقوة نحو الامام وعزز هذا الاتجاه مساعي الدول المتقدمة من خلال اجراء تغيرات هيكلية وجذرية في اسواق المال لغرض جلب المزيد من المدخرات العالمية للاستفادة منها في توجيه النشاط الاقتصادي، فبادرت إلى تحرير النشاط المالي من القيود المالية التي تعترض تحركات رؤوس الأموال كافة وإحداث مجال واسع من الابتكارات في مجال الاوراق المالية التى تزيد من توجيه وتعبئة الفوائض المالية المحلية والدولية، وبسبب اندماج الأسواق المالية المحلية بالاسواق المالية العالمية حدثت تغيرات في محاور رئيسة في الاقتصاد القومي من خلال التاثير على كفاءة التخصيص العالمي للمدخرات وابتكار مصادر تمويل جديدة وزيادة السيولة الدولية فضلا عن انعكاساتها في اسعار الفائدة وفاعلية السياستين المالية والنقدية [1]وقد انتهجت الاقتصادات النامية هذا التوجه بهدف الحصول على المنافع التى يوفرها الاندماج وتحرر قطاعها المالي من القيود وزيادة قدرتها على المنافسة والحصول على اكبر قدر ممكن من الاموال دوليا حتى اطلق عليها الاسواق المالية الناشئة على غرار الاسواق المالية الناضجة ،بيد ان هذه المنافع لم تدم طويلا بل تحولت الى ازمات مالية وهذا ماحدث في الازمة الاسيوية عام(*1997*)وذلك

بسبب الاندماج السريع بالاسواق المالية الناضجة وعدم تحمل الاقتصاد للتدفقات المالية الدولية،وتعتبر الاسواق المالية والبورصات بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد اذ تؤثر السوق المالية في السوق النقدية من خلال التاثير في سعر البنك والذي يتم تحديده من خلال العرض والطلب على السيولة النقدية في السوق النقدية اضافة الى علاقته باسعار الفائدة الاخرى في السوق [2] الامر الذي يتطلب وجود سوق مالية كفوءة وفاعلة، كذلك إن نجاح عمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية يعتمد على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة حتى يتمكن البنك المركزي من التاثير في المتغيرات الاقتصادية [3] ،كذلك توجد حساسية عالية بين الطلب على الائتمان ومستوى اسعار الفائدة والتي يجب ان تتمتع بمرونة عالية ازاء تغيرات سعر البنك كي تستطيع السلطة النقدية من تطبيق سياستها من خلال السوق المفتوحة وسعر البنك [4]،اما السوق النقدية فانها تمارس تاثيرها في السوق المالية من خلال قنوات عدة مثل مستوى اسعار الفائدة ومنح الائتمان المصرفي اضافة للعلاقة القوية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم في سوق الاسهم وبين اسعار الفائدة واسعار السندات في سوق السندات وغيرها ، وللإحاطة العلمية بموضوع الاسواق المالية (موضوع البحث)توجت دراسته على النحو الاتي:

اشكالية البحث :

يعد تطوير الاسواق المالية وتحديث ادواتها ومؤشراتها وتكاملها في الاقتصاد الوطني سببا رئيسافي تطور الاقتصادات اقليميا ودوليا .

فرضية البحث :

ينطلق البحث من الفرضية الاتية:

(تمارس الاسواق المالية العربية دوراً نسبياً في الاقتصاد الوطني مقارنة باسواق المال الاجنبية بسبب ما تعانيه هذه الاسواق من مشاكل وعقبات وتحديات مختلفة ومن ضعف في مؤشراتها وادواتها المالية).

هدف البحث :

يهدف اليحث الى التعرف على الاسواق المالية وواقعها وماهيتها وأنواعها على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي مناسب باعتماد بعض الحالات التطبيقية المختلفة الخاصة بالاسواق المالية .

الفصل الأول

مدخل نظري واكاديمي عن الاسواق المالية :

من اجل وضع ارضية(*setting*) لموضوع البحث اوخلفية نظرية (*Background*) توجب دراسة هذا المحور على النحو الاتي :

1- مقدمة عن الأسواق المالية.

2- مؤشرات الأسواق المالية وأنواعها.

3– أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي.

1- مقدمة عن الاسواق المالية

اصبح موضوع الاسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والناميةعلى حد سواء وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات رفاه افراده ، والسوق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الاوراق او لاصل معين حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الاسهم والسندات داخل السوق اما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجا ل [5]،ومع نمو شبكات ووسا ئل الاتصال قلت اهمية التواجد في مقر سوق الاوراق المالية المركزي وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من شركات السماسرة المنتشرة في مختلف الدول ، وتعتبر اسواق الاوراق المالية احد ثلاثة عناصر لسوق المال (*Financial markets*) والمكونة من [6] :

(أ): سوق النقد: ويخص الجهاز المصرفي.

(ب) سوق رأس المال : ويتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأ مين .

(ج) سوق الأوراق المالية :حيث يتم التعامل بالاوراق المالية فيه والاسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك او الحكومات او غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

وارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الرأسمالية منها [7]وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي ادى بدوره الى ظهور بورصات الاوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الامر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وانجلترا وامريكا ، ثم استقر التعام ل في أعقاب ذلك في ابنية خاصة والتى اصبحت تعرف فيما بعد باسواق الاوراق المالية0

ففي فرنسا مثلا ظهرت اول بورصة للاوراق المالية عام *1724* بموجب امر ملكي ،وفي بريطانيا استقرت اعمال بورصات الأوراق المالية في اوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص اطلق عليه (*Royal Exchange*) ،اما في الولايات المتحدة الامريكية فقد أنشأت أول بورصة للأوراق المالية في عام *1821* وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو (*Wall street*) [8]،وظهرت مهنة

الصرافة نتيجة تعدد النقد فقد كان الحكام لليونان عام 527 قبل الميلاد يصدرون اوامرهم بتبديل عملات الزائرين في المدن التي يتواجدون فيها في سائر الامبراطورية الرومانية :ومرت هذه المهنه بحالة سكون دام ت 550 عاما (باستثناء المنطقة العربية)لتظهر من جديد في شمال ايطاليا وجنوة وفينسيا وفلورنسا بسبب مركزها التجاري الهام مع الشرق ووصول رؤوس الأموال إليها [9] وفي عام 1595 ظهرت بورصة ليون الفرنسية القدم والاكثر اهمية ،اذ ان بورصة باريس لم تحظ بالاهمية القصوى إلا في بداية عام 1639 م عندما ظهر عملاء الصرف المتخصصون بخصم الاوراق التجارية اما بورصة لندن فقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر حيث ارتبطت مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية ،اما بورصة (Wall sreet) الامريكية فلم تظهر الافي القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر ، لكن بورصة لندن كانت في المركز الاول تليها بورصة باريس ثم بقية البورصات ، والسبب الكامن وراء احتلال بورصة باريس المرتبة الثانية بسبب قي ام الثورة الفرنسية عام 1789 م واء باءالحرب ومشاكل التضخم وانهيار العملة الفرنسية ، لكن حصل تطور وازدهار في البورصة الفرنسية في النصف الثاني من القرن التاسع عشر بسبب ظهور الشركات المتخصصة وعدد كبير من المصارف والتطور الحاصل في الخدمات [10] ، وفي بداية القرن العشرين ازداد الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة ليس فقط في باريس ولكن في سائر البورصات الاوربية ،واخيرأ ومع نهاية الثمانينات من القرن الماضي تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية.

2-مؤشرات الأسواق المالية وأنواعها[11]

هناك مؤشرات عدة لبورصات الاسواق المالية منها مؤشرات البورصات العالمية مثل:

الولايات المتحدة الامريكية:

وفيها المؤشرات المالية الاتية :

-مؤشر داو جونز(Dow –jones) : ويحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك

-ستاندرد اند بور 500(s&p500) :ويتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للاسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية ،40 شركة منافع عامة ،20 شركة نقل ،40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين)0

– وهناك s&p 400 ، s&p 100

انكلترا:

– FT-30 : يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الاوراق المالية الاكثر اهمية في بورصة لندن

– FTSE-100: وهو مؤشر اكثر شهرة ويحتوي على مائة ورقة مالية تمثل 70% من اجمالي رسملة البورصة.

فرنسا :

-مؤشر CAC 40 : يتكون من اربعين ورقة مالية للشركات الاكثر اهمية في بورصة باريس

المانيا

– مؤشر *DAX*: يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل *70* % من رسملة البورصة اليابان

– مؤشر *Nikkei*: يحتوي على *225* ورقة مالية تمثل حوالي *70* % من رسملة بورصة طوكيو

وهناك مؤشرات الاسواق الناشئة ونذكر منها :

- *OCBC index* : في سنغافورة
- *KCS index*: في كوريا الجنوبية
- *Set index*: تايلاند
- *HANA SANG index*: في هونك كونك
- *JSE index*:في اندونسيا
- *KLSE index*: في ماليزيا

مؤشرات الأسواق العربية

BSE: البحرين

CMA: مصر

ASE:الاردن

KSE:الكويت

BSI: لبنان

MASI: المغرب

MSM: عمان

AL-QUDS: فلسطين

CBQ: قطر

NCFEI: السعودية

BVMT: تونس

NBAD: الامارات

3- دور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي

تتمثل الوظيفة الأساسية لاسواق المال في نقل الاموال من الاطراف التي لديها فائض من الاموال (مدخرات) الى الاطراف التى تعاني من عجز في الاموال .

وكانت الغاية الأساسية للأسواق المالية هو لاشباع رغبات وحاجات المتعاملين ، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات ،فهي تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لاجراء كافة المعاملات والمبادلات [12] وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتبلور ضرورتها في المجتمعات التى تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة الفردية والجماعية .

وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الاوجه الذي تقوم به ، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته ،وفي الوقت عينه تتاثر به ، مما يحدث بالتالي أثاراً جديدة ، كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب فائض رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل (خامل) الى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عملية الاستثمار التى يقوم بها الافراد او الشركات في الاسهم والسندات والصكوك التى يتم طرحها في اسواق الاوراق المالية .

بالإضافة إلى ذلك تعمل اسواق الاوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الاسهم والسندات او اعادة بيع كل من هذه الاسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد اهمية ادارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلا عن ذلك توفر اسواق الاوراق المالية قنوات ومداخيل سليمة امام الافراد ولاسيما صغار المستثمرين ، كما إنها أداة رئيسة لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب ، كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة اسهمها في تلك الاسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في اسعار اسهمها ودفغها الى تحسين اداءها وزيادة ربحيتها مما يؤدي الى تحسن اسعار الاسهم لهذه الشركات، وكلما كانت اسواق الاوراق المالية فعالة لئلها كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال الاتي [13]

- تحقيق الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للاوراق المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية.
- القدرة على توفير واعادة تدوير كم مناسب من الاموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع ،ودعم الاستثمارات ذات الاجال المختلفة .
- تفعيل أهمية التعامل بالأوراق المالية لدى المجتمع وتحويلهم الى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .
- رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل او التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات افضل للدخول الفردية او على المستوى القومي .
- تمويل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لاغراض تمويل مشروعات التنمية والاسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.

ويمكن تقسيم الاسواق المالية إلى سوقين سوق أولي وسوق ثانوي السوق الاولي (*primary market*) او سوق الاصدار :وهو السوق الذي يكون فيه البائع للورقة التجارية (السهم او السند)هو مصدرها الاصلي مثال على ذلك عندما تعتزم شركة جديدة طرح اسهمها في السوق للاكتتاب العام ،او حين تقوم شركة قائمة اصلا باصدار سندات جديدة او اسهم فان تلك الاسهم والسندات يتم طرحها في السوق الاولي اما السوق الثانوي (*secondary market*) فهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالاسهم والسندات التي سبق اصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين

(14) مثال :طا لما ان المصدر الاصلي لتلك الاسهم والسندات غير مضطر لاستردادها قبل تاريخ استحقاقها ،فان هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذهالأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ ، ويقسم السوق الثانوي الى اربعة اسواق هي(15)

1- سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق.

2- سوق أخر يشمل السماسرة غير الاعضاء في السوق ولكن له لمنتظمة ولهم الحق في التعامل في الاوراق المالية0

3 – سوق ثالث يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

4- سوق رابعة واخيرة وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الأخرى.

وتشمل السوق الثانوي ايضاً على نوعين من الاسواق هما:

أ— الاسواق المنظمة :وتتميز هذه الاسواق بوجود مكان محدد ي لتقي فيه المتعاملون بالبيع اوالشراء (البورصات)ويدار هذا المكان بواسطة مج لس منتخب من اعضاء السوق ويشترط بالاوراق المالية المتعامل فيها في السوق أن تكون مسجلة في السوق .

ب – السوق غير المنظمة: يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم ،حيث لايوجد مكان محدد لاجراء التعامل ويكون التعامل ببيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين ،.ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر ان يختار افضل الاسعار.

الفصل الثاني

واقع الأسواق المالية العربية والاجنبية

في هذا المحور من الدراسة سوف نتطرق الى مايلي:

1- واقع الاسواق المالية العربية والأجنبية.

2- واقع التعامل في الاسواق المالية الدولية.

فيما يخص الفقرة الاولى وهي واقع الاسواق المالية العربية والدولية يمكن القول ان أسواق المال العربية تواجه صعوبات ومشاكل كثيرة ومتشعبة الامر الذي اضفى عليها صفة الضعف في الاداء و في الية العمل في سوق البورصة مقارنة باسواق المال العالمية او الاجنبية ،ومن هذه المشاكل نذكر(16):

1-غياب الاستقلال المالي والاداري لبعض اسواق المال العربية وقلة الصلاحيات للبورصات فيها وافتقارها لادوات الرقابة والسيطرة التى تساعدها على حسن ادارة الاوراق المالية.

2- عدم وجود مؤسسات فاعلة وساندة للاسواق المالية العربية ذات التاثير المباشر في سوق الاسهم والسندات الامر الذى نجم عنه تقلبات حادة في اسعار الاسهم والسندات مع زيادة المخاطرة الاستثمارية في مجال الاوراق المالية والبورصات.

3-غياب مؤسسات الايداع المالي والمركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الادوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الاموال او التعامل بها واقتصار الامر في التعامل المالي على الاسهم والسندات التقليدية ووسائل التمويل الأخرى.

4-صغر نطاق الاسواق المالية العربية بسبب انتشارالقطاع العام وتدخل الدولة في معظم الدول العربية،مع افتقارها لانظمة المقاصة والتسوية والمحاسبة الحديثة والتدقيق.

5- ضعف الاستثمار بصفة عامة والاستثمار المالي بصفة خاصة في اقتصاديات الدول العربية وعدم وجود ثقة للمستثمر باداء الاسواق المالية العربية بتغطية الاستثمارات الاولية او باسترجاع مصاريف الاستثمار في السوق المالية العربية .

وإزاء التطور المالي والمصرفي الدولي في العالم اخذت الدول العربية تتلمس رؤوسها وتعيد النظر ببعض القضايا والامور التي تخص الية (*mechinism*) عمل اسواقها المالية للاستفادة او التكيف مع اسواق المال الدولية وفي هذا السياق نذكر [17]:

1- التطورات الحاصلة في الاطر القانونية والتشريعية ذات الصلة بالاسواق المالية مثل اجراء تعديلات في قوانين الاوراق المالية وانتقال ملكيتها وتحسين قواعد المحاسبة والافصاح بما يتفق والمعايير الدولية[18])

2-إدخال تعديلات على الانظمة والانشطة الضريبية في بعض الدول العربية بهدف تحفيز النشاط الاستثماري وتشجيع الاستثمار الاجنبي وايجاد الحوافز المشجعة له .

3-زيادة كفاءة أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين في الأسواق المالية العربية وزيادة نسبة سيولة التداول الفعلي ، مع تحسين طرق التسعير ورفع كفاءة نظم العمولات وهامش تغيير الاسعار وغيرها.

4-زيادة السرعة والشفافية في التعامل في الاوراق المالية بادخال انظمة المكننة لانشطة التداول المالى أي مكننة الاسواق المالية العربية للاستفادة من انظمة التداول السريع والعاجل تعزيزاً لنشر المعلومات وزيادة لثقة المستثمرين.

5 تفعيل ادوات الاستثمار وبدائل الاستثمار المتاحة في الاسواق المالية العربية وتوفير بدائل استثمارية متنوعة امام المستثمرين بزيادة ادوات الدين العام من اذونات وسندات الخزانة المطروحة للتداول ، وتعزيز نشاط السوق الثانوية ومايتم من التداول بالسندات القابلة للتحويل الى اسهم وصكوك وعقود الضمان وعمليات التداول الاجل في بعض اسواق المال العربية ، وفي لبنان على سبيل المثال تم اتخاذ بعض الاجراءات لتطوير عمل السوق المالية اللبنانية منها السماح بالتداول عن بعد في الادوات المالية وادراج سندات الخزينة واليورو بوند في البورصة اللبنانية وإنشاء هيئة الأسواق المالية والمحكمة المالية المتخصصة ونظام تسليم مقابل الدفع بالليرة مع زيادة ساعات التداول في الاسواق وخفض مهلة مقاصة السندات الى يومين *T+2* وتطوير مؤشر رسمي لبورصة بيروت اضافة الى توسيع قاعدة المستثمرين وجذب مستثمرين جدد للسوق المالية اللبنانية وغيرها [19] ،وللوقوف على واقع الاسواق المالية العربية والدولية نستعين بمعطيات الجدول(*1*)والذي يتضمن مؤشرات السوق المالية وهي (القيمة السوقية، قيمة الأسهم ،ومعدل دوران الاسهم) للسنوات (*1994-1999*) في دول مختارة (مليون دولار أمريكي).

الجدول(*1*): القيمة السوقية وقيمة الاسهم ومعدل دوران الاسهم في دول مختارة للفترة(**1994–1999**)

(مليون دولار امريكي)

الدولة	المؤشرات	1994	1996	1997	1998	1999
الاسواق العربية	القيمة السوقية	72.5	107.8	145.2	123	149.4
	قيمة الاسهم	10.5	30.5	63.9	35.5	35.6
	معدل دوران الأسهم	14.4	28.2	44	23.8	23.8
المكسيك	القيمة السوقية	13.2	106.5	156.5	91.7	154
	قيمة الاسهم	82.9	43	52.6	33.8	36
	معدل دوران الأسهم	63.6	40.3	33.5	36.8	23.3
ماليزيا	القيمة السوقية	199.3	307.2	93.6	98.6	145.2
	قيمة الاسهم	126.5	173.6	14.7	29.9	48.4
	معدل دوران الأسهم	63.6	56.5	157.5	30.3	33.3
البرازيل	القيمة السوقية	189.3	216.9	255.5	160.9	227.9
	قيمة الاسهم	109.5	112.1	203.2	146.6	87.2
	معدل دوران الأسهم	57.8	51.6	79.5	91.1	38.2
الصين	القيمة السوقية	43.5	113.8	206.4	231.3	330.7
	قيمة الاسهم	97.5	256	369.6	284.8	377
	معدل دوران الأسهم	224.1	224.5	179.7	123.1	114

المصدر:الامانة العامة للجامعة العربية والتقرير الاقتصادي العربي الموحد ايلول (2000) ص11

وبتضح من الحدول ان القيمة السوقية للسهم والسندات في مجمل الاسواق المالية العربية قد ارتفعت من (75.5) مليون دولار عام 1994لتصل الى 107.8 مليون دولار عام 1996 والى مل يون 145.2دولا رعام 1997 ثم الى 123مليون دولار عام 1998 والى149.4 مليون دولار عام 1999، بينما تراوحت قيمة الاسهم والسندات مابين (10.5-63.9) مليون دولار للفترة المذكورة و قيمة معدل دوران الاسهم والسندات بين(14.4-28.2) مليون دولار ،وعند اجراء مقارنة بين اسواق المال العربية بنظيرتها الاجنبية نلاحظ تدني اسواق المال العربية وعدم تكافئها مع اسواق المال الاجنبية 0 وباجراء مقارنة بينية بين الاقطار العربية ذاتها فيما يخص مساهمة الائتمان المصرفي في تنشيط (stimulate) الاسواق المالية العربية نتمعن في الارقام او المعطيات التى يكشفها الحدول(2) الاتي:

الحدول (2) : نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص من الائتمان المصرفي في دول عربية مختارة للفترة(1993-1999) (مليار دولار امريكي)

الدولة	1993	1997	1998	1999
الأردن	83	92	90	89
الامارات	94	86	85	85
البحرين	86	86	94	80
تونس	93	94	95	93
الجزائر	-	9	10	13
السعودية	61	56	59	58
السودان	23	36	36	31
سورية	16	29	31	33
عمان	86	29	31	92

قطر	49	50	51	51
الكويت	20	52	56	58
لبنان	66	57	55	55
ليبيا	52	55	53	56
مصر	39	59	63	65
المغرب	54	58	60	64
اليمن	9	17	17	23

المصدر: د حاكم محسن محمد، الاسواق المالية العربية وتحديات العولمة ، المجلة العراقية للعلوم الادارية ، جامعة كربلاء ،كلية الادارة والاقتصاد ،المجلد الاول ،العدد الرابع ، حزيران (2002)ص143

ويكشف الجدول (2) ارتفاع نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص من اجمالي الائتمان في بعض الاقطار العربية كتونس وعمان ثم الاردن والامارات والبحرين وادنى النسب كانت لدولة اليمن، حيث ان السيولة المالية عامل منشط للاسواق المالية ،كما يشير الجدول المذكور الى تطور في نسب الائتمان في كل من الاردن والسودان والمغرب ومصر ودولة اليمن وان كانت بعض النسب متدنية [20] ،وتقاس قوة السوق المالية من خلال حجم التعامل الدولي في الاسهم حيث تراجع مؤشر السوق المالي السعودي والسندات والتي زادت بشكل كبير في عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي في الدول المتقدمة ،اذ بلغت نسبة التدفقات المالية الدولية في الاسهم والسندات نسبة الى G.N.P عام 1985 (35.1%) في الولايات المتحدة المريكية و (63%) في اليابان و (367%) في انكلترا بعد ان كانت هذه النسب لاتتجاوز (10%) في عقد السبعينات على صعيد الاقتصادات المتقدمة انظر الجدول(3) الاتي :

الجدول (3) :حجم المعاملات المالية الدولية في الاسهم والسندات في اقتصادات صناعية مختارة (كنسبة الى G.N.P) للفترة (1970-1996)

الدولة	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1999
فرنسا	–	–	8	21.4	53.6	179.6	229
المانيا	3.3	5.1	7.5	33.4	57.3	65.1	196
اليابان	–	1.5	7.7	63	120	-	82.8
انكلترا	–	–	266	367.2	690.1	–	–
الولايات المتحدة الامريكية	2.8	4.2	9	35.1	89.1	135.3	151

المصدر: صندوق النقد الدولي ،افاق الاقتصاد العالمي ،واشنطن ،مايو(1997) ص73

وتعد الاسواق المالية في الاقتصادات المتقدمة أسواقا فاعلة (efficient-market) تتمتع بدرجة عالية من الحرية فيما يخص دخول المدخرين والمستثمرين وخروجهم منها فهي اسواق كفوءة والسوق الكفء هو الذي يحقق تخصيصا كفئ للموارد الاقتصادية (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد الى المجالات الاكثر ربحية وللسوق الكفء دور مباشر يقوم على حقيقة مفادها انه عندما يقوم المستثمرين بشراء

اسهم شركة ما ، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية وهذا يعني ان المنشأت الواعدة باستطاعتها اصدار سندات والتعاقد للاقتراض مع المؤسسات المالية [21] ، ودور غير مباشر ويتمثل باقبال المزيد من المستثمرين على الشركة والتعامل باسهمها الأمر الذي يزيد من الموارد المالية للشركة ، ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لابد من توفر سمتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل فالاولى أي كفاءة التسعير (*price efficiency*) او الكفاءة الخارجية كما تسمى فتعني سرعة وصول المعلومات الجديدة الى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وان لايتكبدو تكاليف باهضة مما يجعل اسعار الاسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ، وبذلك يصبح التعامل بالسوق لعبة عادلة ،اما الثانية كفاءة التشغيل (*operational Efficiency*) او الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون ان يتكبد المتعاملين خسارة باهضة ودون السماح للتجار والمتخصصين بتحقيق هامش ربح فعال ، وعليه فان كفاءة التسعير تعتمد على كفاءة التشغيل [22] على نقيض اسواق المال العربية التي يخيم عليها التباين في الاداء لتفاوت استجابتها للمعطيات الاقتصادية والمالية والسياسية السائدة وذات احجام تداول ضعيفة، وقد انخفض اداء اربع اسواق خليجية باستثناء اسواق الامارات العربية المتحدة وسلطنة عمان بداية عام (*2007*) بينما تراجعت السوق المالية المصرية باكثر من *4%* بسبب موجة جني الارباح بعد اداء قوي بداية العام المذكور ، وتابعت أسواق المال لشمال افريقيا الاصغر حجما كالمغرب وتونس ارتفاعها رغم وصول التقديرات لمستويات عالية ، اما السوق المالية الاردنية فقد حققت نتائج قوية بداية عام *2007* بعد اداء ضعيف عام *2006* ، واعتبرت السوق المالية السعودية في حالة انتظار لتطور رئيسي يعيد اهتمام المستثمرين اليها لاسيما انها سجلت انخفاضاً حاداً في بداية *2007* (*TASI*) باكثر من *11%* خلال الشهر بعد خسارته باكثر من *50%* من قيمته عام *2006* ،وكانت السوق المالية السعودية الاكثر تأثراً بانخفاض أسعار النفط والمخاوف المستمرة في ايران والعراق وتراجعت ثقة المستثمرين بهيئة المال السعودي [23] ويستمر التداول في اسواق الاسهم الاماراتية نحو الافضل في المنطقة بفضل توقع نمو ارباح الشركات بقوة عام *2007* ومن المتوقع ان تجذب السوق استثمارات من مؤسسات مالية اجنبية وعالمية اذ ظهرت مؤسسات كبيرة مثل تيمبلتون وفيديلتيودوشته بنك وغيرها تهتم بقضايا الاسواق المالية ، ويرى احد المحللين الماليين إن من أسباب ازدهار السوق المالية الاماراتية هو مضاعف الربحية الذي وصل الى مستويات مغرية للشراء بالاضافة الى التقارير الايجابية للشركات مثل شركة اعمار ،اما السوق المالية الكويتية فقد انتابها التراجع رغم البداية الايجابية بداية عام *2007* حيث حققت بعض الشركات في قطاع البنوك والاتصالات ارتفاعات قوية وسجل البنك التجاري الكويتي و *NMTC* (الوطنية للاتصالات ارتفاعا تراوح بين (*14%–18%*) على التوالي خلال عام *2007*، وتابعت السوق العمانية اداؤها المتميز حيث حققت نموا قدره *3.4%* شاركت فيه كافة قطاعات السوق في التاريخ ذاته حيث اعلنت بعض البنوك عن نتائج مالية مشجعة ،اذ اعلن بنك مسقط عن نمو ارباحه باكثر من *30%* بينما ارتفعت ارباح بنك عمان الوطني بنسبة *50%* واعلنت مؤسسة (استاندرد اند بورز) لخدمات التصنيف عن رفع تصنيفات الائتمان على العملات المحلية والاجنبية في سلطنة عمان من *A-* الى *A* الامر الذي يشجع الكثير من الشركات العالمية للاستثمار في السلطنة [24] وسجلت السوق المالية القطرية خسائر كبيرة عام *2007* بعد الاداء القوي في ديسمبر *2006* حيث تاثر المؤشر بشكل كبير بالتراجع الحاد لاسهم

البنوك الكبيرة التى سجلت تراجع تراوح بين (6%– 25%) من قيمتها السوقية [25] ، ومن زاوية اخرى فان تدني اسواق المال العربية يعود لضعف الافصاح والشفافية اذ يعاني المستثمرون في العديد من اسواق الاسهم الخليجية والعربية من غياب عدالة الحصول على المعلومات المهمة التى تؤثر على اسعار اسهم الشركات المدرجة في هذه الاسواق ، الأمر الذي ينعكس على كفاءة هذه الاسواق وصدقيتها [26] وعليه فان أعضاء مجالس الشركات او المديرين التنفذيين عادة ما يحققون مكاسب كبيرة او يتجنبوا خسائر جسيمة من خلال اطلاعهم على المعلومات الداخلية للشركات واتخاذ قرارات البيع او الشراء قبل نشر هذه المعلومات للجمهور ، وان من السهولة بمكان ملاحظة هذه الظاهرة اثناء مواسم نشر البيانات المالية سواء الربعية (كل ثلاثة اشهر) او السنوية [27] ، اما فيما يتعلق بتحليل واقع التعامل والاستثمار في الاسواق المالية الاجنبية فان من الملاحظ ان الاستثمار في اسواق الاوراق المالية يستلزم وضع الاسس الكفيلة بانجاح العملية الاستثمارية وذلك باختيار التشكيلة الصحيحة للاوراق المالية في السوق دون التضحية بالعائد المتوقع من وراء تلك الاستثمارات ، وبذلك فان القرار الاستثماري في السوق المالية مرهون بجملة من المعطيات نذكر منها [28]:

أ –مقدار العائد: وهو يعكس حجم الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالبا ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة.

ب –درجة المخاطرة : وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او ما يسمى بعدم التأكد (*uncertainty*) في مجال تقييم المشروعات.

ت –الوقت : ان شراء الاوراق المالية محدودة بفترة زمنية يتحدد بموجبها الوقت الذى يحتفظ فيه المستثمر بالاسهم والسندات، إذ إن عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها، وعليه فان المتحكمات الاساسية في سوق الاوراق المالية يمكن تحديدها بالاتي [29] :

- سعر الفائدة : ويؤثر بشكل معاكس على اسعار الاوراق المالية ،اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يعمل على انخفاض عمليات التعامل با لاوراق المالية وبالعكس فان انخفاض سعر الفائدة يؤدي الى ترويج التعامل بالاوراق المالية.
- السيولة :وهي الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر او المصرف او المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات دون ان ي ضطر لبيع الأوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة أحياناً ، وتقاس السيولة بمعرفة نسبة الاستثمارات المالية الى مجموع الودائع او الموجودات.
- الائتمان :يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات المالية في حالة عدم قدرة المصدر للاوراق المالية على السداد في الاوقات المقررة وخاصة عند اختلال التوازن بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.
- رأس المال :ويمثل القدرة او عدم القدرة على تغطية أو قيام الأوراق المالية المصدرة، لاسيما عندما تكون هناك خسائر، الأمر الذي يتطلب مراقبة حقوق الملكية للبنك او المؤسسة المالية او الأفراد.

هذا ويحتاج المتعامل بالاوراق المالية الى معلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار الاستثماري ومعرفة كاملة بالملابسات الاستثمارية وتقدير مايختاره من اوراق مالية او سندات ، حيث إن المؤسسات الكبرى التي تلعب دوراً كبيراً في سوق الاسهم والسندات الدولية كالبنوك وصناديق الاستثمار لاتفصح الا نادرا عن السياسة التي تنتهجها ، وعليه فان مسألة التعامل بالاوراق المالية يعتمد على امرين هما [30] :

الاول : الدور الذي يلعبه تجار الاوراق المالية وبيوت السمسرة بخصوص توجيه المستثمرين وتقديم النصح لهم .

والثاني : زيادة وعي والمام المستثمرين بما يقومون به او يقدمون عليه بمختلف جوانب السوق المالية ،اذ ان السوق المالي يختلف عن السوق السلعية فقد يكون الوضع الاقتصادي للشركة او ككل جيدا لكن اسعار الاسهم تتجه نحو الهبوط .

وتصدر الأوراق المالية مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة ما بوحدات نقدية حسابية او مركبة لاتتداول عادة وانما لاغراض القياس ويكون التداول بها ان حصل وفق ضوابط ومؤشرات منها [31] :

*المؤشرات الاقتصادية : تؤثر هذه المؤشرات في اسعار الاسهم والسندات اذ تعكس التوقعات والتكهنات بشأن السوق المالية مثل حالة الاعلان عن ميزانية مالية ضخمة او نهج استثماري طموح والذي يعني توقع ارتفاع الاسعار بشكل عام .

*المؤشرات النقدية والمالية : وهي من اهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الاسعار في السوق المالية مثل ارتفاع اسعار الفائدة والذي يدفع المستثمرين للاستثماروالايداع في المصارف وبيع الاسهم فيزداد عرضها وتنخفض اسعارها ويحدث العكس اذا انخفضت اسعار الفائدة فتحول الاموال الى سوق الاسهم والسندات ،كما ان زيادة المعروض النقدي يعمل على زيادة اسعار السندات وهنا ياتي دور السلطة النقدية في التحكم بالعرض النقدي للتأثير في أسعار الفائدة.

*حجم التداول في البورصة :ان عدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعاته صعوداً ونزولاً بالمستقبل وان كثافة حجم التداول هذا يزيد من درجة التفاءل لدى المستثمرين واقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الاسعار نتيجة لذلك، اذ ان عامل كثافة التداول وارتفاع الاسعار هي التي تولد الطلب في الاسواق المالية والتي تتسم بسمات تميزها عن الاسواق الاستهلاكية والسلعية منها على سبيل المثال [32] :

*الطابع الفردي لهذه الاسواق مما يجعل المستثمر يواجه اطراف قوية في جانب الاصدار والتسويق ممثلة بالشركات الكبرى والهيئات العامة .

*من الصعب على المستثمر ان يلم الماماً كافياً بالأوضاع السائدة في هذه الأسواق وأوضاع الهيئات التي يستثمر أوراقها ويعتمد على التقديرات والارشادات والنصائح .

*يواجه حملة الأوراق المالية وخاصة حاملي السندات الى موضوع عدم تسديد الديون والالتزامات المالية من قبل المدينين وتأخير دفع الفوائد والاقساط بالعملة الاجنبية فهم بحاجة الى حماية من هذا النوع من المخاطر ، إضافة إلى مخاطر ارتفاع اسعار الفائدة واسعار الصرف وائتمان الاوراق المالية، وبعد التعرف على واقع

الاسواق المالية الأجنبية والعربية لابد من التعرف على واقع الاسواق العربية في ظل العولمة وهذا ما يناقشه المحور التالي:

الفصل الثالث

الأسواق المالية العربية وتحديات العولمة :

تعد العولمة(*Globalization*) من ابرز التحديات التى تواجه الاسواق المالية العربية فهي اتجاه رأسمالي امريكي – غربي يهدف الى امركة السياسة والاقتصاد والمال في الاطراف لصالح المركز الذي هو الولايات المتحدة الامريكية بالاساس اضافة الى الدول الاخرى السائرة في خط الولايات المتحدة الامريكية [33]،وان بعض الكتاب ينسب فوائد كثيرة للعولمة مثل زيادة م ضطردة بالإنتاج والانتفاع من التطورات التكنولوجية والثورة المعلوماتية وتحقيق فرص للنمو الاقتصادي وفي الحقيقة فان دول المركز لاتقدم المعلوماتية المفيدة ولا التكنولوجيا بل يبقى ذلك حكراً عليها كون العولمة استغلال للمال والاقتصاد والموارد الاقتصادية للبادلن الضعيفة ، ويقال إن العولمة آتية لا مفر منها وكأنها مرحلة تاريخية–اجتماعية تفرضها قوانين الحياة ، ويتكلم الناس عن مايسمى القرية الكونية الصغيرة مستندين الى شبكة المعلومات الدولية (*internet*) وماتقدمه من معلومات ثيت عدم جدواها الا بالنزر اليسير [34]،وهناك تطبيقات مثيرة للجدل على العولمة نذكر منها [35]:

1- تفرض العولمة سياساتها الاقتصادية والمالية بحجة انها الوصفة الشافية للداء الذي يسري في اقتصاديات الدول النامية ومنها الدول الغربية.

2–تفرض أسعار صرف كما تراه وحسب توجهاتها المالية والاقتصادية بما يضمن لها سلب ثروات الشعوب والهيمنة على مواردها المادية والاقتصادية.

3–تقديم القروض باسعار فائدة عالية ومحاولة جدولتها بالشكل الذي يشغل الحكومات بدفع الفوائد دون تسديد اصل الدين.

4– فرض تشريعات قانونية تضمن لها السيطرة على الارباح وفائض الانتاج تحت مسميات عدة

5–تسببت العولمة في احداث ازمات اقتصادية دولية مثل الازمة الاسيوية والتي يرجعها البعض الى سوء الادارات والسياسات الاقتصادية والمالية للحكومات الأسيوية.

ويمكن للقائمين ومتخذي القرار في الاسواق المالية العربية اتخاذ بعض الخطوات لمواجهة العولمه مثل توحيد التشريعات القانونية والتنظيمية التي تحكم اسواق المال لديها وتنشيط دور الوساطة المالية والاستفادة من وسائل التقنية الحديثة باعتماد التعامل الا لكتروني .... وكذلك توحيد أسعار صرف العملات العربية اتجاه العملات الاخرى كالدولار واليورو....وزيادة كفاءة النظم المالية والمحاسبية المحلية ورفع كفاءة الاطر العاملة في هذه النظم وتبادل الخبرة بين الاقطار العربية في حقل الاختصاص وعدم الاقتراض من خارج الاقطار العربية مع وضع شروط لرأس المال الاجنبي الداخل لإغراض الاستثمار داخل الاقتصادات العربية [36] ، وبسبب عدم التكافؤ في المعاملات المالية والاقتصادية بين الاقتصادات النامية والمتقدمة في ظل العولمة اوقع الاولى

في فخ المديونية الدولية وجعلها ترزخ تحت وطأة العجز(*defict*) المستديم لميزان المدفوعات والثانية في حالة فائض (*excess*) ،وتبين الارقام الواردة في جدول (*4*) الاتي مديونية بعض الاقطار العربية (كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي).

الجدول (*4*) :المديونية الدولية لبعض الاقطار العربية (كنسبة الى *G.N.P*) للفترة (*1998-2003*)

الدولة	*1998*	*1999*	*2000*	*2001*	*2002*	*2003*
الاردن	*89.3*	*89.9*	*80.1*	*74.7*	*76.4*	*76.3*
تونس	*55.4*	*62.2*	*59.8*	*60.2*	*56.1*	*55.7*
الجزائر	*63.2*	*58.3*	*46.4*	*41.1*	*40.5*	*35.3*
جيبوتي	*65.9*	*68.8*	*66.9*	*65.2*	*66.8*	*68.2*
السودان	*221.3*	*195.9*	*158.6*	*142.5*	*145.2*	*135*
سورية	*32.7*	*33.2*	*27.7*	*27.7*	*27.8*	*20.7*
الصومال	*25.8*	–	–	-	–	–
عمان	*25.8*	*22.9*	*17.9*	*18.8*	*18.1*	*17.2*
لبنان	*25.8*	*33.7*	*42.4*	*57.3*	*84*	*85.7*
مصر	*35.1*	*31.7*	*27.7*	*31.3*	*34.3*	*41.9*
المغرب	*54.0*	*49.8*	*48.1*	*42.4*	*38.7*	*32.4*
موريتانيا	*159.3*	*157.6*	*159.9*	*206.7*	*184.7*	*178.2*
اليمن	*72.5*	*68.4*	*51.8*	*50.7*	*49.1*	*46.5*

المصدر : التقرير الاقتصادي العربي الموحد (*2000*) ص *343* 0

ويلاحظ من الجدول السابق ان اكثر الدول مديونية هي السودان وموريتانيا للفترة المذكورة

وتأتي بقية الدول العربية بعدها ، ولكن ليس من الصحيح ان يبقى العالم العربي مرتهنا بالعولمة فهي فعل حتمي نتيجة تلاقي مصالح الدول المتقدمة اقتصادياً والتي قللت تطاحنها العسكري على مايبدو والحروب الثنائية لتتلاقى عبر التنافس المزدوج في السعر والجودة القياسية لكن على حساب الدول الضعيفة والفقيرة والتى انتظمت تحت لائحة الدول النامية ،والملاحظ ان جميع دول العالم تتسابق وبقفزات ارنبية للانخراط في منظمة التجارة العالمية لاعتقادها بان التشريعات الصادرة عنها تصون اقتصاد الدول الضعيفة ، والعالم العربي في اطاره الجيو–اقتصادي تنازل عن قدرته الاقتصادية فهو باستطاعته ان ينتج اذا اراد طائرة او ثلاجة او أي سلعة تحمل شعار (صنع في العالم العربي) فخشي الوحدة الاقتصادية بعد ان بعد شبح الوحدة السياسية ،فدول الخليج حملت الريادة في وحدة اقتصادية اقليمية غير اندماجية من الافضل ان تتبعها بقية الدول العربية مثيلة في هذا العالم المترامي الاطراف في المساحة والسكان والمعزز بالقدرات الاقتصادية والادمغة المهاجرة لانشاء اطار عربي متكامل لاينهشه احد مثل الاتحاد المتوسطي

او الاوربي المتوسطي، فالسلعة العربية وأسواق المال العربية بحاجة الى جهود السياسة كي توفر لها الحماية لتنشأ تحت معايير الجودة، وأمام العبثية السياسية التى يشهدها العالم لابد من نسيج اقتصادي عربي متقارب بصيغ تشريعية متفق عليها تمهيدا لاندماج المؤسسات الاقتصادية وتسييل رؤوس الأموال باسهم مالية تتداول في الاسواق المالية العربية والبورصات [37] ، خاصة وان الاقتصاد العالمي ازاء الاهمية المتزايدة لرأس المال في صناعة الخدمات المالية والمصرفية وغير المصرفية اداة تتحرك بموجب مؤشرات البورصات العالمية (داو جونز،ناسدك ،نيكاي ،داكس ،كيك ، 000)والتي تؤدي إلى نقل الثروة العينية من يد مستثمر الى اخر دون عوائق وحتى عبر الحدود الجغرافية حيث الحركة المستمرة لرؤوس الاموال بحثا عن الارباح،وقد استأثرت القوى العظمى للاستثمار بثروات العالم واسواقه ساعدها في ذلك ازدهار شبكات الاعمال ونقل المعلومات التي يوفرها التقدم العلمي التقني الهائل في ربط الاسواق المالية العالمية وبسبب ظاهرة التضخم النقدي الذي يعتبر من الخصائص الهيكلية للحياة الاقتصادية الحديثة في شتى دول العالم مما ادى بدوره الى ارتفاع تكاليف الاستثمار ولعدم تلبية المدخرات بصورة كافية لمتطلبات الاستثمارات المطلوبة وهكذا اصبحت الاسواق المالية اداة مالية جديدة وما رافقها من دعوات لالغاء التنظيمات القانونية والتشريعية التي تقف امام ترويج اقتصاد السوق وتسريع دخول رؤوس الاموال عبر الحدود وممارسة العمليات المصرفية بشكل واسع الامر الذي خلق اتساعا متزايدا للتعامل بالاوراق المالية بانواعها المختلفة [38] ،ان تحرير التجارة وفتح الاسواق المالية امام النتقال الحر للسلع والخدمات يتم من خلال لاعبين اساسيين في السوق الدولية التي تقود الاستثمار واجراءات البيوع والسمسرة والمضاربات العالمية والمتمثلة في الشركات متعددة الجنسية (*multinational cooperation*) وعمليات غسيل الاموال او العملة ،فالشركات المتعددة الجنسية شركات عملاقة تملك رصيدين معرفي ومصرفي للتاثير في اقتصادات البلدان واغلب هذه الشركات (امريكي ،ياباني ،او اوربي 000) لها فروع وشركات تابعة في الدول المضيفة بحثا عن فرصا اوسع للعمل حيث اضحت في الوقت الحاضر تمثل اهم عوامل تطور النظام الاقتصادي الدولي حيث بلغ حجم المبيعات السنوية لبعض الشركات مثل جنرال موتور مثلا حجم الناتج القومي لكل من سوسرا +الباكستان+جنوب افريقيا + 00) ،ومبيعات شركة شل تجاوزت حجم الناتج القومي الاجمالي لكل من ايران +فنزويلا +تركيا 00علما ان هذه

الارقام تعود الى ما يزيد على عشر سنوات مضت [39] ، اما ظاهرة غسيل الاموال فتعني القيام باستثمار عملة محصلة بشكل غير قانوني من قبل طرف ثالث لطمس هوية مصدرها ،علما ان مصدر هذه الاموال هو فعل اجرامي 000ويتم استغلال هذه الاموال في مجالات قبول الودائع والحوالات المصرفية ووسائل الدفع المصرفية والضمانات والالتزامات المالية وغيرها ،وتشير البيانات الاولية انهناك (9) تريليون دولار امريكي من انتاج العالم ينفق في مايسمى باقتصاد الظل او الصفقات التى لاتخضع للضرائب ولاتسجل في الدفاتر الرسمية والتي تضم الدخل القانوني غير المسجل للصفقات المدفوعة نقدا من جهة الدخل غير القانوني لنشاطات التهريب والمخدرات [40]

المحور الرابع
حالات تطبيقية مختارة عن الاسواق المالية

يناقش هذا المحور بعض الحالات التطبيقية المختارة الخاصة بالاسواق المالية بغية الوقوف على الواقع العملى والتطبيقى لهذه الاسواق خلال فترة الدراسة ،وعلى النحو الاتي :

حالة (1) [41]

نموذج لقياس اثر سعر الفائدة(r) والتضخم الاقتصادي (I) كمتغيرات مستقلة على المؤشر العام لاسعار الاسهم (P) كمتغير تابع في سوق مصر للاوراق المالية للمدة (1991-2005) وجاء التقدير اللوغارتيمي الاتي :

$$Ln\,P = 3.41 - 2.5\,Ln\,r + 1.85\,Ln\,I \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

$$(t^{*}) \quad (0.95) \quad (-3.45) \quad (4.12)$$

$$R2 = 0.969$$

$$R2 = 0.964 \quad F^{*} = 186.188 \quad D.W = 1.92$$

الملاحظات :

يتبين من النموذج ان قيمة ($R2$) بلغت نسبة مرتفعة (0.969) وهذا يشير الى ان المتغيرات المستقلة (سعر الفائدة والتضخم الاقتصادي)تؤثر في المؤشر العام للاسهم في السوق المالية المصرية بنسبة كبيرة مايقارب(96 % والباقي مايقارب (4%) يعود لجملة عوامل اخرى لم تدخل النموذج وهي عوامل سا يكلو لوجية وفنية تتعلق بالية عمل السوق المالية المصرية ، ومن الناحية الاحصائية فان النموذج ذو معنوية احصائية حسب اختبار F وt * اما من الناحية القياسية فان النموذج يخلو من مشاكل القياس الاقتصادي كمشكلة التعدد الخطي (multicollinearity) والارتباط الذاتي ** ، وطبقا لاختبار كلاين الخاص بالكشف عن التعدد الخطي نلاحظ ان قيمة ($R2$) اكبر من مربع الارتباط الجزئي بين المتغيرين المستقلين (r ، I) الامر الذي يشير الى انعدام مشكلة التعدد الخطي ،واقتصاديا فان هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة(r) والمؤشر العام للاسهم (P) ،اذ ان تغير معلمة المتغير المستقل (r) بمقدار

1% يؤدي الى نقصان في قيمة المؤشر العام لاسعار الاسهم المصرية بنسبة 2.5%(مع ثبات العوامل الاخرى)،بينما توجد علاقة موجبة بين التضم الاقتصادي (I) المعبر عنه بالرقم القياسي لايعارالمستهلك (Proxy)وبين المؤشر العام لاسعار الاسهم (P) اذ ان تغير الرقم القياسي لاسعار المستهلك بمقدار 1%) يؤدي الى تغير في المؤشر العام لاسعار الاسهم بمقدار 1.85%(على فرض ثبات العوامل الاخرى)

حالة (2) (42)

نموذج لدراسة اثر القيمة السوقية للاسهم وحجم تداول الاسهم ومعدل دوران الاسهم في الناتج المحلي الاجمالي في المملكة الاردنية الهاشمية للفترة(1981–2003)وجاء التقدير اللوغارتيمي الاتي:

$$Ln\ Q = \underset{t}{\underset{-0.46}{-47}\ \underset{0.46}{47}\ \underset{-0.46}{-47}} 222\ X1.\ X2\ .X3\ \ldots\ldots\ldots(2)$$

$R2 = 0.80 \qquad F = 26 \qquad D.W = 0.84$

حيث ان :

Q : تشير الى الناتج المحلي الاجمالي الاردني (مليار دولار)

X1:القيمة السوقية للاسهم

X2:حجم تداول الاسهم

X3: معدل دوران الاسهم

- بلغت قيمة (F) الجدولية (9.07) عند درجة حرية(1-13) ومستوى معنوية 1%0
- بالغت قيمة (t) الجدولية (2.16) عند درجة حرية (13) ومستوى معنوية 1% 0
- قيمة D.W الجدولية عند مستوى معنوية 1% ودرجة حرية (2-15) ايان : du= 1.2 dl= 0.7

الملاحظات:

لم تثبت معنوية المعالم المقدرة للقيمة السوقية للاسهم وحجم تداول الاسهم ومعدل دوران الاسهم عند مستوى معنوية 1% او 5% او 10% على التوالي في تاثيرها على الناتج المحلي الاجمالي في سوق عمان المالي للفترة المذكورة ،ذلك كون قيمة t المحسوبة

(-0.46 ,0.46,-0.46)للمتغيرات المستقلة ($X1,X2,X3$) اقل من قيمتها الجدولية (1.71)عند مستوى معنوية 5% ودرجة حرية 19 ،وهذا يتفق مع حقيقة اسواق المال 2العربية ،واجتاز النموذج اختبار المعنوية الاجمالية (F-$test$) كون قيمة f المحتسبة البالغة 26اكبر من قيمتها الجدولية (4.17) عند درجة الحرية ومستوى المعنوية نفسها المذكورة سابقا ، اما معامل تحديد الارتباط ($R2$)فيشير الى ان المتغيرات المستقلة (القيمة السوقية للاسهم ومعدل دوران الاسهم وحجم تداول الاسهم) تؤثر في الناتج المحلي الاجمالي الاردني بنسبة 80% والباقي 20% تعود لعوامل اخرى لم يدخلها الباحث بالنموذج ،ولايعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي كون قيمة $D.W$ البالغة 0.84 تقع في منطقة عدم الحسم عند مستوى معنوية 1% اذ ان :

0 $dl=1.74$ $du=0.41$

حالة (3) (43)

نموذج قياسي لقياس اثر القيمة السوقية للاسهم وحجم تداول الاسهم ومعدل دوران الاسهم على النمو الاقتصادي في مصر للفترة($1981-2003$) وجاء التقدير اللوغارتيمي المقدر الاتي :

$$Ln\ Y = 6.23\ X1^{0.03}\ .X2^{0.02}\ .X3^{0.16} \quad \ldots\ldots(3)$$

$$(t) \qquad (63)\ (0.80)\ (1.70)$$

$R2=44.2$ $F=5.02$ $D.W=0.85$

حيث ان :

Y: تشير الى الدخل الشخصي كمتغير نائب عن النمو الاقتصادي($Proxy\ variable$)

$X1,X2,X3$: القيمة السوقية للاسهم وحجم تداول الاسهم ومعدل دوران الاسهم في السوق المالية المصرية

0

الملاحظات :

لم يجتاز النموذج اختبار المعنوية الاجمالية F-$test$ ذلك كون قيمة F المحتسبة والبالغة 5.02 اقل بكثير من قيمتها الجدولية 3.13 عند درجة حرية 19 ومستوى معنوية 5%،وان المتغيرات المستقلة (القيمة السوقية ومعدل دوران الاسهم وحجم تداول الاسهم) تؤثر بنسبة قليلة في النمو الاقتصادي كمتغير تابع في مصر

بلغت حوالي 44% وهي نسبة غير مقبولة احصائيا وفق المعايير الاحصائية المعتمدة،اذ ان هناك عوامل اخرى تؤثر في النمو الاقتصادي (الدخل الشخصي) بنسبة 66 % تقريبا غير متغيرات القيمة السوقية ومعدل دوران الاسهم وحجم الاسهم لم يدخلها الباحث في النموذج ،وهذا يدل الى السوق المالية المصرية تؤثر بصورة نسبية في النمو الاقتصادي ،واشار اختبار t ايضا الى عدم معنوية معاملات انحدار القيمة السوقية ومعدل دوران الاسهم وحجم تداول الاسهم ذلك كون قيمة t المحتسبة في النموذج (1.63,0.80,1.70) اقل من قيمتها الجدولية البالغة 1.71 عند درجة حرية 19 ومستوى معنوية 5% ، الامر الذي يدل الى ان ضعف تاثيرمتغيرات السوق المالية المصرية النمو الاقتصادي وهذا يتفق مع حقيقة وواقع في اسواق المال العربية 0

حالة (4) (44)

نموذج لاخطي (اسي) لقياس اثرالقيمة السوقية للاسهم ومعدل دوران الاسهم وحجم تداول الاسهم في الناتج المحلى الاجمالي في جمهورية مصر العربية للفترة(1981–2003) وجاء التقدير كما يلي :

$$Y= 9.89\ X1^{0.32}\ X2^{0.06}\ X3^{0.23}.....(4)$$

$$(t)\qquad 1.56\ \ 1.75\ \ 2.56$$

$$R2= 0.62 \quad F=10.25 \quad D.W=1.29$$

الملاحظات :

ان النموذج معنوي احصائيا حسب اختبار F ذلك كون قيمة F المحتسبة والبالغة 10.25 اكبر من قيمتها الجدولية(3.13)عند درجة حرية 19 ومستوى معنوية 5% ،وحسب معامل التحديد فان القيمة السوقية للاسهم ومعدل دوران الاسهم وحجم الاسهم تؤثر في الناتج المحلي الاجمالي المصري بنسبة 62%والباقي 38% يعود لجملة عوامل اخرى لم تدخل النموذج واشار اختبار t الى معنويةمعدل دوران الاسهم وقيمة الاسهم بمستوى معنوية 5%ودرجة حرية 19 ذلك كون قيمة t المحتسبة (1.75, 2.56) اكبر من قيمتها الجدولية البالغة 1.71 ، ومعنوية القيمة السوقية عند مستوى معنوية 10% كون قيمة t المحتسبة لها البالغة 1.56 اكبرمن القيمة الجدولية بمستوى 10% البالغة 1.32 ،ولم يعاني النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي ذلك كون قيمة $D.W$ البالغة 1.29 تقع في منطقة القرار غير الحاسم 0يتضح من ذلك ان السوق المالية المصرية تؤثر في الناتج المحلي الاجمالي بنسبة اكبر من تاثيرها في النمو الاقتصادي او الدخل الشخصي الامر الذي يشير الى ان الناتج المحلي الاجمالي لم يتم توزيعه بالصوره التي تعكس عدالة التوزيع للدخول وهذا مايتفق ايضا مع حقيقة السياسة المالية للبلدان العربية والنامية .

حالة(5) (45)

دراسة وتحليل حجم التداول في سوق بغداد للاوراق المالية قطاعيا للفترة (1992-2000) تم التوصل فيها ان نسب النمو في الاسهم في القطاعات الاقتصادية بلغت 239% في القطاع الصناعي و 235% في القطاع

الزراعي و 233 % في قطاع الخدمات لسنة 1995 ،وان اقل نسبة كانت 3% و20% و 17% للقطاعات المذكورة على التوالي وذلك عام 1999 ،اذ ان النسب المرتفعة لمعدلات النمو للاسهم تعكس حالة التضخم الحاد الذي شهده الاقتصاد العراقي بسبب الحصار الاقتصادي وخاصة في منتصف التسعينات من القرن الماضي ،وبلغ الانحراف المعياري (standard Deviation)* في الاسهم 262.9 للقطاع الصناعي و 246.4 للقطاع الزراعي و 177.9 لقطاع الخدمات ، وتم حساب معامل الاختلاف للاسهم لسنوات الدراسة على المستوى القطاعي بلغ 107.5 للقطاع الصناعي و 81.5 لقطاع الزراعة و 66.5 لقطاع الخدمات، وهذا يشير الى ان قطاع الخدمات اقل اختلافا من القطاعين الصناعي والزراعي ،واستخدم معيار احصائي اخر هو معامل الارتباط البسيط (**) لمعرفة درجة الارتباط بالاسهم بين القطاعات الثلاث المذكورة اذ بلغ 84% بين القطاعين الصناعي والزراعي و 85% بين القطاعين الصناعي والخدمي و 85% بين القطاعين الزراعي والخدمي ، وهو معامل ارتباط قوي من الناحية الاحصائية ،اما معامل الارتباط المتعدد (***) بالاسهم فكان 88% للقطاع الصناعي من جهة والقطاعين الزراعي والخدمي من جهة اخرى و 89% للقطاع الخدمي من جهة والقطاعين الزراعي والصناعي من جهة اخرى و 88% للقطاع الزراعي من جهة والقطاعين الصناعي والخدمات من جهة اخرى،وتعدت قيمة t (****)القيمة الحرجة 2 ،بلغت 4.11 بين القطاعين الزراعي والصناعي و4.41 بين القطاعين الصناعي والخدمي و4.41 بين القطاعين الزراعي والخدمي

* معامل الاختلاف يساوي الانحراف المعياري مقسوما على الوسط الحسا بي مضروبا في 100
**تم حساب معامل الارتباط البسيط وفق الصيغة الاتية :

$r=\sum xy/nSxSy \quad when$

***معامل الارتباط المتعدد وفق الصيغة الاتية :

$R1.23 = r12 + r13 + 2r12r13r23 / 1-r23$

**** : تم حساب قيمة t بين متغيرين وفق الصيغة الاتية :

$t=r*n-2/1-r$

الاستنتاجات والتوصيات:

الاستنتاجات

1- تعد الأسواق المالية ذات أثرا فاعلاً في النشاط المالي والمصرفي وفي مجمل الاقتصاد الوطني للبلدان في العالم اذ ساعد التدفق المالي الدولي لراس المال وتغيرات مصادر التمويل عالمياً على تطور ونمو هذه الاسواق بفعل تعزيزه للاستثمار والمحافظ الاستثمارية ،وتعمل الأسواق المالية على حشد المدخرات صوب الاستثمار ودفع النمو الاقتصادي كمساعد كبير للسلطة النقدية من خلال التاثير في اسعار الفائدة وسعر البنك والسوق المفتوحة وسوق الاسهم والسندات،وتنق ل الأسواق المالية الأموال من أطراف الفائض(المدخرين) الى اطراف العجز(المستثمرين) أي مساواة العرض مع الطلب وتحريك راس المال وتوظيفه في مجالات اقتصادية اكثر فاعلية وتوطيد الاستقرار الاقتصادي ..الخ .

2- ارتبط تطور الاسواق المالية تاريخيا بالتطور الصناعي والاقتصادي للبلدان وهذا ماشهدته الدول الصناعية والرأسمالية، اذ إن ظهور الشركات المساهمة واقبال الحكومات على الاقتراض خلق حركة للتعامل بالصكوك المالية وظهور البورصات المالية بعد ان كان التعامل بالصكوك على قارعة الطريق ، وكذلك كان حكام اليونان القدماء يطلبون من السواح ابدال عملاتهم بعملات المدن التى يقصدونها.

3-نتيجة اندماج الاسواق المالية المحلية بالدولية حدثت تغيرات جذرية في الاقتصاد القومي نتيجة زيادة السيولة الدولية وابتكار مصادر تمويل جديدة والتأثير على كفاءة التخصيص الدولي للمدخرات واحداث مجال واسع في مجال الابتكارات وغيرها ، استفادت الأسواق النامية من هذا الاندماج وحققت منافع مثل زيادة القدرة على المنافسة الدولية والحصول على اكبر قدر ممكن من السيولة المالية ، ولكن الاندماج السريع يفقد ما اكتسب من منافع مثل ماحدث في الازمة الاسيوية عام 1997 .

4-تعاني أسواق المال العربية من واقع مرير ومشاكل متعددة مثل غياب الاستقلال الاداري والمالي لبعض اسواق المال العربية وغياب مؤسسات الايداع المركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الادوات المالية وصغر نطاق الاسواق ومن تحديات العولمة التي تفرض سياستها المالية والاقتصادية بحجة انها الوصفة الشافية

لاقتصادات هذه الاقطار ،اذ تفرض اسعار صرف حسب توجهاتها المالية وتقديم القروض باسعار فائدة عالية وفرض تشريعات قانونية خاصة وغيرها من الأساليب، فهي تيار مثقف يجرف مرتكزات التنمية الاقتصادية لهذه البلدان بالاوتاد كما يقال ولاتستطيع منافسته اقتصاديا ،وتعاني الاسواق المالية العربية من التباين في المؤشرات وهذا ما لاحظناه جليا في الاسواق المالية الخليجية والسعودية في عام 2006 و 2007 ومن الاشاعات وتسريب المعلومات الجوهرية عن اسعار الاسهم والسندات وحركتها وعن الية العرض والطلب للاسهم والسندات وهذه الاشاعات والتسريبات هي أفة اسواق المال العربية0

5-من خلال مقارنة الاسواق المالية العربية بالاجنبية بالاعتماد على بعض المؤشرات مثل القيمة السوقية وقيمة الاسهم ومعدل دوران الاسهم للفترة (1994-1999)نلاحظ انها متدنية او متواضعة قياسا بالاسواق المالية الاجنبية ، ويرجع ذلك للتعامل الكبير بالاسهم والسندات وحرية دخول وخروج المستثمرين للاسواق المالية الاجنبية وعامل الكفاءة (أي كفاءة السوق المالية)وامور كثيرة ، اذ تراوحت حجم المعاملات المالية الدولية بالاسهم والسندات (كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي)في بعض الدول الاجنبية للفترة (1970-1999) بين (1.5-22) كانت اقصاه في فرنسا عام 1999 (22) وادناه في اليابان (1.5) عام 1975 0

6-يعمل الائتمان المصرفي وتفعيل اجراءات السياسة النقدية في الاقطار العربية على تنشيط الاسواق المالية فيها ،اذ تراوحت نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي المقدم للقطاع الخاص بين (29-94)مليار دولار في الاردن وتونس والامارات وعمان بينما تراوحت بين (9-23) مليار دولار في اليمن للفترة(1993-1999) .

7-إزاء عدم التكافؤ الدولي في المعاملات المالية والاقتصادية لصالح الطرف الاخر والتي تم تعزيزها بفعل العولمة فقد وقعت الأقطار العربية في فخ المديونية الدولية اذ تراوحت هذه المديونية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي للفترة(1998-2003)بين (17.9-178.5)وكانت النسبة الأكبر (178.5) في الاردن عام 2003 والنسبة الاصغر في عمان عام 2000، وعلى العموم فان موريتانيا والسودان أكثر الدول مديونية خلال الفترة المذكورة (جدول 4).

8-إن القرار الاستثماري في الاسواق المالية مرهون بجملة عوامل مثل مقدار العائد المتوقع ودرجة المخاطرة وسعر الفائدة والسيولة المالية وعنصر رأس المال المتوفر وان مسألة التعامل بالاوراق المالية يعتمد على أهمية الدور الذي يلعبه تجار الاوراق المالية وبيوت السمسرة بشأن توجيه الاستثمارات وكذلك على زيادة الوعي والالمام لدى جمهور المستثمرين بمختلف جوانب السوق المالية التي يرومون التعامل معها.

9-ينبغي على المضاربين بالأوراق المالية والمحللين الماليين الأخذ بجملة مؤشرات لتحديد توجهاتهم حيال التعامل بالاوراق المالية منها المؤشرات الاقتصادية مثل الاعلان عن مناخ استثماري طموحا وميزانية مالية ضخمة والمؤشرات المالية والنقدية المتعلقة بمعرفة اتجاهات الاسعار كاسعار الفائدة وكذلك حجم التداول في البورصة وعدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية وغيرها .

10-ساعد ازدهار شبكات الاتصال والثروة المعلوماتية والشركات متعددة الجنسية باستئثار القوى العظمى والبورصات الدولية للاستثمار بثروات العالم واسواقه في ربط الاسواق المالية الدولية مما يسمح للمستثمرين الاستجابة للتطورات التي تحدث في الاسواق بصورة انية وفورية ، وبسبب ظاهرة التضخم النقدي الذي ادى الى ارتفاع تكاليف الاستثمار ولعدم قدرة الادخارات من الجانب الاخر لتلبية حجم الاستثمارات المطلوبة

فليس من سبيل سوى الاسواق المالية للحصول على الاموال الا زمة لذلك لمواجهة ذلك الطلب لتنفيذ الاستثمارات واجراء الصفقات من خلال بيع المستثمرين ببيع حصصهم او زيادتها بالشراء.

التوصيات :

1-اتخاذ إجراءات من قبل متخذي القرار في الاسواق المالية العربية حيال العولمة مثل توحيد التشريعات القانونية والمالية والتنظيمية التي تحكم اسواق المال وتنشيط دور الوساطة المالية والاستفادة من وسائل التقنية الحديثة وانشاء مراكز للإيداع المالي والمصرفي وزيادة التبادل البيني والارتباطات المالية بين الاسواق المالية العربية وتوظيف رؤوس الاموال العربية بالداخل بدلاً من استثمارها بالخارج لتصب قيمتها المضافة في الاقتصادات الأجنبية.

2-توحيد أسعار صرف العملات العربية اتجاه العملات الاجنبية مثل الدولار الامريكي واليورو وزيادة كفاءة النظم المالية والمحاسبية المحلية كي تستطيع تحقيق ما مطلوب منها ،وزيادة التعامل بالصكوك المالية لتسوية المعاملات بين الاقطار العربية.

3- تفعيل دور الم نشاءات الصناعية والاقتصادية القائمة او انشاء مشاريع اخرى تكسب ثقة المستثمرين والقاتمين عليها كي يتم الاقبال على شراء المزيد من اسهمها المطروحة للبيع وتثبيت قدمها في السوق المالية.

الهوامش والمصادر :

1-العاني ،د.عماد محمد علي، اندماج الأسواق المالية،أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بغداد 2002 ص15

2- *Lester V.Chandler<The economic of money and Banking op cit London 2000 p250.*

3- *D.M,Mithani, Money ,Banking,international Trade, and public fiancé, Himalaya publishing House ,6th Ed,Bombay ,1992,p307 .*

4- *Ibid .p311.*

5- *Ibid, p308*

6-المعهد العربي للتخطيط (الكويت)، كفاءة الاوراق المالية،متطلبات سوق راس المال (مصدر سابق ذكره)

7-المصدر السابق نفسه.

8-المعهد العربي للتخطيط (الكويت)،مقدمة عن اسواق الاوراق المالية،لمحة تاريخية ،المصدر السابق ،ص1

9-المصدر السابق نفسه.

10-ادم ،د0 محمد،اسواق الاوراق المالية واقتصاديات الدول النامية،مجلة النبأ العدد 59 السنة 7 ،بيروت 2001 ص 106

11- المصدر السابق نفسه

12- المعهد العربي للتخطيط ،الكويت ،مؤشرات اسواق الاوراق المالية ،بعض مؤشرات البورصات العالمية ،2000،ص1

13-المعهد العربي للتخطيط ،الكويت ،مقدمة عن اسواق الاوراق المالية ،دور الاسواق المالية في النشاط الاقتصادي ،المصدر السابق ص 1-2

14- المصدر السابق نفسه

15-المعهد العربي للتخطيط (الكويت)،كفاءة الاوراق المالية،متطلبات سوق راس المال (المصدر السابق)

16- المصدر السابق نفسه

16- محمد، د0حاكم محسن ،الأسواق المالية العربية وتحديات العولمة، المجلة العراقية للعلوم الادارية ،المجلد الاول العدد الرابع حزيران 2002 ص 139

17- المصدر السابق نفسه

18-محمد ،د0حاكم محسن،الاسواق المالية العربية وتحديات العولمة ،المصدر السابق ص140

19- بواسطة المقع الالكتروني الاتي :
http://www.assafir.com/Article.aspx?EditionId =529&ChannelId=11344&ArticleId=31

20- التقرير الاقتصادي العربي الموحد(1999) ص50

21-المعهد العربي للتخطيط (الكويت) ،كفاءة الاوراق المالية ،متطلبات سوق راس المال 2000 ،ص1،بواسطة الموقع الالكتروني ،http://www.arab-api.orj/course 9/c9-1-3 htm.

22= المصدر السابق نفسه

23-بواسطة الموقع الالكتروني : http://www.asharqalawsat.com/print/default.asp?did=405697

24-المصدر السابق نفسه

25- المصدر السابق نفسه

26-الدباس ،زياد ، الاشاعات وتسريب المعلومات أفة الاسواق المالية العربية ،بواسطة الموقع الاكتلروني :
http://www.alawaq.net/save-print.phd?print=1&cont-id=2086 p 1-2 .

27-المصدر السابق نفسه

28-جاسم ،د0عبد الرسول عبد، سوق الاوراق المالية بين الاستثمار والاستثار ،بغداد 2000,ص1

29-المصدر السابق نفسه

30- المصدر السابق نفسه

31-المصدر السابق نفسه

32-المصدر السابق نفسه

33-محمد،د0حاكم محسن ،الاسواق الما لية العربية وتحديات العوامة المصدر السابق ص148 0

34- المصدر السابق نفسه

35-العرب والعولمة ،بحوث ومناقشات الندوة الفكريةالتي نظمها مركز دراسات الوحدة العربية 1998 ص10

36-ميشال مرقص ،تحديات العولمة وعملقة العوربة بواسطة الموقع الالكتروني: http://www.alaswaq.net/save print .phd?print=1&cont id=9433

37-جاسم ،دعبد الرسول عبد ،الاسواق المالية العربية بين الاستثار والاستثمار (المصدر السابق)ص2

38-المصدر السابق

39--حنفي ،دحنفي ،د0صادق جلال العظم ،مالعولمة،بغداد 2000 ص151 0

40-جاسم ،د0عبد الرسول عبد ،الاسواق المالية العربية بين الاستثمار والاستثار (المصدر السابق)ص5

41-المصدر السابق نفسه0

42-أل طعمة، حيدر حسين احمد ، تحليل العوامل المؤثرة في سوق مصر للاوراق المالية ،رسالة ماجستير(اقتصاد) كلية الادارة والاقتصاد –جامعة بغداد 2006 ص145

43- دحام، الهام وحيد ،فاعلية اداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي ، رسالة ماجستير مقدمة الى قسم الاقتصاد كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كربلاء (2006) ص130

44- المصدر السابق نفسه ص 80

45- حمادي، زيدان خليفة وامل محمد سلمان ،دراسة وتحليل حجم التداول في سوق بغداد للاوراق المالية قطاعيا ،مجلة كلية الادارة والاقتصاد الجامعة المستنصرية العدد 39 نيسان 2002 ص256