

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

08<sup>th</sup> May 45-Guelma University  
UNIVERSITE 08 MAI 45 -GUELMA



جامعة 08 ماي 45 قالمة



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لتليل شهادة الماجستير  
T/332.040

تخصص: نقود ومالية

الموضوع:

ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية  
خلال الفترة القصيرة

من إعداد: عمر عبدة سامية

لجنة المناقشة:

د. معطى الله خير الدين ..... أ.م - جامعة قالمة - ..... رئيسا

د. جبار محفوظ ..... أ.م - جامعة سطيف - ..... مقرا

د. رجال السعدي ..... أ.م - جامعة قسنطينة - ..... مناقشا

السنة الجامعية : 2004/2003

## تَشْكُرَات

الممد لله الذي بفضلِه تم إنجاز هذا العمل  
أُتقدّم بجزيل الشكر وأسمى عبارات التقدير والعرفان إلى كل من  
ساهم في إنجاز

هذا العمل المتواضع متى ولو بالكلمة الطيبة.  
وأخص بالذكر:

الدكتور المشرف، الأستاذ جبار محفوظ، الذي خصنا بإعانتِه العلمية  
وتوجيهاته القيّمة،  
وتحمل معنا مساق البحث العلمي إلى آخر لحظة، فما عسانا إلا أن نقف  
أمامه وقفة احترام وتقدير  
لكل مجهوداته معنا.

كما أُتقدّم بخالص معاني الاحترام والتقدير إلى أعضاء اللجنة  
الموقرة

"الدكتور معطي الله خير الدين" و "الدكتور رجال السعدي"  
على موافقتها مناقشة هذه المذكرة.

سامية



إهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما .  
إلى إخوتي وكل أفراد عائلتي .  
إلى كل الأهباب والأصدقاء والزملاء .  
إلى كل من أسدى إلي معروفًا .  
أهدي مذكرتي وتقديري .

سامية

## محتويات المذكرة

الصفحة

فهرس الجداول والأشكال

المقدمة

### القسم الأول: الأسواق المالية وعولتها

|    |                                                                    |
|----|--------------------------------------------------------------------|
| 01 | ..... الفصل الأول: الأسواق المالية وأدواتها                        |
| 04 | ..... 1-1 الدور الاقتصادي للأسواق المالية                          |
| 04 | ..... 1-1-1 تجميع وتجنيد الادخار بغرض تمويل الاقتصاد الوطني        |
| 05 | ..... 1-1-2 نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات                       |
| 05 | ..... 1-1-3 المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية |
| 06 | ..... 1-1-4 مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ            |
| 08 | ..... 2-1 تصنيف الأسواق المالية                                    |
| 09 | ..... 1-2-1 التقسيم حسب توقيت الإصدار                              |
| 09 | ..... 1-1-2-1 السوق الأولية                                        |
| 10 | ..... 2-1-2-1 السوق الثانوية                                       |
| 13 | ..... 2-2-1 التقسيم حسب المجال الجغرافي                            |
| 13 | ..... 1-2-2-1 أسواق رأس المال الدولية                              |
| 18 | ..... 2-2-2-1 الأسواق المالية الإقليمية                            |
| 19 | ..... 3-2-2-1 الأسواق المالية المحلية                              |
| 20 | ..... 3-1 المنتوجات المالية الدولية                                |
| 20 | ..... 1-3-1 الأصول المالية البنكية                                 |
| 20 | ..... 1-1-3-1 العملة الأجنبية الأوروبية                            |
| 21 | ..... 2-1-3-1 شهادات الإيداع الدولية                               |
| 21 | ..... 3-1-3-1 القروض الأوروبية المشتركة                            |
| 23 | ..... 4-1-3-1 تطور النشاط البنكي الدولي                            |
| 24 | ..... 2-3-1 السندات الدولية                                        |

|    |                                                           |
|----|-----------------------------------------------------------|
| 26 | 1-2-3-1 الخصائص الأساسية للسندات الدولية .....            |
| 27 | 2-2-3-1 أنواع السندات الدولية .....                       |
| 28 | 3-2-3-1 الوقاية من خطر السندات الدولية .....              |
| 29 | 4-2-3-1 تداول السندات الدولية .....                       |
| 30 | 3-3-1 أدوات مالية دولية أخرى .....                        |
| 30 | 1-3-3-1 القسيمات الأوروبية .....                          |
| 30 | 2-3-3-1 القسيمات الأوروبية متوسطة الأجل .....             |
| 31 | 3-3-3-1 الأوراق التجارية الأوروبية .....                  |
| 32 | 4-3-3-1 الأسهم الدولية .....                              |
| 33 | 4-1 مؤشرات البورصة .....                                  |
| 33 | 1-4-1 أنواع المؤشرات .....                                |
| 34 | 2-4-1 أوجه استخدام المؤشر .....                           |
| 35 | 3-4-1 أساليب بناء المؤشر .....                            |
| 37 | 4-4-1 حالات تعديل المؤشر .....                            |
| 38 | 5-4-1 المؤشرات المشهورة .....                             |
| 43 | ملخص الفصل الأول                                          |
| 45 | الفصل الثاني: عولمة الأسواق المالية .....                 |
| 45 | 1-2 التغيرات الهيكلية في الأسواق المالية .....            |
| 47 | 1-1-2 أثر العولمة على الأسواق المالية .....               |
| 49 | 2-1-2 تأثير تكنولوجيا الاتصالات على الأسواق المالية ..... |
| 49 | 3-1-2 المراكز المالية الدولية .....                       |
| 50 | 1-3-1-2 شروط المركز المالي الدولي .....                   |
| 51 | 2-3-1-2 أنواع المراكز المالية الدولية .....               |
| 53 | 3-3-1-2 دور المركز المالي الدولي .....                    |
| 54 | 2-2 العولمة المالية .....                                 |
| 54 | 1-2-2 إطلالة تاريخية على مسار العولمة المالية .....       |
| 54 | 1-1-2-2 مرحلة تدويل التمويل غير المباشر .....             |
| 55 | 2-1-2-2 مرحلة التحرير المالي .....                        |



|    |                                                                               |
|----|-------------------------------------------------------------------------------|
| 55 | 2-1-2-2 مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة .....                |
| 56 | 2-2-2 العوامل المفسرة لتسارع العولمة المالية .....                            |
| 56 | 1-2-2-2 صعود الأسهم المالية .....                                             |
| 56 | 2-2-2-2 بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال .....                            |
| 57 | 3-2-2-2 التقدم التكنولوجي .....                                               |
| 57 | 4-2-2-2 إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية وظهور الابتكارات المالية .....      |
| 57 | 5-2-2-2 نمو سوق السندات الدولية .....                                         |
| 58 | 6-2-2-2 الخصخصة .....                                                         |
| 58 | 7-2-2-2 التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق العالمية ..... |
| 58 | 3-2-2 العولمة المالية: المزايا والمخاطر .....                                 |
| 60 | 3-2 ترابط الأسواق المالية ... الآلية والأهداف .....                           |
| 61 | 1-3-2 ترابط الأسواق المالية .....                                             |
| 61 | 1-1-3-2 عوامل الربط .....                                                     |
| 62 | 2-1-3-2 فوائد ربط الأسواق المالية .....                                       |
| 63 | 3-1-3-2 عوائق ربط الأسواق المالية الدولية .....                               |
| 64 | 2-3-2 نماذج الربط بين الأسواق المالية الدولية .....                           |
| 64 | 3-2 1-2 تطور تكنولوجيا ربط الأسواق المالية الدولية .....                      |
| 65 | 2-2-3-2 مفومات الربط بين الأسواق المالية الدولية .....                        |
| 66 | 3-2-3-2 عشرة نماذج لربط الأسواق المالية .....                                 |
| 67 | 4-2-3-2 أمثلة عن ترابط بعض الأسواق المالية .....                              |
| 69 | 3-3-2 المساهمون في ربط الأسواق المالية .....                                  |
| 69 | 1-3-3-2 دور مؤسسات التقاضي في ربط الأسواق المالية .....                       |
| 70 | 2-3-3-2 الوسطاء ودورهم في ربط الأسواق .....                                   |
| 71 | 4-2 الصدمات الخارجية وعدوى الأزمات المالية .....                              |
| 72 | 1-4-2 الاعتماد المتبادل والصدمات الخارجية .....                               |
| 73 | 2-4-2 عدوى الأزمات المالية .....                                              |
| 76 | 3-4-2 أمثلة عن الأزمات المالية .....                                          |

## القسم الثاني: دراسة حالة بعض الأسواق المالية العالمية والخليجية

|     |                                                          |
|-----|----------------------------------------------------------|
| 80  | ..... الفصل الثالث: محاولة قياس ترابط الأسواق المالية    |
| 80  | ..... 1-3 الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية           |
| 80  | ..... 1-1-3 مبررات اختيار عينة الدراسة                   |
| 81  | ..... 2-1-3 مبررات اختيار فترة الدراسة                   |
| 81  | ..... 3-1-3 منهج الدراسة التطبيقية                       |
| 81  | ..... 4-1-3 أدوات جمع وتحليل البيانات                    |
| 83  | ..... 5-1-3 المتغيرات المستخدمة في الدراسة               |
| 84  | ..... 2-3 التعريف بالأسواق المدروسة                      |
| 85  | ..... 1-2-3 سوق أبو ظبي للأوراق المالية                  |
| 90  | ..... 2-2-3 سوق البحرين للأوراق المالية                  |
| 93  | ..... 3-2-3 سوق الأسهم السعودية                          |
| 96  | ..... 4-2-3 سوق مسقط للأوراق المالية                     |
| 99  | ..... 5-2-3 سوق الكويت للأوراق المالية                   |
| 102 | ..... 3-3 تحليل النتائج                                  |
| 102 | ..... 1-3-3 عينة الدراسة                                 |
| 103 | ..... 2-3-3 منهج الدراسة                                 |
| 103 | ..... 3-3-3 تفسير النتائج                                |
| 106 | ..... 1-3-3-3 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الأمريكية |
| 106 | ..... 2-3-3-3 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الأوروبية |
| 108 | ..... 3-3-3-3 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الآسيوية  |
| 109 | ..... 4-3-3-3 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الخليجية  |
| 115 | ..... 5-3-3-3 أثر المعلومات الموازية                     |
| 117 | ..... الاستنتاجات والاقتراحات                            |
| 120 | ..... الخاتمة                                            |

قائمة المراجع

الملاحق

# فهرس الأشكال والجداول

## فهرس الأشكال

| الرقم | العنوان                                                               | الصفحة |
|-------|-----------------------------------------------------------------------|--------|
| 1-1   | العلاقة بين الدولار والأورو دولار                                     | 21     |
| 2-1   | إصدارات بالدولار في العالم                                            | 25     |
| 1-3   | أحجام التداول الشهرية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية                  | 87     |
| 2-3   | التوزيع القطاعي لحجم التداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية لعام 2002 | 88     |
| 3-3   | القيمة السوقية للشركات المدرجة لعام 2002                              | 89     |
| 4-3   | مؤشرات أسعار الأسهم قطاعيا للفترة 2003/12/31-1/1                      | 92     |

## فهرس الجداول

| الرقم | العنوان                                                       | الصفحة |
|-------|---------------------------------------------------------------|--------|
| 1-1   | الفروض البنكية الصافية في السوق الدولية خلال الفترة 1999-1996 | 24     |
| 2-1   | تداول السندات الدولية                                         | 30     |
| 3-1   | تداول الأوراق التجارية الأوربية                               | 31     |
| 1-2   | أنواع المراكز المالية الدولية                                 | 51     |
| 2-2   | نماذج العدوى المالية                                          | 74     |
| 1-3   | تطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال 2003-1994         | 95     |
| 2-3   | عينة الدراسة                                                  | 102    |
| 3-3   | معاملات التحديد للبورصات خلال فترة الدراسة                    | 104    |
| 4-3   | معاملات الارتباط للبورصات خلال فترة الدراسة                   | 105    |
| 5-3   | معاملات التحديد للمعلومات الموازية                            | 105    |



# المقدمة

## المقدمة:

## 1 - أهمية البحث:

تحتل الأسواق المالية في عصرنا الحاضر أهمية كبيرة، نظرا للدور الاقتصادي الذي تقوم به في تنظيم وتطوير أساليب التمويل الطويل والمتوسط الأجل من خلال تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتوجيهها إلى المشاريع الاقتصادية والاجتماعية والتنمية بالأحجام والكلف المطلوبة.

ولقد أدت التطورات في تكنولوجيا الاتصالات إلى زيادة التكامل العالمي للأسواق المالية، مما دفع البعض للقول بأن العالم من خلال ترابط أسواقه المالية وتأثر بعضها ببعض الآخر، قد غدا بمثابة قرية مالية كونية. كما أن عولمة الأسواق المالية قد عكست ثورة مالية بحيث أصبح حجم هذه الأسواق وتأثيرها، وما بها من علاقات وقوى فاعلة ومن أدوات مالية جديدة، مختلفة تماما عما كانت عليه تلك الأسواق في عالم ما بعد الحرب العالمية الثانية.

ورغم ما يجلبه الارتباط الشديد بين الأسواق المالية العالمية، أي العولمة المالية، من ادخار عالمي واستثمار مباشر خارجي للدول المعنية ورفع كفاءة أسواقها المالية وتحسين تسييرها، إلا أنه لا يخلو من بعض المخاطر، لاسيما أثناء الانهيارات التي تنتقل عدواها بسرعة الضوء بين الأسواق خاصة الناشئة منها، نتيجة الارتباط فيما بينها من جهة وارتباطها بالأسواق العالمية من جهة أخرى. هذا ما يفقد الثقة في هذه الأخيرة ويجعل ذلك الادخار يتوجه إلى الخارج مرة أخرى حيث الاستقرار أكثر، خاصة وأن العديد من تلك الأسواق الناشئة تفتقر إلى السيولة والعمق والكفاءة المطلوبة وتمتاز بالتذبذب المزمن.

ولقد شهد القرن العشرون عددا من الأزمات المالية التي شملت بتأثيرها العديد من الأسواق، والتي انعكست سلبا على الاقتصاد العالمي ولو لفترات قصيرة نسبيا. فبعد انهيار أكتوبر 1987 والذي كلف العالم خسارة مقدارها 2000 مليار دولار (40% منها في البورصات الأمريكية وحدها)، في أسابيع معدودة، عاودت الكرة بالهزات صغيرة أخرى مثل ذلك الذي حدث في أكتوبر 1989 وخسرت على إثره البورصات العالمية حوالي 200 مليار دولار، وذلك الذي حدث في 22 و 23 جانفي 1990 وكلف حوالي 20 مليار دولار. ثم أعادت الكرة مرة أخرى في أكتوبر 1997 بدخول النمر الأسوي في أعنف أزمة مالية مرت بها منذ بدأت مسيرتها نحو النجاح الاقتصادي مع مطلع الستينات، وقد سبقها عدد من الدول عانت هي الأخرى من الأزمة مثل المكسيك والأرجنتين 1994/1995، وجنوب إفريقيا 1996.

ومع هذه الانهيارات كبر الخوف وكثرت التساؤلات عن أسباب وإمكانات العدوى وعما يمكن أن يحمله الغد من مشكلات أو بالأحرى انهيارات جديدة، خاصة بالنسبة للأسواق المالية الناشئة، في ظل تسارع عولمة الأسواق المالية وارتباطها نتيجة تطبيق عمليات التحرير المالي والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، وعن

مدى إمكانية هذه الدول الاستفادة من هذا الزخم المتسارع مع تجنب التعرض للأزمات المالية. ولهذا كله وقع اختيارنا على هذا الموضوع.

## 2- إشكالية البحث:

إن النمو الهائل الذي حدث في اندماج وتوسع الأسواق المالية العالمية، والذي كان مصحوبا بتغيرات عميقة في تركيبة التدفقات المالية من هذه الأسواق، تمثلت في الاتجاه نحو التسديد والتدويل، وبروز نظام القروض المشتركة، وظهور السوق الأوروبية للعملات وبنوك الأفسور، مع لجوء الشركات الكبرى مباشرة إلى أسواق رأس المال الدولية لتوفير احتياجاتها المالية وإدارة احتياطياتها النقدية دون الحاجة إلى الوساطة المصرفية. أدى ذلك إلى ازدياد المنافسة في الأسواق المالية "الحررة" ومن ثم اتجاه وتحرك النشاط المالي عموما إلى تلك المناطق ذات البيئة الملائمة أكثر من حيث الجوانب التشريعية والتنظيمية والاستقرار السياسي والقدرة على خلق أدوات مالية جديدة تتوافق مع البيئة المتغيرة من جانب، واحتياجات العملاء من جانب آخر.

ومن هذا المنطلق تأتي هذه الدراسة لبحث في الإشكالية التالية: " ما مدى تأثير العولمة المالية والتطور التكنولوجي وتقدم وسائل الاتصال في ترابط الأسواق المالية الدولية، وهل للتغيرات التي تحدث في سوق معينة تأثير على التعاملات في باقي الأسواق المالية الدولية؟ ما مدى ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية الدولية وما أثر ذلك على التعامل في تلك الأسواق؟ وهل الترابط القوي هو لصالح الدول الخليجية أو العكس في ظل اقتصاد معولم؟".

## 3- فرضيات البحث:

كمنطلق للدراسة والبحث وضعنا أماننا مجموعة من الفرضيات هي:

- العولمة المالية عملية لا مفر منها ويجب قبولها بالشروط والآليات التي تتم بها الآن.
- ترتبط الأسواق المالية الدولية بعلاقة قوية فيما بينها.
- للأسواق المالية الدولية تأثير قوي على الأسواق الخليجية.
- لأسعار البترول تأثير على أداء الأسواق المالية الخليجية باعتبار هذه الدول من أكثر الدول اعتمادا على النفط.
- ترتبط مؤشرات السوق عكسيا بسعر الصرف.

## 4- أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي إلى:

- التعريف بالأسواق المالية وإبراز دورها الاقتصادي باعتبارها الأداة الكفيلة بتوفير الأموال اللازمة لتلبية الاحتياجات التنموية، خاصة بالنسبة للدول غير القادرة على تلبية احتياجاتها في تمويل مشاريعها التنموية، وتحديد موقعها من سوق العمليات المالية.

- دراسة ظاهرة العولمة المالية وما نجم عنها من ترابط بين الأسواق المالية، من أجل الوقوف على الآثار التي قد تنجم عن هذه التطورات ومن ثم الخروج بالتوصيات والمقترحات التي من شأنها أن تسمح للدول العربية من الاستفادة من المزايا التي توفرها العولمة المالية مع تجنب الأزمات المتعلقة بها.
- محاولة قياس مدى ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية.

## 5- حادثة البحث وأهميته في الوقت الراهن:

- يعتبر موضوع الدراسة من المواضيع الحديثة في الجزائر، على الرغم من قدمه في الاقتصاديات المتقدمة. فهو مهم لا سيما بالنسبة:
- للطلبة والباحثين لأخذ فكرة عن تطور العولمة المالية، وما نجم عنها من ترابط بين الأسواق المالية.
- السلطات العمومية وسلطات البورصات العربية للتفكير الجاد في تطوير أسواقها المالية والربط فيما بينها من أجل تقوية فرصتها في مواجهة التطورات العالمية.
- عامة الناس من أجل نشر ثقافة مالية، خاصة وأن الموضوع جديد في الجزائر.

## 6- مناهج وأدوات البحث:

- إن تعدد مناهج البحث العلمي يفرضها اختلاف المشاكل أو الظواهر، أو الأغراض التي يهدف اليها البحث لتحقيقها. ولذا فقد تباينت تلك المناهج بتيان الفروع العلمية. ويعتبر المنهج الطريقة التي يسلكها الباحث في سبيل معالجة إشكالية بحثه والتحقق من صحة فرضياته، للوصول إلى نتائج دقيقة وتحقيق أهداف الدراسة.
- ومن أجل معالجة الإشكالية المطروحة والتحقق من الفرضيات، اعتمدنا على المناهج التالية:
- المنهج الوصفي التحليلي:** يعبر المذهب الوصفي التحليلي البداية التي تبدأ بها المناهج البحثية الأخرى، فهو عادة يشتمل على دراسة الظاهرة وبيان خصائصها وحجمها. ولقد اعتمدنا على هذا المنهج بشكل كبير في معظم نقاط البحث، لأنه يتماشى وطبيعة الموضوع.
- المنهج التاريخي:** يقصد به الوصول إلى المبادئ والقوانين العامة عن طريق البحث في تسلسل الأحداث الماضية وتحليل الحقائق المتعلقة بالمشكلات الإنسانية والقوى الاجتماعية التي شكلت الحاضر. ولقد استعملناه في متابعة تسلسل الظاهرة المدروسة.
- المنهج الرياضي والإحصائي:** اعتمدنا على هذين المنهجين بشكل كبير في الجانب التطبيقي، لدراسة مدى ترابط الأسواق المالية فيما بينها.

- ولتحليل المعطيات واختبار فرضيات الدراسة، حاولنا استعمال الجداول والرسوم البيانية متى دعت الحاجة إلى ذلك. كما اعتمدنا على النتائج المستخرجة من جهاز الحاسوب باستخدام البرنامج الإحصائي E-views من أجل الربط بين مؤشرات البورصات محل الدراسة من خلال إجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى طبقاً للنموذج التالي:

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_i x_i + u_i$$



كما استعملنا الأساليب الإحصائية والرياضية التي تقيس درجة الاستقلالية في التغيرات المستمرة في قيم المؤشرات وتشمل هذه الأساليب: معامل الارتباط ومعامل التحديد.

## 7- الدراسات السابقة:

إن موضوع ترابط الأسواق المالية موضوع حديث، ولا يزال البحث فيه في بدايته. إذ لا توجد كتب متخصصة فيه، أو على الأقل إذا كانت موجودة فهي نادرة جداً، إلا أن هناك بعض الدراسات تناولت جوانب من هذا الموضوع منشورة على شبكة الأنترنت.

### 1- دراسة (Hebah EL SERAFIE et SHahira F. ABDEL SHAHID):

في ورقة عمل مقدمة لبورصتي القاهرة والإسكندرية عنوانها: "world stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges?" تم التطرق إلى ترابط واندماج البورصات العالمية. حيث تؤكد الدراسة أن التطورات المدهشة في تكنولوجيا المعلومات، إضافة إلى العولمة المالية، والمنافسة المتنامية بين الأسواق المالية تفرض تغيرات هيكلية في عمل البورصات. نتيجة لذلك إتجهت العديد منها إلى الإندماج والتحالف مع بورصات أخرى إما محلياً أو على نطاق دولي. ويؤكد القسم الثاني من الدراسة على البورصات العربية، وأنه قبل التوجه إلى إنشاء بورصة عربية موحدة، ونظراً لما يتطلبه ذلك من جهد ووقت لإزالة العوائق القائمة وخاصة السياسية منها، من الأفضل البدء بالتفكير في إعادة هيكلة هذه الأسواق وتطويرها والإتجاه نحو خصوصتها.

### 2- دراسة (Bertrand JACQUILLAT et Bruno SOLNIK):

تناول هذان الباحثان كيفية قياس ترابط الأسواق المالية في دراسة حول تسيير محفظة الأوراق المالية عنوانها: "les marchés financiers et la gestion de portefeuille"، حيث يرى الباحثان أن التنوع الدولي للمحفظة يمكن أن يخفف من الأخطار. لكن هذا التنوع يجب أن يشمل مراكز مالية غير مرتبطة. وأنه من الممكن قياس درجة التبعية بين سوقين بتطبيق اختبارات الارتباط. فإذا كان معامل الارتباط قريباً من الـ 1 فإن تحركات المؤشرين هي مرتبطة تماماً، وإذا كان قريباً من الـ 0 فإن الأسواق مستقلة.

## 8- المصطلحات الأساسية:

يدور البحث حول مجموعة من المفاهيم الأساسية، تتمثل في:

- **الأسواق المالية:** هي مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع ذات فائض إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى ذات عجز، وذلك من خلال السياسات المرسومة لتلك المؤسسات في خدمة أهداف المجتمع التنموية والاقتصاد القومي.



- **مؤشر البورصة:** هو قيمة رقمية تقيس تغيرات مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق. وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المستهدف.

- **العملة المالية:** وتعكس وجود سوق موحدة للتمويل على المستوى الكوني تسمح بالاقتراض والإقراض بدون حدود. أي التكامل والترابط العالمي لأسواق رأس المال.

- **ترابط الأسواق المالية:** ويشير إلى الوضعية التي تضمن عدم الاختلاف أو التمييز بين الأعوان الاقتصاديين فيما يخص حصولهم على رؤوس الأموال الضرورية لتمويل استثماراتهم. ويسمح ترابط الأسواق المالية بإلغاء جميع الحواجز أمام الاستغلال الأمثل للمؤسسات الشبكية واقتصاديات الوفرة لصالح المتعاملين في السوق الواسعة، بالإضافة إلى إنشاء قواعد، إجراءات ومعايير مشتركة لكل المتدخلين ومقدمي الخدمات المالية.

- **الأزمة المالية:** هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي. والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك.

- **العدوى:** هي انتقال الأزمة من سوق مالية إلى سوق مالية أخرى بسرعة ملحوظة، الشيء الذي يفقد الثقة في التعامل بالأدوات المالية.

## 9- التوثيق العلمي:

لأنجاز هذا البحث اعتمدنا على مجموعة من الكتب باللغتين العربية والفرنسية والتي تعرضت للموضوع بصورة كلية أو جزئية أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة وكذا مجموعة من الأبحاث العلمية والمقالات. ونظرا لحداثة الموضوع عندنا وقلة الكتب المتخصصة هنا فإننا اعتمدنا بشكل مكثف على الأبحاث المنشورة على شبكة الانترنت.

## 10- أقسام البحث:

من أجل الوصول للغاية المرجوة من هذا البحث تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول، هي:

**الفصل الأول:** ونتطرق فيه إلى الأسواق المالية وأدواتها، إذ نوضح مفهوم السوق المالية والدور المنوط بها في الاقتصاد الوطني، ثم نحدد أنواع الأسواق المالية حيث تنقسم مثلا حسب توقيت الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة وأسواق التداول. كما تم التطرق لأسواق رأس المال الدولية وفروعها المختلفة والمنتجات المالية المتداولة فيها. في حين تناول المبحث الأخير من هذا الفصل مؤشرات البورصة.

**الفصل الثاني:** ويتناول عملة الأسواق المالية، من خلال التطرق لأهم التغيرات الهيكلية في الأسواق المالية الدولية، والتعريف بمراكز المال الدولية. كما تم التطرق للمسار التاريخي للعملة المالية، والعوامل المفسرة لظهورها، وأثرها

على الدول النامية. ومن ثم الوقوف عند ترابط الأسواق المالية، بما في ذلك من فوائد ربط الأسواق المالية والعوامل الواجب توفرها لإنجاح هذه العملية، وعوائق الربط، وكذلك نماذج ربط الأسواق المالية. أما المبحث الرابع فقد تطرق إلى الصدمات الخارجية وعدوى الأزمات المالية مع تركيزه على جانب العدوى في الأزمات التي تم التطرق لها وليس دراسة الأزمات في حد ذاتها.

**الفصل الثالث:** وهو عبارة عن جزء تطبيقي يتناول محاولة قياس ترابط الأسواق المالية. إذ تم من خلاله دراسة الأسواق المالية الخليجية من حيث نشأتها وأهدافها ومؤشرات تطور أدائها. كما اشتمل هذا الفصل على نتائج اختبار ارتباط الأسواق المالية ومناقشة النتائج.

## 11- صعوبات البحث:

خلال فترة إنجاز هذا البحث، سواء في جانبه النظري أو التطبيقي، صادفتنا مجموعة من المصاعب. فعلى مستوى الجانب النظري ونظرا لحداثة الموضوع في الجزائر، فإن المراجع التي تتناوله قليلة جدا، إلى حد أننا لم نحصل على أي كتاب متخصص في ترابط الأسواق المالية، مما دفعنا إلى الاعتماد أكثر على الدراسات المنشورة على شبكة الانترنت. أما على الجانب التطبيقي فقد واجهتنا صعوبات كبيرة في جمع المعلومات اليومية نظرا لاختلاف مواعيت إغلاق البورصات والاختلاف في أيام العطل، إضافة إلى قلة المصادر المتخصصة في تقديم مثل هذه المعلومات خاصة بالنسبة للبورصات الخليجية.

القسم الأول

الأسواق المالية  
وعولمتها

## الفصل الأول

# الأسواق المالية وأدواتها

- 1- الدور الاقتصادي للأسواق المالية
- 2- تصنيف الأسواق المالية
- 3- المنتجات المالية الدولية
- 4- مؤشرات البورصة



## الفصل الأول: الأسواق المالية وأدواتها

ترتكز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط ما بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات وتنوع نشاطها واتساع نطاق أسواق تصريف منتجاتها، ومع انفصال الملكية عن الإدارة زادت الحاجة للمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية، التي تقوم بوظيفة تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وإقراضها لتلك المشروعات لتمويل عملياتها الجارية وبرامجها الاستثمارية.

وبزيادة عدد وحجم المؤسسات المالية كالبنوك التجارية والمتخصصة ظهرت الحاجة إلى تدخل الدولة لضبط وتنظيم التعامل فيما بين هذه المؤسسات، وكذلك تعاملها مع الشركات المقترضة للأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور البنك المركزي. وفي مرحلة مواءمة أدت زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركات إلى ظهور الأسواق النقدية والمالية، مع الاهتمام بأسعار الفائدة والودائع لأجل، كما ظهرت أهمية تنظيم تداول الأوراق التجارية والمالية من خلال أسواق مالية منظمة عرفت "بالبورصة" التي تعمل على ضبط حركة التعامل في المنتجات المالية لتحقيق التوازن بين العرض والطلب، والمحافظة على حقوق المستثمرين حيث يعود إنشاء أول بورصة إلى القرن السادس عشر ببلجيكا (بورصة 1531Anvers).

ومع زيادة حركة التبادل التجاري بين الدول، وتطور وسائل الاتصال والمواصلات، ظهرت أسواق رأس المال العالمية، واندجت الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، والتي تعمل على مدار الأربع والعشرين ساعة، متأثرة بحركة التعامل على الأوراق المالية والأحداث السياسية والاقتصادية والمالية التي تحدث في العالم، والتي تنعكس أثارها على جميع أسواق رأس المال في جميع دول العالم. وتعتبر مرحلة اندماج الأسواق المالية الوطنية في الأسواق المالية الدولية، حلقة متطورة في نمو النظام النقدي والمالي الدولي.

ولقد عرف عبد النعيم مبارك السوق المالية على أنها: "الجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرون) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضون) ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية"<sup>(1)</sup>. والأصل المالي هو صك أو مستند يرتب حقا ماليا يستحق الأداء لصالح من يملكه في تاريخ لاحق لإصداره، وبالتالي يمثل في ذات الوقت التزاما ماليا على من أصدره. ومن أهم الأصول المالية المتداولة في السوق المالية الأسهم والسندات، ويطلق عليها أيضا اسم الموجودات المالية.

كما عرفها محمد عبده مصطفى بأنها: "مكان التقاء عرض الأموال (المدخرون) بالطلب عليها (المستثمرون) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج"<sup>(2)</sup>. وانطلق ناجي

(1) عبد النعيم مبارك، اسماعيل أحمد الشناوي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، 2002، ص. 117.

(2) محمد عبده مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1998، ص. 1.

جمال من دور الأسواق المالية في تعريفه فقال: " تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد الوطني من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز. فهي تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفائض، ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز"<sup>(1)</sup>. ومنه فإن الأسواق المالية تشتمل على كل من المدخرين والمستثمرين والمنشآت والأدوات المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثماره لسبب أو لآخر، وفي المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار لكن لا تملك الأموال اللازمة. إذا فإن الأسواق المالية تساعد وتسهل انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت والأدوات المالية لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

وقد انتقد كل من عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص بعض المفاهيم الشائعة عن السوق المالية حيث أجمعا على أنه: " عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وغيرها من الأصول المالية، وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط. غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد "<sup>(2)</sup>. وهذا ما يعرف عند الكتاب الفرنسيين بأسواق رؤوس الأموال Marchés des capitaux.

وأضاف محمد صالح الحناوي قائلا: " تشير السوق المالية إلى الميكانيكية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي تضمها السوق، وتتكون تلك السوق أساسا من سوق رأس المال وهي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والسندات. أما السوق الأخرى فهي السوق النقدية والتي يتم فيها التعامل على الأدوات المالية قصيرة الأجل "<sup>(3)</sup>. كما عارضهم كل من Serre et Carnot في كون أن: " السوق المالية تقع داخل سوق رأس المال إلى جانب السوق النقدية، حيث تتعلق بالأجل الطويل، وتتجسد فيها العمليات عن طريق القيم المنقولة. وعليه فهي:

- تتشكل من مجمل المؤسسات التي تشجع تلاقي العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل.
- توفر للمستثمر إمكانية التوظيف على المدى الطويل وبالتالي تسمح له بتجميع وتجنيد تلك التوظيفات المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات.
- تسمح للمؤسسات التي في استطاعتها دخول هذه السوق، التزود برؤوس الأموال طويلة الأجل المحتاجة إليها وذلك بأخذها مباشرة وبدون وساطة مالية من الادخار المجدد لذلك "<sup>(4)</sup>.

(1) ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية، الطبعة الأولى، 1998، ص. 9.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة، 2003، ص. 11.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، 2002، ص. 23.

(4) Serre, A; Carnot, S; Capitaux permanents et Marché financier, Presse Universitaire de France, 1977, p. 23.

وفي نفس السياق ترى الشركة ما بين المصارف للتكوين (SIBF) أن: " السوق المالية هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، التي تمثل مجموع العرض والطلب على رؤوس الأموال من أجل الاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات والتوظيفات طويلة الأجل. بمعنى آخر أن السوق المالية تجمع بين المدخرين (الباحثين عن توظيفات دائمة لأموالهم) والمستثمرين الذين يوفر لهم إمكانية التوظيف طويل الأجل، خاصة في شكل قيم منقولة أي الأسهم والسندات وغيرها <sup>(1)</sup>. لهذا يمكن القول بأن سوق رؤوس الأموال تشمل شقين أساسيين هما:

- الأسواق المالية: وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأوراق المالية.

- الأسواق النقدية: هي الأسواق التي تتداول فيها الأدوات المالية قصيرة الأجل، مثل أذونات الخزانة.

بينما تناول أحمد أبو الفتوح علي الناقه هذا الموضوع بشيء من التفصيل حيث يرى بأن: " السوق المالية هي المجال الذي تعمل فيه المؤسسات المالية، التي تتوسط بين الطائفة من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فائضا وتلك التي تحقق عجزا. وعليه فإن السوق المالية هي ذلك الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين تلك الوحدات. ونظرا لكثرة وتباين أهدافها فإن المنشأة المالية هي التي تساهم في تحقيق أهداف تلك الوحدات <sup>(2)</sup>. وفي نفس الاتجاه يرى عطية فياض أن: " الأسواق المالية بالمفهوم المعاصر مثلها مثل أي سوق فهي مكان التقاء البائعين والمشتريين، ولكن أطراف التعامل فيها هم المدخرون والمستثمرون، وبذلك فهي حلقة الوصل بينهما. ويعني ذلك أنهما المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال. فيقوم المدخرون بعرض أموالهم الفائضة عن حاجاتهم إلى المستثمرين الذين يقومون بتوظيفها في مشاريع إنتاجية مربحة وتدر على كلا الطرفين عائدا مجزيا يستفيد منه المدخر والمستثمر على حد سواء <sup>(3)</sup>.

ولهذا فإن الأسواق المالية هي مجموعة القنوات التي ينساب فيها المال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى، وذلك من خلال السياسات المرسومة لتلك المؤسسات في خدمة أهداف المجتمع والتنمية والاقتصاد القومي. فالجموعة الأولى التي ينساب منها المال تمثل ذوي الفائض المالي، الذين يرغبون في التخلي عنه لفترة من الوقت، أما المجموعة الثانية فهي التي تمثل من هم في حاجة إلى تلك الأموال. ويتم تدفق الأموال عبر تلك القنوات التي قد تكون بنكا، أو بورصة، أو شركة تأمين، أو استثمار، أو غير ذلك من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية وفقا لسياسات معينة وأهداف محددة.

(1) Société Inter Bancaire de Formation, le Marché Financier, Ouvrage Collectif, 2000, p. 6.

(2) أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2001، ص. 9. ( بتصرف ).

(3) عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 1988، ص. 19.



## 1-1 الدور الاقتصادي للأسواق المالية:

وجدت الأسواق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات. وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب والعرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، خاصة إذا تميزت بالكفاءة<sup>(1)</sup> المطلوبة. وتزداد أهمية الأسواق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد وتشجيع المبادرة الفردية والجماعية. فالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه، والمتمثل أساسا في:<sup>(2)</sup>

### 1-1-1 تجميع وتجنيد الادخار بغرض تمويل الاقتصاد الوطني:

تسمح السوق المالية بنقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز في الاقتصاد، وبذلك فهي تعمل على زيادة إنتاجية رأس المال بإقامة نشاطات اقتصادية منتجة. وتتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق المالية في تجميع الادخار على المستوى الوطني وحتى الدولي ومحاولة تنظيمه عبر قنوات محكمة قصد تجنيده واستعماله في تمويل مختلف أنشطة الاقتصاد الوطني. فللمدخرين الحرية في أن يتدخلوا مباشرة في السوق أو عن طريق الوسطاء أو المستثمرين التأسيسيين أو غيرهم، والحصول على الأوراق المالية المرغوب الادخار فيها. وبالتالي تعد السوق المالية أداة فعالة لجمع وتوظيف الأموال المدخرة، وذلك بما تحققه من مزايا للمدخرين، إذ تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية، حيث تعطيهم الأمان الكامل لرؤوس أموالهم والحصول على عائد منتظم للورقة المالية التي يتعاملون فيها، كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أية لحظة مما يوفر السيولة للورقة المالية.

هذا وتوفر السوق المالية الحماية من تقلب قيمة الأموال، نتيجة لارتفاع الأسعار العام للأسعار، مما يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للمدخرات. كما أن العلانية المتوفرة في هذه السوق تساعد المدخر على اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله. ونظرا لأهمية هذا الادخار في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، تلتزم السلطات العمومية

(1) السوق الكفوءة: هي تلك السوق التي تستجيب فيها أسعار الأسهم بسرعة لكافة المعلومات التي ترد إليها حول المؤسسات صاحبة تلك الأسهم وحول الصناعة التي تنتمي إليها أو الاقتصاد بصفة عامة، إلى درجة يصبح فيها التنبؤ بتلك الأسعار شبه مستحيل ولا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية نتيجة تحليله لتلك المعلومات.

(2) العديد من المصادر، أهمها:

- جبار محفوظ، البورصة: التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة دكتوراه دولة، 1997، ص ص.

105-119.

- احمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة متوري قسنطينة، 2002-2003، ص ص. 83-85.

- Bellatante, B; la Bourse: Mécanismes et financement des entreprise, Presse Universitaires de Lyon, 2<sup>ème</sup> édition, 1985, pp. 26-29.

بحمايته من العابثين وحماية المدخر وزرع الثقة فيه حتى يتزايد حجم الادخار. وذلك بما تملكه من تشريعات ضريبية ووقائية وإعطاء الضمانات الكافية للمدخرين.

### 1-1-2 نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات:

للاستفادة من مزايا السوق المالية، يجب على المؤسسات نشر رأس مالها الاجتماعي على جمهور المستثمرين سواء الأفراد أو المؤسسات المالية المتخصصة. حيث يمثل رأس المال الاجتماعي مجموع الأسهم المصدرة وبذلك يصبح كل مشتري لمجموعة معينة من تلك الأسهم مالكا لجزء من الشركة وفقا لعدد الأسهم المشتراة. ويتمتع أو يتحمل كافة النتائج المحققة من قبل المؤسسة حسب ذلك العدد أيضا.

واللجوء إلى التمويل المباشر عن طريق السوق المالية يسمح للمؤسسة بتوسيع دائرة التمويل سواء عن طريق الأموال الخاصة (رفع رأس المال بإصدار الأسهم) أو عن طريق الاقتراض (إصدار السندات)، حيث تتيح السوق المالية بإمكانيتها المادية والبشرية وميكانيزماتها المتطورة للشركة المعنية انتشار أوراقها، ربما أحسن من استعمال أية وسيلة أخرى، وهي إحدى الوظائف الأساسية للسوق المالية، فبدونها لا تعرف الشركة إلا من قبل عدد قليل من المستثمرين مما يحد من وصولها إلى هدفها المنشود وهو تجميع الادخار، وهذا ما يصعب عملية التمويل ويجعلها أعلى تكلفة.

من جهة أخرى فإن نشر رأس مال الشركات يعني استعمال جزء من الادخار واستثماره، إذ قد يكون عاطلا، وعليه فإن نشر الكثير أو كافة الشركات لرأس مالها يؤدي إلى حركية دائمة في الاقتصاد، وأن الاستعمال العقلاني لأي مبلغ من الادخار يتوفر في السوق سوف يرفع من حجم الاستثمارات وبالتالي تزايد ونمو النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

وتجدر الإشارة إلى أن نشر رأس مال الشركة عبر السوق المالية يعد بمثابة حملة إشهارية دائمة لها، تزيد في شهرتها وإقبال الجمهور على الاستثمار فيها. كما يحفز مديري الشركة على تحسين وتطوير أعمالها للحفاظ على صورتها أمام المساهمين.

### 1-1-3 المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية:

يمكن شراء أسهم الشركة المقيمة في السوق المالية وأوراقها المالية بصفة عامة بسهولة وبالتالي يسهل تحويل جزء أو كل رأس مالها الاجتماعي من شخص لآخر. فنتيجة للعمليات والصفقات الكبرى التي تتم بين الشركات الصناعية والتجارية والخدمية يلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لآخر نتيجة عملية الامتصاص وبذلك تفقد الشركة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، كما يلاحظ ذوبان شركات في شركات أخرى وظهور شركات ضخمة من تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة نتيجة عمليات الانضمام. هذا على المستوى البلد الواحد. كما قد تأخذ هذه العمليات بعدا دوليا بانتقال الشركات من بلد لبلد آخر ومن مالك أجنبي لآخر وهكذا.... وهذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية والتجارية والخدمية.



#### 4-1-1 مآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ:

6

السوق وذلك بحكم الاتصال التام فيما بينهم، وتجانس الأوراق المالية المتعامل فيها تجانسا كاملا، وتوفر حرية البيع والشراء وقدرة المتعاملين في السوق على تحين الفرص الممكنة للاستفادة من تقلبات الأسعار الفعلية والمتوقعة.<sup>(1)</sup>

- تعتبر السوق المالية أداة مساعدة على تحديد أسعار الأسهم والسندات. فهي مكان التقاء العرض والطلب على تلك الأوراق وعليه فإن التنافس عليها يجعل كل من العرض والطلب يتغير ارتفاعا وانخفاضاً، إلى أن يحدث التوازن، ويحدد سعر البيع بصورة آلية. وتعمل السلطات المالية على نشر القائمة الرسمية للأسعار.
- تقدم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمسيرين، إذ عادة ما تتوفر الأسواق المالية على هيئات عمومية وخاصة تقدم مختلف الخدمات للزبائن من مدخرين ومستثمرين.
- تسهل وتيسر الاستثمار مهما كان حجمه ومدته، كما أنها لا تتطلب أي خبرة خاصة. وفي مقدور أي شخص استثمار ماله في أي شركة زراعية أو صناعية أو تجارية ويستفيد من نجاحها بالحصول على الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع قيمة الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة بعكس الحالة بالنسبة للاستثمار في مجالات أخرى حيث يتطلب خبرات معينة وكفاءة ودراية خاصة.
- تلعب الأسواق المالية دورا هاما في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما علاقة وطيدة. فالسوق المالية تزدهر وتتوسع وتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق قادرة على تسهيل عملية التخصيص، ويكمن دور السوق المالية في عملية الخصخصة في العمليات التالية: الإفصاح المالي، تقييم الأصول، الاكتتاب والتداول.<sup>(2)</sup>

(1) عطية فياض، مرجع سابق، ص. 57.

(2) عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، السنة الثالثة،

[www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)، ص. 12. (بتصرف)

## 1-2 تصنيف الأسواق المالية:

تعمل السوق المالية على الوساطة بين المدخرين والمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة كما سبقت الإشارة إلى ذلك. وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلي عنه وإذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها.

ومن هنا تضم سوق العمليات المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. ونظرا لتعدد تلك المعايير فإن الاقتصاديين يميلون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع، وفقا للمعايير التي تتحكم فيها وذلك على النحو التالي:<sup>(1)</sup>

• التقسيم حسب توقيت الإصدار: حيث تقسم إلى:

- السوق الأولية.

- السوق الثانوية.

• التقسيم حسب آجال العمليات: حيث تقسم إلى:

- السوق النقدية.

- السوق المالية.

• التقسيم حسب المجال الجغرافي المغطى: حيث تقسم إلى:

- أسواق رأس المال الدولية.

- أسواق رأس المال الإقليمية.

- أسواق رأس المال المحلية.

• التقسيم حسب طبيعة المنتجات المتداولة: حيث تقسم إلى:

- بورصة السلع.

- أسواق الأوراق المالية.

- أسواق القروض.

• التقسيم حسب طريقة التداول: حيث تقسم إلى:

- أسواق عاجلة.

- أسواق آجلة.

تفيد هذه التقسيمات<sup>(2)</sup> وغيرها السلطات العمومية في وضع خطط بين كل سوق وأخرى بغرض وضع الميكانيزمات الضرورية لتنظيم ومراقبة كل سوق على حدة. كما تفيد الدارسين والباحثين والمستثمرين في معرفة

(1) جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هوم، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002، ص 54-144. (بتصرف)

(2) هذه التقسيمات ليست نهائية حيث تختلف من كاتب لآخر.

الأسواق المختلفة، والاتجاه إلى السوق التي تؤدي الغرض بصورة أفضل. إلا أن الملاحظ أن بعض تلك التقسيمات بدأت تفقد معناها، حيث أصبح من الصعب وضع خط فاصل بين تلك الأسواق، بسبب تداخل أنشطتها وزيادة تعقيدها. لذلك سنكتفي خلال هذه الدراسة بالتعرض لبعض التقسيمات فقط والتي نخدم موضوع الدراسة.

### 1-2-1 التقسيم حسب توقيت الإصدار:

تنقسم السوق المالية وفق هذا المعيار إلى سوقين هما:

#### 1-1-2-1 السوق الأولية:<sup>(1)</sup>

يطلق على السوق الأولية أيضا اسم سوق الإصدارات الجديدة، حيث تنشأ فيها العلاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها لأول مرة. لذلك فهي سوق مالية تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل ويترتب عليها انتشار أوراق مالية أو التزامات مالية لم تكن متاحة للاكتتاب أو التداول في السوق الثانوية من قبل.

وبالتالي تسهل هذه السوق عملية توفير رؤوس الأموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء اكتتاب عام أو خاص<sup>(2)</sup> مما يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة للمشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال. وبمقابل ذلك تقوم هذه المؤسسات بإصدار قيم منقولة كالأسهم والسندات والتي تحول أصحاب رؤوس الأموال إلى أصحاب حقوق على المؤسسات المصدرة. وتتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، وغير متكررة، فبمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل إلى السوق الثانوية ويعتبر البائع في هذه الحالة مستثمر آخر غير الشركة المصدرة.

وقد يتم تصريف تلك الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات مالية لكي يبيع لها الأسهم والسندات التي أصدرتها. وعادة ما تمتاز العمليات المباشرة بارتفاع تكاليفها، لأن البحث عن المشتري قد يطول مما يرفع من تكاليف العملية. وإما أن يتم

(1) العديد من المصادر، أهمها:

- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 2002، ص. 83-87.  
- صلاح السيد حودة، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2000، ص. 22.  
- حبار محفوظ، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص. 54-57.

(2) الاكتتاب العام: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لجميع المستثمرين في السوق، وعادة ما يتم عند إنشاء الشركات.

الاكتتاب الخاص: حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.



ذلك بطريقة غير مباشرة وهي قيام مؤسسة مالية متخصصة بتصرف هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً. وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الاستثمار أو بنك الاستثمار أو المتعهد<sup>(1)</sup>.

ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، وبين الجهة التي قررت إصدارها<sup>(2)</sup>. وكما يبدو فهو لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف. ويضطلع بنك الاستثمار بأربع مهام هي:

♦ توجيه النصيح والمشورة بشأن حجم ونوع الإصدار ومدى ملاءمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملاءمة.

♦ القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية والبورصة.

♦ التعهد بتصرف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها. وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصرف الإصدار دون أن يلتزم بتصرف قدر محدد منه. وفي حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم أولى من غيرهم بشرائه. وعادة ما ينص الاتفاق على أن يكون البنك جاهزاً ومتعهداً بشراء ما تبقى بعد ذلك.

♦ التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك.

### 1-2-1-2 السوق الثانوية:

السوق الثانوية هي السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية وتداولها بين المستثمرين، وتعرف بسوق الإصدارات القديمة. لذلك تعبر السوق الثانوية عن " المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من: "أع اشترى، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة"<sup>(3)</sup>.

ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولية حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم

(1) تتبع وزارة الخزانة الأمريكية أسلوب آخر لتصرف إصداراتها يعرف بالمزاد (auction)، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم أوامر تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء، ويتم قبول الأوامر ذات السعر الأعلى ثم الأوامر ذات السعر الأقل فالأقل حتى يتم التصريف الكامل للإصدار.

(2) هناك أسلوبان لاختيار بنك الاستثمار: التفاوض المباشر أو تقديم الأوامر.

(3) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة، 1993، ص. 52.

بتوفير عامل السيولة<sup>(1)</sup> لجملة الإصدارات، فبدون هذه الأسواق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها إذا كانت سندات مثلاً فضلاً على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعباً إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما:<sup>(2)</sup>

1- جعل بيع الأصول المالية سهلاً، بمعنى أن السوق الثانوية تضفي صفة السيولة على الأصول المالية، وزيادة سيولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الشركة المصدرة بيعها في السوق الأولية ومن ثم تسهيل تمويل الاستثمار الحقيقي.

2- تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية، فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة. فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعاً كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن أن تجمعها الشركة المصدرة. فالظروف السائدة في السوق الثانوية توضح مدى ملائمة عملية الإصدار للشركة التي تصدر الورقة، ولهذا فإن سلوك السوق الثانوية أهم من سلوك السوق الأولية.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما:<sup>(3)</sup>

أ- الأسواق المنظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في العديد من الحالات، وتتصف هذه السوق بالآتي:

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.
  - توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.
  - يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقاً لقواعد معينة.
- هذا مع ملاحظة أن هناك شروطاً لتسجيل الأوراق المالية في البورصة تتعلق بـ: أرباح الشركات، حجم أصولها، الحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب، عدد المساهمين وسمعة الشركة على المستوى القومي وعلى

(1) السيولة: المقصود بها قدرة أي متعامل في البورصة على بيع وشراء كمية مهمة من الأوراق المالية دون أن يؤثر ذلك بطريقة معتبرة على العمليات التجارية الأخرى وعلى الأسعار تحديداً.

(2) أحمد أبو الفتوح علي النافعة، مرجع سابق، ص. 15.

(3) العديد من المصادر، أهمها:

- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 95 - 109.
- محمد عبده مصطفى، مرجع سابق، ص. 5 - 8.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص. 50 - 51.

مستوى الصناعة. وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة، كما أنه يتعين عليها نشر تقارير مالية نصف أو ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية.

#### ب- الأسواق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، حيث يتم التعامل من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تليفونية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ويتحدد سعر الورقة المالية في السوق غير المنظمة بالتفاوض وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار. وتتضمن السوق غير المنظمة - التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية هي: <sup>(1)</sup>

#### ❖ السوق الثالثة:

وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها. وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة. هذا من جانب. ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.

#### ❖ السوق الرابعة:

وتشبه السوق الثالثة في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبرى وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية تعرف بـ Instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

(1) العديد من المصادر، أهمها:

- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، 2003، ص ص. 65-66.  
- محمد الصالح الخاوي، السيدة عند الفتح - عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، 1998، ص ص. 17-18.



مما سبق يتضح أن كل من السوق الأولية والثانوية مرتبطتين ارتباطاً وثيقاً. فليس من المعقول أن تكون هناك سوق للتداول دون أن تكون هناك إصدارات واسعة من خلال السوق الأولية، وبالمثل لا يمكن أن تكون هناك سوقاً أولية ما لم تكن هناك سوقاً ثانوية متقدمة توفر السيولة للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية. فالسوق الثانوية متاحة لعدد أكبر من المدخرين مقارنة بالسوق الأولية لأن عملية إعادة البيع تسمح لمدخرين آخرين باستثمار أموالهم، كما أنها تساعد على النشر المستمر وطول العام للأوراق المالية بينما الإصدارات في السوق الأولية تحدث في فترات قليلة ومختلفة على مدار العام.

## 1-2-2 التقسيم حسب المجال الجغرافي:

وفقاً لهذا المعيار يمكن التمييز بين الأسواق التالية:

### 1-2-2-1 أسواق رأس المال الدولية:

في حين تتكون أسواق رأس المال المحلية من المؤسسات المالية التي تتعامل مع العرض والطلب على رأس المال المحلي وبورصات الأوراق المالية تحت إشراف البنك المركزي لضمان التدفق الفعال للأموال لأغراض التنمية وتمويل المشروعات في حدود تكلفة تمويل معقولة بما يحقق عائداً مرتفعاً على الاستثمارات، نجد أن أسواق رأس المال الدولية تمثل "أسواقاً تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة"<sup>(1)</sup>. وتلعب هذه الأسواق دوراً هاماً في تمويل العمليات الدولية كالصادرات من سلع وخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية.

وعليه فهي مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومات لتمويل العجز أو المشاريع المختلفة. هذه المصادر قد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، والتي يتم جمعها من طرف البنوك والمؤسسات الدولية المرخصة، والتي تقوم هي الأخرى بإعادة استثمارها أو إقراضها للمؤسسات والحكومات الطالبة لرؤوس الأموال. وكما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية، فإن أسواق رأس المال الدولية تنقسم إلى فرعين هما:

#### أ- السوق النقدية الدولية:

هي مصدر مهم لرؤوس الأموال السائلة قصيرة الأجل من العملات الصعبة، ويمكن تعريفها بأنها: "الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لآجال قصيرة بالعملات الصعبة، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل"<sup>(2)</sup>. ويمكن القول أن هذه السوق على درجة كبيرة من التطور بحيث تسمح بتحقيق عائد أكبر من المتحصل عليه في حالة الادخار في السوق الوطنية، كما تساعد في الحصول على رؤوس أموال بسعر فائدة أقل من نظيره في السوق الوطنية.

(1) أحمد بوراس، مرجع سابق، ص. 75.

(2) صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، الطبعة الثانية، 2003، ص. 71.



ونتيجة لهذه الأسباب عرفت هذه السوق توسعا كبيرا منذ انطلاق العمليات بها في العشرينات من القرن السابق، إلا أن الانطلاقة الحقيقية لها كانت في منتصف الستينات، حيث أدى عجز ميزان المدفوعات الأمريكي إلى جعل الحكومة الأمريكية تفرض رقابة صارمة على حركة رؤوس الأموال مما أدى إلى زيادة الطلب عليها في العالم أجمع، وهذا ما ساعد على تطور هذه السوق. ويمكن لأصحاب رؤوس الأموال أن يتوجهوا لأي نظام نقدي أو مالي سواء كان وطنيا أو أجنبيا لاستثمار أموالهم وذلك بالمرور بسوق الصرف. وبنفس الطريقة يمكن لمن يبحث عن مصادر التمويل قصيرة الأجل أن يطلبها من السوق النقدية الوطنية أو يتوجه للأسواق النقدية الدولية مروراً بسوق الصرف.

مما سبق ذكره يتضح أن السوق النقدية الدولية هي من أهم وسائل التمويل على المستوى العالمي، حيث تساعد على انتقال رؤوس الأموال فيما بين البلدان، والناجمة عن المبادلات التجارية الدولية والسياسات المالية لمختلف الدول وتدخلات بنوكها المركزية وسلطانها وذلك باستعمال الأداتين القويتين (أسعار الفائدة وأسعار الصرف).

#### ب- السوق المالية الدولية:

عرفت السوق المالية الدولية بأنها: " تلك السوق التي يقوم فيها المقرضون بعرض قروض مالية طويلة الأجل مقابل الحصول على موجودات مالية يعرضها المقرضون، ونتيجة لعملية العرض والطلب تتحدد نسبة العائد <sup>(1)</sup>. وتختلف هذه السوق عن السوق المالية الوطنية في كون المتعاملين فيها من مقرضين ومقرضين هم بنوك ومؤسسات مالية دولية وشركات متعددة الجنسيات وغيرها من الشركات العالمية، والتي تقوم بإصدار الأوراق المالية وبيعها في الأسواق المالية الدولية والحصول على مصادر التمويل من النوعين المتوسط والطويل الأجل. ولقد عرفت هذه السوق تطورات كثيرة منذ بداية الستينات حيث تجلّى ذلك التطور في انقسامها إلى عدة فروع وفقا لنوع الأوراق المالية والمنتجات المالية من جهة، ولإجراءات الإصدار من جهة أخرى ومن أهم هذه الفروع: <sup>(2)</sup>

#### ❖ سوق القروض الأوروبية:

في البداية تجدر الإشارة إلى أن صفة «أوري» هنا هي إلى حد ما اسم على غير مسمى حيث تستخدم لفظة «يورو» الإنجليزية مع العملات لتشير أساسا إلى أنها معاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة. لذلك فالقروض الأوروبية هي: " تلك القروض الدولية الممنوحة من المصارف لآجال متوسطة وطويلة باستعمال عملات

(1) المرجع السابق، ص. 73.

(2) العديد من المصادر، أهمها:

- أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الطبعة الثانية، 2001، ص ص. 243-254.

- جبار محفوظ، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص ص. 106-124.

- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص ص. 78-81.

أجنبية، أي خارج الدولة التي أصدرتها<sup>(1)</sup>. وبذلك فإن سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية هي سوق منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي.

ونظرا لتمييز هذه القروض بدرجة خطورة عالية نسبيا، فهي تغطي عادة من طرف مجموعات من المصارف لتقسيم وتخفيض الخطر من جهة، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن تغطيتها من جهة أخرى، وذلك في شكل تكتلات بنكية تمنح قروضا متوسطة وطويلة الأجل بكثير من العملات الأجنبية، خاصة بالدولار الأمريكي، ولقد ظهر هذا النوع من التكتلات العالمية بعد الحرب العالمية الثانية وازداد عددها حتى بلغ حوالي 50 تجمعا.

إن أسعار الفائدة على هذه القروض قد تكون ثابتة على مدى فترة القرض كما يمكن أن تكون متغيرة أو متحركة، غير أنها على العموم قريبة من أسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها (LIBOR)<sup>(2)</sup> بالإضافة إلى هامش محدد حسب مدة القرض. وتتأثر أسعار الفائدة مباشرة بمستوى المخاطر الذي يمتاز به البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر، فبينما تدفع الدول الصناعية أسعار فائدة منخفضة (½ % أقل من LIBOR) تضطر الدول الإفريقية إلى دفع أسعار فائدة أعلى (تقدر من 1 إلى 2 % أعلى من LIBOR) بحجة ارتفاع نسبة الخطر وعدم القدرة على تسديد الديون وفوائدها مما يعيق المسار التنموي في هذه الدول.

هذا بالرغم من أن النوع المسيطر والمنتشر بشكل واسع في سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية هو تلك القروض التي تعرف باسم Roll-Over. وهي قروض ذات أسعار فائدة متغيرة ومتجددة، إذ تتغير تلك الأسعار كل 3، 6، 12 شهرا، وهذا يخفف كثيرا من المخاطر الخاصة بتغير أسعار الفائدة بالنسبة للمقرض (أي البنك). أما بالنسبة للمقترضين من سوق القروض الأوروبية فكافة الدول تقريبا، باختلاف مستوياتها، تقدم لطلب رؤوس الأموال من هذه السوق، كذلك الشركات والهيئات التي تقصد هذه السوق كثيرة ومتنوعة منها الشركات العمومية والخاصة ومنها الخزائن العمومية والحكومية بصفة عامة وكذا المؤسسات المالية.

#### ❖ سوق السندات الدولية:

تعتبر سوق السندات الدولية فرعاً هاماً من فروع السوق المالية الدولية. حيث يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر، وتصدر بعملة مخالفة لعملة الدول التي تتداول فيها، من الأمثلة على ذلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية. وتتكلف هيئة دولية بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم كما تقوم بشراء السندات التي لم تباع في السوق حتى توفر السيولة لها.

(1) جبار محفوظ، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص. 106.

(2) London Inter Banks offered Rates (LIBOR) : Taux d'intérêt auquel les banques se refinancent entre elles sur les marchés londonien. C'est un des grands indices de référence pour l'élaboration de prêts internationaux (déterminés par LIBOR + une marge correspondant au risque associé à l'emprunteur).

وتمثل هذه السندات الدولية وسيلة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات. إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة وعليه فهي وسيلة تمويل طويل الأجل.

وقد بلغ حجم سوق السندات الدولية سنة 1993 ما يعادل 268.6 بليون دولار أمريكي بعد أن كان 175.8 بليون سنة 1992. وتشمل الإصدارات العديد من العملات الأوروبية والآسيوية، التي بدأت تجلب المصدرين العالميين، إضافة إلى بعض العملات العربية مثل: الدينار الكويتي، الدينار البحريني، الريال السعودي. هذا رغم زيادة الدولار الأمريكي كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية. يقوم بطرح هذه الإصدارات في سوق السندات الدولية عملاء مختلفون كحكومات الدول الصناعية وحتى النامية والمؤسسات العامة في هذه الدول والشركات الخاصة. ومن حيث موطن المؤسسات المصدرة للسندات يلاحظ أنه في سنة 1991 كان هناك 105 إصدارا من المؤسسات الرسمية الدولية، وأكثر قليلا من مائة إصدار من كل من الولايات المتحدة وألمانيا، و121 إصدارا من بريطانيا و134 من فرنسا بينما طرحت الشركات والمؤسسات اليابانية 416 إصدارا في السوق سنة 1991. وحسب نوعية المصدر فقد كان للشركات أكثر من نصف الإصدارات (552) ثم البنوك (383) بينما أصدرت المؤسسات الرسمية الدولية قرابة 100 إصدار والحكومات 68 إصدارا سنة 1991.<sup>(1)</sup>

#### ❖ سوق الأسهم الدولية:

على عكس السندات الدولية، فالأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة. لقد انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرينات السبعينات، أما إنشاؤها فقد تم رسميا سنة 1983 وتطور بعد ذلك حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 سنة 1984، 24 سنة 1985، 120 سنة 1986، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي. ويمكن للأفراد والمؤسسات المالية المختصة والبنوك توظيف أموالهم في هذه السوق وذلك لغرض تحقيق أرباح في الأمد القصير أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول.<sup>(2)</sup>

وبالتالي فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة فعالة. أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوسيع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية.

(1) احمد عبد الرحمن احمد، مرجع سابق، ص. 249.

(2) جبار محفوظ، مرجع سابق، الجزء الأول، 2002، ص ص. 123-124.



## ❖ السوق المالية الأوروبية:

السوق المالية الأوروبية هي سوق العمليات المالية من إصدار أو اقتراض والتي تتم بعملة مختلفة عن عملة بلد المستثمر أو بلد المقرض. وتتميز هذه السوق بإمكانية تسجيل الإصدار في أكثر من مركز مالي.<sup>(1)</sup>

تطورت هذه الأسواق في البداية من ودائع مملوكة للدول الاشتراكية التي رأت بعد الحرب أن تودعها في أوروبا خوفا من المطالبات الأمريكية إن هي أودعتها في أمريكا. تبع ذلك البنوك المركزية الغربية التي بدأت تحتفظ بجزء من أرصدها مقومة بالدولارات للاستفادة من العوائد العالية على الودائع الدولارية وفعلت البنوك التجارية وشركات التأمين نفس الشيء. كذلك جاءت دفعة قوية لتطور هذه السوق في الخمسينات حينما قامت السلطات البريطانية بمنع البنوك البريطانية من إقراض الإسترليني لغير المقيمين فلجأت البنوك إلى إقراضهم بالدولار. عززت من ذلك السياسة الأمريكية في الستينات التي كانت تفرض ضرائب إضافية على الفوائد الأجنبية من الخارج مما حجز الدولارات خارجا وقفل السوق الأمريكي أمام المستثمرين الأجانب. ومع أن أغلب هذه القيود البريطانية والأمريكية زالت، إلا أن السوق بقيت وتوسعت أكثر لتشمل قروض وإصدارات بالعديد من العملات.

وتعد السوق المالية الأوروبية مصدرا مهما للسيولة والتمويل أمام الشركات العالمية، وهي بذلك مصدر رئيسي لتمويل الاحتياجات من رأس المال لتلك الشركات بمختلف العملات الأجنبية. وبالإضافة إلى أسواق لندن وباريس وزيورخ توجد أسواق مالية أوروبية في البهاما وسنغافورة وطوكيو. كما احتلت البحرين مكانة بيروت كمركز مالي دولي منذ حرب لبنان، ويعد الدولار والريال السعودي من أكثر العملات الأجنبية تداولها هناك.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أن عملية شراء الأصول المالية من الأسواق المالية الدولية بجميع فروعها أو من سوق النقد الدولية يطرح نفس المشكل الذي يطرحه شراء الأصول المالية الوطنية والمتمثل في مشكل السيولة، ذلك أن المؤسسة المالية أو الفرد قد يقوم بتوظيف أمواله في شراء الأصول المالية الدولية ولكن بعد فترة معينة قد يحتاج ذلك الفرد (أو تلك المؤسسة) إلى أمواله لتوظيفها في أشكال أخرى من الاستثمارات تدر عائدا أكبر أو لأسباب شخصية. وهو ما ينتج عنه تقسيم أسواق رأس المال الدولية إلى السوق الأولية العالمية وتمثل السوق التي يتم فيها الاكتتاب الأولي للأصول المالية الدولية حيث تتيح فرصا متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية، كما يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال القيام بإصدار الأدوات المالية المناسبة والحصول على الأموال اللازمة لتمويل المشاريع المختلفة. والسوق الثانوية العالمية وهي سوق يتم فيها تبادل الأصول المالية الدولية مثل السندات والأسهم الدولية.... الخ. حيث أن كل من لديه عددا من تلك الأصول يستطيع بيعها في هذه السوق في أي وقت بالرغم من عدم وجود مكان محدد لها وذلك عن طريق تقنيات الاتصال الحديثة مثل أجهزة الإعلام الآلي، الهاتف، الفاكس والتلكس.

(1) Mathis, J; Marchés Internationaux des Capitaux, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, 2000, p. 23.



## 1-2-2-2 الأسواق المالية الإقليمية:

يقصد بالأسواق المالية الإقليمية تلك الأسواق التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصرفية، كما هو الحال بالنسبة للدول العربية مجتمعة أو البعض منها: كالدول الخليجية أو المغربية أو غيرها من الاتحادات القائمة. ونظرا لما تكتسبه عملية إنشاء سوق مالية عربية من أهمية كبيرة في الوقت الحاضر، فإننا سنكتفي بالتعرض لها فقط دون غيرها من الأسواق الإقليمية الأخرى.

❖ السوق المالية العربية:<sup>(1)</sup>

اتخذت العديد من الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والسياسات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية. واستهدفت تلك السياسات بشكل أساسي تحسين مناخ الاستثمار، تصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق بالإضافة إلى استصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومشابهة لتلك المعمول بها في دول أخرى. وقد تمثلت أهداف تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها للاستفادة من فرص الاستثمار بالأسهم والسندات في كل من القطاع العام والخاص، وتيسير عملية التمويل للمشاريع الجديدة، فضلا عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع العريض لتملك وتداول الأسهم بين الجمهور. ولقد شهدت الأسواق المالية العربية خلال العقد الأخير تطورات هامة في نمو رأسمال السوق وحجم التداول في أعقاب الإصلاحات القانونية والمؤسسية والتنظيمية التي أدخلتها الدول العربية على أسواقها، والتي تلازمت مع جهود إصلاح البنى الأساسية للأسواق وتطوير أنظمة التداول - التي أصبحت آلية في معظمها - باستخدام تسهيلات الاتصالات الحديثة لنشر المعلومات والتأكيد على مبدأ الشفافية وتحسين مستوى أداء خدمات السوق والوسطاء.

حيث تشير الإحصائيات إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية خلال عام 2001 بنسبة 2.8% لتبلغ 152.2 مليار دولار. وتجدد الإشارة إلى أن القيمة السوقية سجلت أعلى ارتفاع لها في سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 34.3% تلتها بورصة عمان بنسبة 27.7% في حين سجلت القيمة السوقية في سوق مسقط للأوراق المالية أعلى انخفاض وذلك بنسبة 25.1% ثم بورصة بيروت بنسبة 21.1%. وفيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد ارتفع خلال 2001 إلى 1687 شركة مقابل 1678 شركة خلال عام 2000. ومن جانب آخر ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية في عام 2001 بنسبة 16.8% لتبلغ حوالي 42.7 مليار دولار مقارنة مع 36.5 مليار دولار سجلت خلال سنة 2000. وارتفع بذلك متوسط التداول اليومي لهذه الأسواق إلى 620.5 مليار دولار مقارنة مع 556.6 مليار دولار خلال عام 2000.

(1) العديد من المصادر، أهمها:

- سليمان المنذري، البورصات العربية وصفة للعلاج، 2001/05/10، [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net)  
- عيسى محمد الغزالي، مرجع سابق، ص. 13.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة كبيرة ليبلغ 23.5 مليار سهم مقارنة مع 9.1 مليار سهم خلال عام 2000.<sup>(1)</sup>

ولكن على الرغم من ذلك، فإن معظم الدول العربية لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواق رأس المال بحيث ما زالت تعاني من مشاكل عدم الاستقرار في نوعية الإستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هياكلها الاقتصادية والاستثمارية وأطرها القانونية والتشريعية المعمول بها. وتعتبر أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول العربية حديثة في حد ذاتها، وحتى الأسواق العربية التي يرجع تاريخ إنشائها إلى فترات سابقة لم يبرز دورها إلى حيز الوجود ويتخذ المكانة المنوطة به ضمن النظم المالية إلا مؤخراً. وعلى الرغم من أن الوعي بفرص الاستثمار في الأوراق المالية أخذ بالتطور التدريجي في كافة الدول العربية إلا أنه لم يتبلور بعد في شكل قاعدة متنامية وواعية وملتزمة من المستثمرين إلا في قلة من الدول.

هذا وتعد أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة للغاية مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم بشكل يؤهلها لأن تنافس الأسواق الإقليمية الأخرى أو الدولية في جذب الاستثمارات. كما أن حجم نشاط التداول والقيمة الرأسمالية في معظم الأسواق المالية العربية لا تعبر عن القدرات الكامنة التي يمكن أن تحققها هذه الأسواق. مما يتطلب ترشيد الاستثمار في البورصات وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، الشيء الذي يدعو إلى تنسيق الجهود فيما بين البورصات العربية.

### 1-2-2-3 الأسواق المالية المحلية:

هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل المؤسسات الوطنية والخاصة وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل حدود الدولة الواحدة، وهي عكس سوق رأس المال الدولية.

وبخلاصة القول أنه مهما اختلفت تقسيمات الأسواق المالية وتنوعت، وسواء كانت هذه الأسواق محلية أو إقليمية أو حتى دولية. فهي على اختلاف أنواعها تكتسب أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر، والمؤسسة، والاقتصاد الوطني وحتى العالمي ناجمة عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في تجميع الادخار وتوفير السيولة للمتوجحات المالية، إضافة إلى العديد من الأهداف الاقتصادية الأخرى.

(1) 152.2 مليار دولار القيمة السوقية لتسع أسواق عربية في نهاية 2001، [www.albayan.com](http://www.albayan.com)، ص ص. 1-2. (بتصرف)

### 1-3 المتتجات المالية الدولية:

تمثل الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال الأداة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، إذ تلجأ إليها المؤسسات لتأمين احتياجاها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها. كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل المشروعات أو لتغطية العجز، أو لأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم. ولقد عرفت الأوراق المالية بأنها: " قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عن ذلك دين على عاتق تلك الهيئة-المصدرة، أو مشاركة في الملكية من قبل المستثمرين في تلك الأوراق"<sup>(1)</sup>. فالورقة المالية تمثل صكا يعطي حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل، أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر، الذي يحصل على ورقة مالية تثبت هذا الحق، إلا أنه قد يتم تسجيل اسم المستثمر فقط في سجل الشركة ولا تعطى له الشهادة، وهو ما يعرف بـ Dématérialisation.

توجد العديد من الأسس المستخدمة في تصنيف الأوراق المالية، إذ يمكن تصنيفها من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل، وأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل. كما يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب طبيعتها إلى أوراق مالية تمثل صك ملكية مثل الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها. وهناك تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق رأس المال الذي تداول فيه تلك الأوراق، وعندئذ يمكن التمييز بين الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية والأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية. إلا أننا سوف نتطرق في هذا المقام للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية فقط. وتضم الأصول المالية الدولية أصول بنكية وأصول غير بنكية. فالأصول البنكية تعكس التمويل الدولي بواسطة بنكية، أما الأصول غير البنكية فتتميز أساسا بأنها أصول طويلة الأجل وتتكون من أربع مجموعات رئيسية هي: السندات الدولية obligations internationales القسيمات الأوربية euro-notes الأوراق التجارية الأوربية euro-effets الأسهم الدولية actions internationales.

#### 1-3-1 الأصول المالية البنكية:

وتتمثل أساسا في العملة الأجنبية الأوربية euro-devises والقروض الأوربية المشتركة euro-crédits syndiqués بالإضافة إلى شهادات الإيداع الدولية.

##### 1-1-3-1 العملة الأجنبية الأوربية:

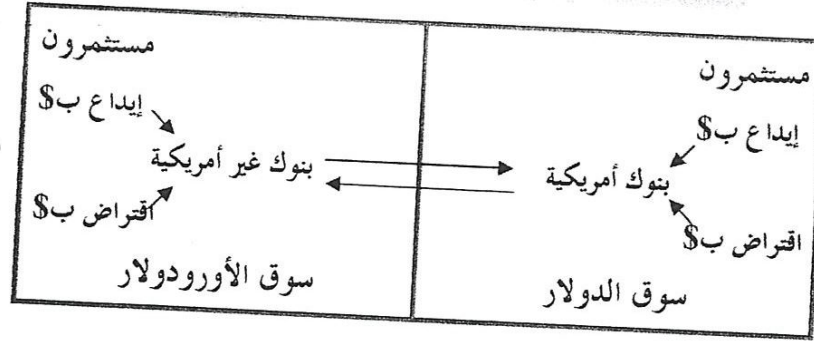
وتضم الودائع والقروض بعملة معينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة، سواء كانت هذه الودائع والقروض من قبل غير المقيمين (وهو ما يمثل تدويل العملة الوطنية) أو المقيمين (وهو ما يمثل

(1) جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومه، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002، ص. 5.



لامكانية délocalisation العملة الوطنية<sup>(1)</sup>. فهي ناجمة إذن عن اختلاف بين العملة التي يتم بها الإيداع أو الإقراض والدولة التي يتمركز فيها البنك. وبالتالي سوق العملة الأجنبية الأوروبية هي سوق الإيداع والإقراض بتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة إصدار تلك العملات. والشكل رقم (1-1) يلخص هذا المفهوم مع استخدام الدولار كمثال.

شكل رقم (1-1): العلاقة بين الدولار والأورو دولار



### 1-3-1-2 شهادات الإيداع الدولية:

هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، ويقوم بإصدارها المؤسسات أو البنوك الدولية مثل Bank of New York أو Deutsche Bank بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية وذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية ويتم إيداع الأوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الإيداع أو بنك الإصدار<sup>(2)</sup>. ومن ثم فإن شهادات الإيداع الدولية يتم تداولها كبديل عن الأوراق المالية الأصلية في الأسواق المالية الدولية. ولأن مالِك شهادات الإيداع هو في حقيقة الأمر مالِك الأسهم المحلية المقابلة لها (حسب نسبة تحويل متفق عليها) فإن له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم... الخ.

### 1-3-1-3 القروض الأوروبية المشتركة:

القرض المشترك Crédit syndiqué هو دين يوضع تحت تصرف مقترض معين من طرف مجموعة من البنوك تعرف بـ Syndicat<sup>(3)</sup> بشروط مدرجة في القانون الأساسي المشترك لهذه البنوك. ومنه القروض الأوروبية

(1) Bryant, R; Les opérations bancaires sur eurodevises: alarmisme et problèmes réels, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), p. 10.

(2) بورصتي القاهرة والإسكندرية، تعريفات، [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com)

(3) Le Vocabulaire « syndication » peut désigner soit la constitution du groupe de direction soit l'appel aux banques participant au crédit. Deux types principaux D'organisation du processus de syndication peuvent être rencontrés: le processus classique et le processus en deux temps. Dans ce deuxième Cas, Les banques du groupe de direction prennent ferme l'ensemble de la facilité, puis elles la syndiquent par le biais de sous participations. Dans le processus classique de syndication, l'appel aux banques que le groupe de direction souhaite voir participer au crédit peut se réaliser par invitation à participer. [Les coulisses de la finance, 11 janvier 1990, [www.annufinance.com](http://www.annufinance.com)]



المشاركة هي قروض تمنح من مجموعة من البنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذا القرض بنوك محلية.<sup>(1)</sup> وتتمتع هذه القروض بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأصول المالية البنكية منها:

- مدة الاستحقاق: على خلاف بقية الأدوات تتراوح مدة القرض الأوربي المشترك من 6 أشهر إلى 25 سنة.  
- قيمة القرض: هي عادة أكثر من 500 مليون دولار، لكن رغم ذلك سجلت بعض القروض ب 15 إلى 20 مليون دولار.

- سعر الفائدة: معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغيرة، حيث يتم إضافة هامش معين إلى سعر فائدة مرجعي (قاعدي يتمثل عادة في مؤشر LIBOR). وتتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر، شهرين، 3 أشهر وفي الغالب 6 أشهر.

- الضمانات: القروض الأوربية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الإدارة، سواء كلياً أو جزئياً، بمنح القليل منها فقط دون ضمان. والضمان يعني أنه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض، يقوم مجلس إدارة التجمع البنكي بمنح القرض (أو جزء منه).

أ- أدوات القروض الأوربية المشتركة:

من أهم الأدوات المستعملة من قبل القروض الأوربية المشتركة هي:

#### ♦ القروض الآجلة:

وهي قروض بقيمة ومدة محددتين، تسمح للمقترض بالسحب من القرض خلال هذه المدة المبالغ التي سبق تسديدها. وفي نهاية المدة المتفق عليها يفقد المقترض حقوق السحب. وعملية تسديد القرض يمكن أن تتم على دفعات أو في نهاية المدة دفعة واحدة.

#### ♦ تسهيلات القروض القابلة للتجديد:

وهي مشابهة كثيراً للنوع الأول، إذ تمنح المقترض حقوق سحب، لكن في هذه الحالة يتم تسديد المبلغ ودفع الفوائد كل فترة، ثم يسحب مبلغ آخر، على أن يكون أقل من المبلغ الأول، وهكذا...

#### ♦ خط القرض:

وهو نوع من التسهيلات الممنوحة للمقترضين La ligne de crédit. حيث تتميز هذه القروض بإمكانية عدم استعمالها من قبل المقترض، إلا في حالة عدم الحصول على تمويل من مصدر آخر يقدم مزايا أفضل.

- القرض مزدوج العملة الأجنبية:

ويسمح هذا النوع من القروض Les prêts à double devise للمقترض بتحويل القرض إلى عملة أجنبية أخرى خلال فترة محددة بمعدل محدد مسبقاً.

<sup>(1)</sup> Mathis, J; op cit, p. 37.

### ب- مزايا وعيوب القروض الأوروبية المشتركة:<sup>(1)</sup>

تطور القروض الأوروبية المشتركة يركز -كأي أداة مالية- على مجموعة من المزايا والعيوب. وتتيح

القروض الأوروبية المشتركة المزايا التالية للمقترضين:

- الحصول على تمويل دولي للمقترضين الذين لا يتمتعون بشهرة كافية تسمح لهم بإصدار أوراق مالية في السوق المالية الدولية.

- توفير قروض بحجم كبير، والتي لا يمكن الحصول عليها من السوق المحلية.

- الحصول على قروض تتميز بالسرعة ودرجة مرونة عالية.

- سوق محفز تتميز بعدم وجود اقتطاعات بنكية.

أما المزايا التي يوفرها هذا النوع من القروض للمقترضين فتتمثل في:

- معدلات الفائدة المتغيرة والتي تقلل من درجة الخطر الذي يتعرض له المقرض نتيجة انخفاض أسعار الفائدة في السوق.

- توفر للبنوك إمكانية منح قروض أعلى من تلك الممكن تقديمها من طرف بنك واحد، وبالتالي تحصيل عمولات تتماشى مع القيمة الإجمالية للمقرض.

- تمكين البنوك المشاركة من تقديم قروض دولية، مما يسمح لها بتنويع محافظها المالية.

إلا أن القروض الأوروبية المشتركة لا تخلو من بعض العيوب والتي تتمثل أساسا في:

- بالنسبة للمقترض، معدل الفائدة المتغيرة يمثل خطرا.

- أما بالنسبة للمقرض فالمرونة العالية التي تتميز بها هذه القروض قد تمثل عيبا في غياب علاقات قوية بين المقرض والمقترض تسمح بالحصول على المعلومات الكافية والضرورية لتقييم الذمة المالية للمقترض.

### 1-3-4 تطور النشاط البنكي الدولي:

تعد التقارير الفصلية والسنوية لبنك التسويات الدولية Banque des Règlements Internationaux

(BRI) المصدر الأساسي للمعلومات عن النشاط البنكي الدولي. والتي يمكن تلخيصها في الجدول رقم (1-1)،

حيث تم طرح الودائع ما بين البنوك من مجموع القروض الخارجية والقروض الداخلية بالعملة الأجنبية. وبالتالي يمثل العمود الخامس من الجدول القروض البنكية الدولية الصافية.

<sup>(1)</sup> Baude, E ; Hautiere, R ; l'optimisation du financement internationale pour une entreprise européenne : quel recours aux émissions d'obligations libellées en devises étrangères, laboratoire de recherches financières Céréfia, faculté des sciences économiques, Université de Rennes, promotion 2001-2002, [www.ceréfia.eco.univ-rennes1.fr](http://www.ceréfia.eco.univ-rennes1.fr), pp. 18-21.

## جدول رقم (1-1): القروض البنكية الصافية في السوق الدولية خلال الفترة 1996-1999

(الوحدة: مليار دولار)

| ديون خارجية<br>للبنوك | ديون داخلية<br>بالعملة الأجنبية | ودائع ما بين<br>البنوك | القروض البنكية<br>الصافية |
|-----------------------|---------------------------------|------------------------|---------------------------|
| نهاية 1996            | 8326                            | 1345                   | 4632                      |
| نهاية 1997            | 9047                            | 1323                   | 5105                      |
| نهاية 1998            | 9719                            | 1376                   | 5610                      |
| مارس 1999             | 9549                            | 1161                   | 5190                      |

SOURCE: Mathis, op. cit. p. 36.

## 1-3-2 السندات الدولية:

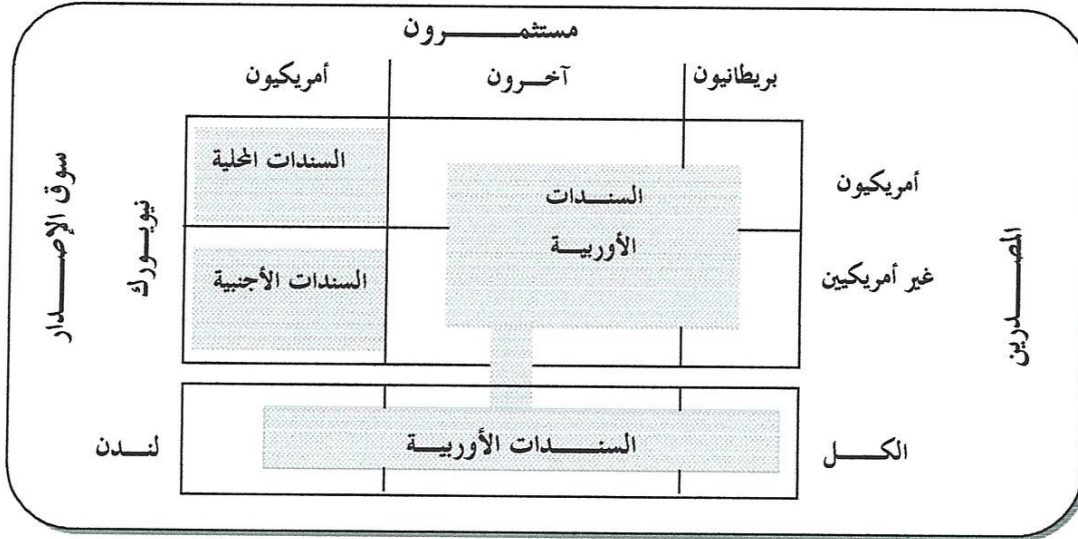
أحيانا تواجه بعض المؤسسات نقصا في السيولة لمواجهة التوسع في بعض استثماراتها فتلجأ إلى التمويل الخارجي عبر إصدار سندات دين للجمهور، والتي يتم طرحها في السوق المالية من خلال البنوك أو المؤسسات المالية المختلفة الأخرى. والسند هو " ورقة مالية تجسد التزام من قبل طرف مدين اتجاه طرف دائن، مقابل أن يضع هذا الأخير أموالا تحت تصرف الطرف المدين، هذا الالتزام يترتب عليه استحقاق مردود مالي يتمثل في كيفية تسديد رأس المال وأسلوب مكافأة الدائن <sup>(1)</sup>. وعليه فالسندات تعد بمثابة دين على الوحدات الاقتصادية التي تقوم بإصدارها. ويمكن التمييز بين كل من السندات المحلية Obligation domestique والسندات الأجنبية Obligation étrangère، والسندات الأوروبية Euro-obligation، وذلك وفقا للعناصر التالية:

- سوق الإصدار: أين تتم عملية إصدار السندات.
  - جنسية المصدر: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
  - جنسية المستثمر الذي يشتري السند: مقيم أو غير مقيم في الدولة التي تتم فيها عملية الإصدار.
  - العملة التي يتم بها الإصدار: محلية أو أجنبية عن سوق الإصدار.
- والشكل رقم (1-2) يلخص التناسق والتلاحم بين المفاهيم الثلاثة التي تقسم مجموع السندات المصدرة في العالم. حيث اختير الدولار كعملة للإصدار على سبيل المثال والسوق الأمريكي ممثلا بنيويورك وباقي العالم بلندن.

(1) Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, les valeurs mobilières, la bourse algérienne, [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz), p. 4.



شكل رقم (1-2): إصدارات بالدولار في العالم



Source: Mathis, op. Cit. p. 59.

من الشكل السابق يتضح أن السند المصدر بالدولار في نيويورك من قبل مصدر أمريكي والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين يمثل سندا محليا. أما السند المصدر بالدولار في نيويورك من قبل مصدر غير أمريكي والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين أمريكيين هو سند أجنبي. وتمثل السندات الأوربية كل من السندات التي يتم إصدارها بالدولار في نيويورك من قبل مصدر أمريكي أو غير أمريكي ويتم شراؤها من قبل مستثمرين غير أمريكيين، والسندات المصدرة بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية وعليه:<sup>(1)</sup>

♦ السند المحلي: هو السند المصدر بالعملة الوطنية لسوق الإصدار من قبل مصدرين مقيمين والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين.

♦ السند الأجنبي: وهو سند تصدره جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها. والذي يتم شراؤه من قبل مستثمرين مقيمين في تلك الدولة.

♦ السند الأوربي: وهو السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للسوق التي تم فيها طرح هذا السند للاكتتاب.

كما يضم أيضا السند المصدر بعملة غير العملة الوطنية للمستثمر.

وتشكل كل من السندات الأجنبية والسندات الأوربية مجتمعة السندات الدولية.

(1) صالح مفتاح، العملة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002، ص. 219. ( بتصرف )



وبتحليل التشريعات المطبقة على عملية إصدار السندات الدولية يلاحظ أن عملية إصدار السندات الأجنبية تخضع لقوانين الدولة التي يطرح فيها الإصدار، إلا أن هذه التشريعات والقوانين تختلف عن تلك المطبقة على السندات المحلية، حيث يتم التمييز فيما بينها حسب جنسية المصدر (مقيم أو غير مقيم). وعلى العكس بالنسبة للسندات الأوروبية التي تتم عملية إصدارها في الدول التي تخفف من القيود المطبقة على عملية إصدار وحيازة هذه الأوراق المالية، لأنها ليست مرتبطة بدولة محددة. كما تستفيد هذه السندات أيضا من غياب قيد آخر متعلق بشكل الإصدار، حيث يتم إصدارها في شكل سند لحاملة<sup>(1)</sup> مما يعني أن هوية حامل الورقة النهائي غير معروفة، وهذا ما يصعب من مهمة السلطات في مباشرة الرقابة على سوق السندات الأوروبية، فقد يكون المصدر والمستثمر غير مقيمين. فعلى سبيل المثال قد يتم إصدار سندات بالدولار في سوق لندن من طرف مؤسسة ألمانية ويتم شراؤها من قبل مستثمر إيطالي، فلا يمكن إخضاعها للقوانين الأمريكية.

### 1-2-3-1 الخصائص الأساسية للسندات الدولية:<sup>(2)</sup>

إلى جانب تخفيف القيود التنظيمية المفروضة على السندات الدولية، والتي تعود أساسا إلى صعوبة ضبط المصدر إضافة إلى أن السندات الدولية تأخذ شكل أوراق لحاملها. هناك خصائص أخرى تميز الفئات الثلاثة للسندات عن بعضها البعض أهمها:

- يتم تصريف السندات المحلية بقيام الجهة المصدرة بالاتصال مباشرة بالمستثمرين أو باللجوء إلى بنك أو مؤسسة مالية مختصة للقيام بهذه العملية. وفي حين تتطلب عملية إصدار السندات الأجنبية اللجوء إلى بنك أو تجمع بنكي وطني، فإن السندات الأوروبية يتم إصدارها بواسطة تجمع بنكي دولي.
- في معظم الأحيان، إصدارات السندات الأوروبية يتم تسجيلها في لندن أو لكسمبورغ، كما أن العديد من الصفقات في السوق الثانوية تتم دون المرور بالبورصة، بالرغم من أن التسجيل في البورصة ضروري لبعض المستثمرين التأسيسيين. بينما يتم تسجيل كل من السندات المحلية والأجنبية في البورصات المحلية وتداول عادة في الأسواق المنظمة.
- تخضع تسوية المعاملات على السندات الأوروبية لقوانين بيوت المقاصة الدولية مثل: Euroclear et cedel . في حين تخضع السندات المحلية والأجنبية لبيوت مقاصة محلية.
- وتجدر الإشارة أن من أهم خصائص السندات الدولية أن تسديد القروض يتم حسب سجل استحقاقات، حيث يتم تسديد عدد محدد مسبقا من الأوراق كل سنة وذلك حسب قائمة أرقام محددة من قبل، أو بإعادة شرائها من السوق، أو عن طريق سحب عشوائي. والملاحظ أنه في العديد من إصدارات السندات الأوروبية، يتمتع

(1) هذه العبارة لا تعني أن السندات الأوروبية يتم تسجيلها بدعامة ورقية، فهي مثل السندات المحلية تنصف باللامادية Dématérialisation ، أي أنها تتواجد فقط من خلال القيد في سجل المؤسسة المصدرة.

(2) Baude, E; Hautiere, R; op cit, pp. 23-35.

المصدر بحق تسديد الأوراق المالية قبل بلوغ موعد التسديد (و هو ما يمثل خيار شراء). ويلجأ المصدر إلى ممارسة هذا الحق في حالة انخفاض معدلات الفائدة، ويدفع مقابل ذلك علاوة تسديد والتي تأخذ عموماً شكل تسديد الورقة المالية بسعر أعلى من القيمة الاسمية. فبعض الإصدارات تسمح للمصدر بإمكانية اختصار أو تخفيض مدة القرض، أما في حالات أخرى فهذا الخيار هو تحت تصرف المستثمر وتعرف السندات في هذه الحالة بـ Obligations encaissables par anticipation. والتي تخضع للتخفيض (وهو ما يمثل خيار بيع)، وبالعكس النوع السابق من السندات، فإن السندات المؤجلة Obligations prorogables يمكن أن تمدد حسب إرادة المستثمر.

### 1-2-2 أنواع السندات الدولية:

لا تختلف أنواع السندات الدولية كثيراً عن السندات المحلية، حيث يمكن التمييز بين:<sup>(1)</sup>

♦ **السندات ذات معدل فائدة ثابت:** وهي صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على فائدة سنوية محددة منذ الإصدار، إضافة إلى تسديد المبلغ الأصلي عند حلول تاريخ الاستحقاق.

♦ **سندات بمعدل فائدة متغيرة:** وتحمل معدل فائدة يقاس على أساس مرجعي عادة ما يكون معدل السوق النقدية فيما بين البنوك بلندن (LIBOR)، إضافة إلى هامش معين يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله. كما يمكن أن يحدد حد أعلى لمعدل الفائدة، وذلك لحماية المصدر، أو يحدد حد أدنى، لحماية المستثمر من تقلبات أسعار الفائدة. أول إصدار من هذا النوع في سوق السندات الدولية كان للشركة الإيطالية للكهرباء (L'Enel). وتتراوح مدة استحقاق هذه الأوراق من 05 إلى 07 سنوات. وفي 1979 ظهرت هذه السندات بقسيمات تستحق كل ثلاثة أشهر. والملاحظ أنه يتم شراؤها من قبل المستثمرين التأسيسيين والبنوك أكثر من الخواص.

♦ **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم. وقد تصدر هذه السندات بمعدل فائدة ثابتة أو متغيرة. كما تتم هذه العملية وفقاً لشروط محددة مقدماً، حيث يتضمن عقد الإصدار عدد الأسهم الممكن الحصول عليها في مقابل كل سند وكذلك طريقة حساب سعر التحويل.

♦ **السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات:** يسمح امتلاك هذا النوع من السندات لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة خلال فترة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً. إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر الفترة المحددة في عقد الإصدار. وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولى يتم

(1) العديد من المصادر، أهمها:

- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص ص. 23-30.

- Mathis, J; op cit, pp. 69-71.

- Belletante, B; La bourse, Hatier, 5<sup>e</sup> édition, 1991, pp.95-96.

تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة. وفي سنة 1980 ظهرت إصدارات لسندات أوروبية بحق اكتتاب يسمح بالحصول على سندات إضافية.

- ♦ السندات مزدوجة العملة الأجنبية: حيث يتم التسديد بعملة تختلف عن العملة التي يتم بها الإصدار، ويحدد معدل الصرف في لحظة الإصدار، وتسمح هذه السندات بتجنب خطر الصرف عند التسديد.
- ♦ السندات بشراء مؤجل: حيث يمكن للمصدر اختيار أجل للدفع يتمشى مع احتياجاته لرأس المال، وبذلك يحصل على ما يتطلبه من رؤوس أموال في الوقت الذي يحدده، مع تحمل نفقات إصدار لمرة واحدة فقط.

- ♦ السندات بدون تاريخ استحقاق: وهي سندات عادية بدون تاريخ استحقاق تسمح للمستثمر بإمكانية تحويلها إلى سندات بمعدل متغير خلال فترة غير محددة.
- ♦ السندات المرتبطة بالمؤشرات: هي تلك السندات التي يربط معدل الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين، من أجل المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. ومن بين المؤشرات المستعملة مؤشر مستوى أسعار التجزئة، أو مستوى أسعار الجملة، أو معدل التضخم أو حتى بسعر أوقية الذهب.

- ♦ السندات بقسيمات معدومة: أصدرت في 1981 من قبل PepsiCo.

### 1-3-2-3 الوقاية من خطر السندات الدولية:

هناك العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها للتقليل من الخطر الذي يتعرض له المقرضون من بينها:<sup>(1)</sup>

- توفير ضمان للإصدار: يمكن أن يستفيد القرض من كفالة ضامن، ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام ببنود عقد الإصدار. يدفع المبلغ الأساسي والفوائد من قبل الضامن.
- ترتيب الإصدار: تتغير درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر، فكلما كانت من المراتب العليا كلما نقص الخطر الذي يتعرض له المقرض.

(1) Plusieurs Ouvrages, notamment:

- Lounaci, G; La Problématique D'évaluation Du Risque Pays, BNA finance, Revue Trimestrielle, N°6, Octobre/Décembre 2003, pp. 34-38.  
- Lichtner, E; Les agences de notation financière n'ont pas le réflexe du développement durable, 03/03/2003, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr).



- بنود عقد الإصدار:

تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها. كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.

- التصنيف الائتماني: <sup>(1)</sup> La Notation

حتى يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية، لا بد أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد. والذي يمكن تصنيفه انطلاقاً من تحليل وضعية المقرض، أو انطلاقاً من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني، ومن أشهرها: Moody's و Standard & Poor's إضافة إلى Coface و Fitch والتي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 06 أشهر.

وتعود جذور مؤسسات التصنيف الائتماني لأكثر من قرن، حيث اهتمت في بداية نشأتها بتصنيف القروض التجارية، وأول تصنيف للأوراق المالية ظهر في 1909، عندما صنف John Moody سندات شركة السكك الحديدية الأمريكية. وقد تزايدت المنافسة في الآونة الأخيرة بين مؤسسات التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور مؤسسات تصنيف تخصص بنوع محدد فقط من الأوراق المالية. وتقوم هذه المؤسسات بالتصنيف انطلاقاً من بيانات كمية ونوعية عن المقرض والقرض، قبل إصدار تقريرها والذي يرفق بتفسير لذلك التصنيف.

### 1-3-2-4 تداول السندات الدولية:

الجدول رقم (1-2) يوضح تداول السندات الدولية وتوزيعها حسب نوع السند وعملة الإصدار. ويمكن

تسجيل ثلاثة ملاحظات أساسية من خلال الجدول:

1- من خلال مقارنة تداول السندات الدولية بتداول القروض الصافية البنكية في الأسواق الدولية يلاحظ استعمال هذه الأخيرة بكثرة في التمويل مقارنة بالتمويل بدون وساطة سنة 1996، وعلى العكس من ذلك فالفرق في نهاية 1998 لم يتعد الربع.

2- تفوق السندات العادية (معدل ثابت) على بقية الأنواع الأخرى من السندات.

3- سيطرة الدولار على هذا النوع من الأسواق.

(1) La Notation de Crédit est une opinion sur la Capacité D'un Débiteur D'honorer ses Obligations relatives à un engagement financier particulier, un ensemble d'engagements financiers, un programme financier particulier, ou encore en général sans référence à un engagement particulier. La notation tient compte de la Capacité des garants et de toute forme de rehaussement de Crédit; elle tient compte également de la devise de libellé de l'engagement. [Karyotis, D; La notation financière : quand une information devient un instrument de décision, Revue d'Économie Financière, n° 41, 01/06/1997, pp. 57-68]



جدول رقم (2-1): تداول السندات الدولية

| حسب نوع السندات |           |                |         | التداول (بمليارات الدولارات) |            |
|-----------------|-----------|----------------|---------|------------------------------|------------|
| معدل متغير      | معدل ثابت | مرتبطة بالأسهم | المجموع |                              |            |
| 19.4%           | 74.6%     | 5.9%           | 100%    | 2982.5                       | نهاية 1996 |
| 22.1%           | 71.9%     | 5.9%           | 100%    | 3322.8                       | نهاية 1997 |
| 22.3%           | 72.5%     | 5.1%           | 100%    | 4100.7                       | نهاية 1998 |

| حسب نوع العملة |       |       |            |         |          |
|----------------|-------|-------|------------|---------|----------|
| دولار          | أورو  | ين    | عملات أخرى | المجموع |          |
| 43.8%          | 25.6% | 13.6% | 17.0%      | 100%    | نهاية 97 |
| 45.2%          | 27.7% | 11.7% | 15.5%      | 100%    | نهاية 98 |
| 47.2%          | 26.8% | 10.8% | 15.2%      | 100%    | مارس 99  |

Source: Mathis, J; op cit, p.88.

1-3-3 أدوات مالية دولية أخرى:<sup>(1)</sup>

تعد الأوراق التجارية الأوروبية Euro effets أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الدولية. وهي تمثل الإصدار الدولي لأوراق الدين القابلة للتداول Titre de créance négociables. وتضم فئتين أساسيتين: مضمونة وهي القسيمة الأوروبية وغير مضمونة وهي الأوراق التجارية الأوروبية.

## 1-3-3-1 القسيمة الأوروبية: les euro notes

ويتم إصدارها في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. وتعود نشأة القسيمة الأوروبية إلى نهاية 1970، حيث اعتبر بعض المقترضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث عن أداة تؤمن أفضل بنحاس بين السعر والخطر. وفي 1978 استحدث Citibank القسيمة الأوروبية وبذلك استفادت المؤسسة المقترضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، مع إمكانية تعديل حجم الإصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض أو إنهاء برنامج الإصدار دون تحمل أي تكلفة إضافية.

## 1-3-3-2 القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل:

ظهرت القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل في بداية 1970 في السوق الأمريكي، حيث تم إصدارها من قبل شركات قروض السيارات، في 1986 تم أول إصدار للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل لحساب First

(1)Plusieurs Ouvrages, notamment:

- Siroen, J-m; L'économie Mondiale: contraintes et perspectives, édition Armand colin, 1994, p. 60.  
- Baude, E; Hautiere, R; op cit, pp. 10-14.

Intersate. وتعد القسيمة الأوروبية متوسطة الأجل أداة وسط بين السندات الأوروبية والأوراق التجارية الأوروبية، حيث أصبحت تلقى رواجاً أكبر من السندات الأوروبية لما تتميز به من مرونة.

### 1-3-3-3 الأوراق التجارية الأوروبية:

وتعكس الإصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية، وتمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع بدون ضمان، وتتراوح مدة استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. ورغم أن هذه الأداة تعود إلى القرن الثامن عشر، إلا أن أول إصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation. أما الأوراق التجارية الأوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات، لكنها لم تعرف تطوراً حقيقياً إلا منذ 1984. كما أن تطور سوق الأوراق التجارية توقف منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل. وتختلف هذه الأوراق عن الأوراق التجارية الأمريكية في كون مدة استحقاقها تتراوح من 7 إلى 365 يوماً، إضافة إلى أن معظم إصدارات الأوراق التجارية الأمريكية ترفق بخط إحلال<sup>(1)</sup> على عكس الأوراق التجارية الأوروبية.

### ❖ تداول الأوراق التجارية الأوروبية:

يمكن تسجيل عدة ملاحظات من خلال الجدول رقم (1-3)، تداول الأوراق التجارية الأوروبية أقل بحوالي 10 مرات من تداول السندات الدولية، كما أنها تحتل القسم الأكبر من بقية السوق، أما أهمية الدولار كعملة للإصدار فهي أقوى من السندات الدولية.

جدول رقم (1-3): تداول الأوراق التجارية الأوروبية

| حسب فئة الأداة             |                |         | التداول (مليار دولار) |            |
|----------------------------|----------------|---------|-----------------------|------------|
| الأوراق التجارية الأوروبية | الأوراق الأخرى | المجموع |                       |            |
| %60.0                      | %40.0          | %100    | 171.6                 | نهاية 1996 |
| %60.0                      | %40.0          | %100    | 183.9                 | نهاية 1997 |
| %68.3                      | %31.7          | %100    | 194.2                 | نهاية 1998 |

| حسب العملة |       |      |            |         |            |
|------------|-------|------|------------|---------|------------|
| دولار      | أورو  | ين   | عملات أخرى | المجموع |            |
| %57.4      | %17.8 | %3.6 | %21.3      | %100    | نهاية 1997 |
| %57.4      | %18.4 | %2.4 | %21.8      | %100    | نهاية 1998 |
| %51.8      | %27.8 | %1.5 | %18.9      | %100    | مارس 1999  |

Source: Mathis, J; op cit, p. 98.

(1) Une ligne de substitution est un engagement, ne constituant pas une caution, accordé par un ou plusieurs établissements de crédit à un émetteur de billets de trésorier, et garantissant à ce dernier qu'un concours lui sera consenti si la situation du marché ne permet pas de procéder au renouvellement des ces billets. [APFA, [www.press-francophone.org](http://www.press-francophone.org)]

## 1-3-3-4 الأسهم الدولية:

السهم عبارة عن شهادة تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم، فالسهم مستند ملكية ومن ثم ليس له تاريخ استحقاق<sup>(1)</sup>. وإصدار الأسهم الدولية يتم في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، حيث يتم تسجيل الأسهم الدولية عموماً في أكثر من مركز مالي وتعد wall street من أهم هذه المراكز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:<sup>(2)</sup>

- شريحة محلية.
- شريحة أوربية توجه للأسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق.
- شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بأسهم عالمية "planétaire"، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فيعرف بأسهم دولية. ولا يختلف تنظيم وإصدار الأسهم الدولية كثيراً عن الأسهم المحلية. ويتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي، والذي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها. وهناك أسلوبان لتوزيع الإصدار: الأسلوب المفتوح أين تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في اختيار أماكن توزيع الإصدار، والتوزيعات المحاطة، حيث يراقب التوزيع ويمنع خاصة، من العودة إلى سوق الإصدار. وقد عرفت عملية إصدار الأسهم الدولية نمواً متسارعاً منذ سنة 1993، تماشياً مع تطبيق برامج الخصخصة في العديد من الدول مما أدى إلى جمع مبالغ ضخمة جداً. فقد استطاعت deutsche telecom الحصول على 13.2 مليار دولار سنة 1996. وقد تجاوزت المبالغ السنوية لإصدارات الأسهم الدولية عتبة 100 مليار دولار سنة 1997، كما بلغت 124.8 مليار دولار سنة 1998.<sup>(3)</sup>

(1) محسن أحمد الحضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، 1996، ص. 59.

(2) Siroen, J-m; op cit, p. 60.

(3) Mathis, J; op cit, p. 100.



## 1-4 مؤشرات البورصة:

تحتل مؤشرات البورصة أهمية كبيرة في الحياة المالية، فهي تمثل أحد مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمضاربون في الأوراق المالية. إذ توضح اتجاه الأسعار في البورصة، أو على الأقل تعطي فكرة عن سلوك السوق بصفة عامة. ونظرا لاعتماد دراستنا هذه بشكل كبير على المؤشرات لتبيان مدى ترابط الأسواق المالية ارتأينا تخصيص مبحث لها.

ومؤشر البورصة هو: "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالية، ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في البداية، ثم يتم مقارنة تلك القيمة بعد ذلك عند أي نقطة زمنية. وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها"<sup>(1)</sup>. ويمثل المؤشر مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن السوق المالية، أو لمجموعة معينة من الأسهم. وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة. حيث يستخدم لكل سوق مؤشر أو عدد من المؤشرات لتقييمه.

### 1-4-1 أنواع المؤشرات:

يمكن تصنيف مؤشرات البورصة وفقا لمعيارين أساسيين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه، ونميز بين:<sup>(2)</sup>

#### 1-1-4-1 المؤشر العام:

وهو مؤشر يمثل السوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة. وبالتالي ينبغي أن يشمل هذا المؤشر معظم إن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى له عكس حالتها بكل وفاء.

#### 1-4-1-2 المؤشر الخاص:

يشمل هذا النوع من المؤشرات عددا محدودا من القيم. ويركز غالبا على قياس حالة صناعة معينة دون سواها أو حالة قطاع معين.

#### 1-4-1-3 المؤشر الخاص بعنصر واحد:

يقيس هذا المؤشر، كما تشير تسميته الحالة التي عليها متغيرة واحدة كالسعر مثلا أو الكمية. وبحسب هذا المؤشر عموما كمتوسط حسابي كمايلي:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^n P_i / n$$

(1) محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص. 251.

(2) Société de Gestion de la Bourse des valeurs, la Négociation en Bourse, Ouvrage collectifs, la bourse algérienne, Publication N°3, Décembre 1998, pp. 22-25.



حيث:  $p$ : سعر السهم.  $n$ : مجموع أعداد الأسهم.  
وإذا لوحظ وجود مدى كبير بين أصغر قيمة وأكبر قيمة للسعر، يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي. ويمثل المتوسط الهندسي الجذر النوني لنتائج ضرب الأسعار.

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n P_i}$$

#### 1-4-1 المؤشر المركب:

يتضمن هذا المؤشر توفيقاً من المتغيرات عادة ما يكون السعر وعدد الأسهم المتداولة، وتمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم المتداول في عدد الإصدارات المتداولة:

$$L'indice\ valeur\ courant = \frac{La\ capitalisation\ de\ marché\ courante}{La\ capitalisation\ de\ marché\ de\ l'année\ de\ base\ ajustée} \quad (1)$$

رياضياً:

$$I_t = \frac{\sum P_{it} * Q_i}{\sum P_{io} * Q_i} * I_0$$

حيث  $I_t$ : قيمة المؤشر حالياً.

$P_{it}$ : سعر الإصدار  $i$  في الفترة الحالية.

$Q_i$ : عدد الإصدارات  $i$  المتداولة.

$P_{io}$ : سعر الإصدار  $i$  في فترة الأساس.

$I_0$ : قيمة المؤشر في فترة الأساس.

#### 1 4 2 أوجه استخدام المؤشر:

تستخدم بورصات الأوراق المالية في الدول المتقدمة، العديد من المؤشرات التي تساعد في قياس مستوى واتجاهات الأسعار في السوق، ولذلك تهدف هذه المؤشرات إلى تحقيق الوظائف التالية:<sup>(2)</sup>  
- طالما أن نشاط الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالية يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإذا اتسمت السوق المالية بالكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.  
- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لقطاع ما كالصناعة، التأمين، الخدمات...

(1) Société de Gestion de la Bourse des valeurs, op cit, p. 23.

(2) العديد من المصادر، أهمها:

- محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سابق، ص ص. 67-68.

- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص. 246-248.

- قياس كفاءة أسواق رأس المال، ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة.
- القدرة على التنبؤ باتجاه الأسعار في السوق، والتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة من كساد أو رواج أو اعتدال.
- توجيه المستثمر نحو مجالات الاستثمار الأفضل لمخدراته وأمواله.
- مساعدة المستثمرين والفئات المتعاملة في السوق من سماسرة وتجار مختصين في اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية، تحتوي على أقل درجة من المخاطر وتحقق أكبر عائد ممكن.

### 1-4-3 أساليب بناء المؤشرات:

- إن الأسهم التي تدخل في تركيب مؤشر البورصة تختار بعناية من طرف لجنة خبراء بحيث تتيح لهذا المؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المالية المستهدف قياسها. ويتم اختيار مجموعة الأوراق المالية المكونة للمؤشر على أساس ثلاثة معايير ثابتة إلى حد بعيد بين كل المؤشرات والمتمثلة في:
- الحجم: يجب أن يكون المؤشر في صورة عينة حجمها كبير ومناسب، لأنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كبيراً نسبياً، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لحالة السوق.
  - الاتساع: يجب أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق. فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات من كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون تحيزاً لفئة معينة من الشركات (الشركات الكبرى مثلاً) في داخل الصناعة أو القطاع، أما إذا كان المؤشر خاصاً بصناعة معينة، فالعينة حينئذ تقتصر على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة والمختارة بدون تحيز.
  - المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون هذا المصدر هو السوق الأساسي أين تتداول تلك الأوراق.
- وهناك العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو قطاعات معينة داخل السوق، ومن أهم هذه الأساليب:<sup>(1)</sup>

### 1-4-3-1 المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

- في هذا النوع من المؤشرات يعطى الوزن النسبي لكل شركة تدخل بأسهمها في حساب تلك المؤشرات على أساس القيمة السوقية للشركات المعنية، وتحسب عندئذ القيمة المطلقة للمؤشر بجمع تلك القيم.

(1) العديد من المصادر، أهمها:

- جبار محفوظ، مؤشرات البورصة: كيفية بنائها وتسييرها، مجلة سوق المال، سوق مسقط للأوراق المالية، العدد 10، يناير/يوليو 1999، ص 47-49.
- محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 252-261.
- محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية 1998، ص 67-71.

من أهم مزايا احتساب المؤشرات بهذه الطريقة هي أن قيمة المقسوم عليه لا تتغير إذا ما حدث اشتقاق في بعض الأسهم<sup>(1)</sup>. ومن إيجابياته أيضا أن التغيرات الهامة التي تحصل في القيم السوقية مهمة جدا في الدراسات المتعلقة بالاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى تجاوب المؤشرات من هذا النوع مع التغيرات الكلية وتسيير الحوافظ المالية. أما عيوب هذا النوع من الأوزان فتتمثل في تحيز المؤشر لصالح التغير في الأسعار المرتفعة نسبيا مقارنة بأسعار بقية الأسهم المكونة للمؤشر. ومن أهم المؤشرات التي تبني بهذه الطريقة مؤشر NASDAQ ومؤشر FTSE100 ومؤشر S&P 500.

#### 1-4-3-2 المؤشرات المبنية على أساس السعر:

حسب هذه الطريقة يتم جمع أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر ثم قسمة حاصل الجمع على رقم ثابت يعرف بالقاسم Divisor. ففي هذه الحالة تتوقف القيمة النسبية المعطاة لكل سهم داخل العينة على سعره، أي نسبة السعر إلى مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم المكونة للمؤشر. لعل من أهم عيوب هذه الطريقة هو أن سعر السهم لا يعبر عن أهمية المؤسسة المعنية أو حجمها، إذ قد يكون ذلك السعر منخفضا بسبب ارتفاع عدد الأسهم المكونة لرأس مال المؤسسة وليس بسبب انخفاض قيمتها في السوق أو صغر حجمها. من عيوبها أيضا أنه يجب تعديل القاسم بمجرد حدوث اشتقاق في أحد الأسهم المكونة للمؤشر. ويعد مؤشر Dow Jones 30 و Nikkei 225 من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر.

#### 1-4-3-3 المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم على سعره في اليوم السابق. بعد ذلك يتم حساب الوسط الهندسي للأرقام، ثم تحديد قيمة المؤشر، بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر. ويستخدم مؤشر Value line 1400 في الوم أ هذه الطريقة في حساب قيمة المؤشر.

#### 1-4-3-4 المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

تقوم فكرة هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق. ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة اشتقاق الأسهم أو اندماج بعض الشركات أو في حالة زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

(1) اشتقاق الأسهم هو زيادة عدد الأسهم المكونة لرأس المال دون أن يصحب ذلك زيادة في حقوق الملكية، وهو ما ينجم عنه انخفاض في قيمة السهم

[منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 713]

1-4-4 حالات تعديل المؤشر:<sup>(1)</sup>

لماذا تعدل مؤشرات البورصة؟ هناك عدة متغيرات خارجية تؤثر على أسعار وعدد الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، وعليه فإن المختصين يقومون بتعديل المؤشرات لتتلاءم مع هذه المتغيرات وبالتالي مع مختلف التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، وترتبط هذه التعديلات بطريقة حساب المؤشرات وبتوجيهها.

## 1-4-4-1 التعديل في حالة اشتقاق الأسهم:

أ- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس السعر:

كما هو معروف أن عملية الاشتقاق تؤدي إلى انخفاض وزن السهم داخل المجموعة وبالتالي تؤثر على قيمة المؤشر. وللتغلب على هذا الخلل، يصبح من الضروري إدخال تعديلات على حساب هذه القيمة لاستبعاد تلك الآثار وذلك بتغيير قيمة المقسوم عليه بحيث يكون الناتج مساويا تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق، وتتحدد قيمة المقسوم عليه وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{ق ك قبل} / \text{ق ك قبل} = \text{ق ك بعد} / \text{ق ك بعد} \quad (2)$$

حيث: ق ك: تعبر عن القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

ق م: قيمة المقسوم عليه.

ب- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية:

إن المؤشرات المحسوبة على هذا الأساس لا تعدل في حالة الاشتقاق لأنه في الوقت الذي يعرف فيه عدد الأسهم ارتفاعا نسبيا، تنخفض أسعار هذه الأسهم وبالتالي القيمة السوقية تبقى ثابتة قبل وبعد الاشتقاق.

## 1-4-4-2 التعديل في حالة رفع رأس المال:

أ- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس السعر:

عندما يتقرر رفع رأس المال، تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية، ويصبح من الضروري هنا أيضا إدخال تعديلات على حساب قيمة المؤشر لاستبعاد تلك الآثار وذلك - كما ذكرنا سابقا - بتغيير قيمة المقسوم عليه.

ب- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية:

يتم تعديل هذا النوع من المؤشرات بتغيير القيمة السوقية لسنة الأساس، وذلك على النحو التالي:

$$\text{قيمة الأساس الجديدة} = \frac{\text{القيمة السوقية بعد رفع رأس المال}}{\text{قيمة الأساس القديمة}} \quad (3)$$

القيمة السوقية قبل رفع رأس المال

(1) Qu'est - ce qu'un indice ? [www.finance.wat.ch](http://www.finance.wat.ch), pp. 3-6.

(2) محمد صالح الخناوي، حلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص. 271.

(3) Qu'est - ce qu'un indice boursier? 03/12/2002. [www.leleux.be](http://www.leleux.be)



### 1-4-4-3 التعديل في حالات أخرى:

يمكن إدخال تعديلات على المؤشرات في حالات أخرى عديدة نذكر، منها: حالة توزيع الأرباح، حالة إدخال قيم جديدة في تكوين المؤشر، حالة إلغاء قيم مكونة للمؤشر (إذا كان هناك إفلاس للشركة أو غيره... الخ) فمثلا بالنسبة لحالة توزيع الأرباح، فالمعروف أن هذه التوزيعات سوف تؤثر على أسعار الأسهم المعنية، وبالتالي ينبغي تعديل المؤشر المرتبط بهذه الأسهم وفقا للصيغة التالية:

$$IR_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} * Q_{it} + D_i)}{\sum_{i=1}^n (P_{i0} * Q_{i0})} * I_0 \quad (1)$$

حيث:  $D_i$ : إجمالي الأرباح الموزعة لكل سهم.

$IR_t$ : مؤشر المردودية الإجمالية في اللحظة  $t$ .

### 1-4-5 المؤشرات المشهورة: (2)

#### 1-5-4-1 مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة DJIA:

هو من أقدم وأهم المؤشرات على المستوى العالمي. وتمت تسميته-نسبة إلى صحافيين أمريكيين كانا يهتمان بعالم المال والأعمال وهما: Edward Jones et Charles Henri Dow، اللذان قاما بإنشاء وكالة صحفية سميت "شركة داو جونز وشركائه" وهي المسؤولة على تسيير حساب هذا المؤشر يوميا. أما تاريخيا، فيرجع نشر هذا المؤشر لأول مرة إلى عام 1884 حيث شمل وقتها 11 شركة صناعية أمريكية. ثم ظل حجم العينة المكونة لهذا المؤشر يكبر شيئا فشيئا إلى أن وصل إلى 30 شركة [انظر الملحق رقم 1]، وكان ذلك سنة 1928 ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير هذا العدد.

خصائص هذا المؤشر:

|                     |                 |                           |
|---------------------|-----------------|---------------------------|
| عدد لا يتغير        | 30              | حجم العينة المكونة للمؤشر |
| التوقيت المحلي      | 16:30 - 9:30    | أوقات النشر اليومية       |
| -                   | في الوقت الفعلي | حساب المؤشر               |
| يحسب على أساس السعر | ليست له قيمة    | قيمه في سنة الأساس        |

(1) Société de Gestion de la Bourse des valeurs, op cit, p. 25.

(2) Exemples d'indices boursiers? [www.finance.wat.ch](http://www.finance.wat.ch).

يُحذر الإشارة أنه بالموازاة، تم بناء مؤشرات أخرى لداو جونز وهي مؤشر داو جونز للنقل (DJTA) وهو مؤشر يشمل شركات النقل. ونجد أيضا مؤشر داو جونز للخدمات (DJUA) وهو يمثل قطاع الخدمات.

#### 1-4-5-2 مؤشر الكاك CAC 40:

ترجع تسمية هذا المؤشر لنظام التداول لبورصة باريس الذي يحمل نفس الاسم. ويشمل هذا المؤشر 40 سهما مختارا من بين أكبر الشركات في فرنسا سواء كانت فرنسية أو أجنبية [أنظر الملحق رقم 2]، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

خصائص هذا المؤشر:

| الأسواق المشتقة           | نعم             | MONEP <sup>(1)</sup> + MATIF <sup>(2)</sup> |
|---------------------------|-----------------|---------------------------------------------|
| حجم العينة المكونة للمؤشر | 40              | عدد لا يتغير                                |
| أوقات النشر اليومية       | 17:00 – 10:00   | التوقيت المحلي                              |
| حساب المؤشر               | في الوقت الفعلي | -                                           |
| قيمة الأساس               | 1000 نقطة       | حددت في 1987/12/31                          |

#### 1-4-5-3 مؤشر داكس DAX:

يعتبر هذا اللفظ اختصارا للعبارة Deutscher Aktien Index. ويشمل 30 شركة ألمانية تتداول في بورصة فرانكفورت [أنظر الملحق رقم 3]، تم اختيار الأسهم على أساس القيمة السوقية وعلى أساس ما تحققه الشركات من أرباح في البورصة. ومن بين كل المؤشرات المعروفة، يعتبر هذا المؤشر الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة من طرف الشركات.

خصائص هذا المؤشر:

| الأسواق المشتقة           | نعم           | DTB                |
|---------------------------|---------------|--------------------|
| حجم العينة المكونة للمؤشر | 30            | عدد لا يتغير       |
| أوقات النشر اليومية       | 13:30 – 10:30 | التوقيت المحلي     |
| حساب المؤشر               | كل دقيقة      | -                  |
| قيمة الأساس               | 1000 نقطة     | حددت في 1989/01/01 |

<sup>(1)</sup> MONEP = Marché des Options Négociables de Paris.

<sup>(2)</sup> MATIF = Marché A Terme International De France.

## 1-4-5-4 مؤشر فوتسي FT-SE100:

وهو من المؤشرات الأكثر استعمالاً للتعرف على حالة سوق رؤوس الأموال البريطانية واللفظة العامة فوتسي تعتبر اختصاراً للعبارة Financial Times-Stock Exchange. ويشمل هذا المؤشر 100 أهم سهم شركة بريطانية [انظر الملحق رقم 4]، ويتم حسابه على أساس القيمة السوقية.

**خصائص هذا المؤشر:**

|                           |                 |                    |
|---------------------------|-----------------|--------------------|
| حجم العينة المكونة للمؤشر | 100             | عدد لا يتغير       |
| أوقات النشر اليومية       | 16:30 – 08:00   | التوقيت المحلي     |
| حساب المؤشر               | في الوقت الفعلي | -                  |
| قيمة الأساس               | 1000 نقطة       | حددت في 1984/01/01 |

## 1-4-5-5 مؤشر نيكاي NIKKEI:

تسميته هي اختصاراً للعبارة Nikon Keizai Shimbun وهي وكالة معلوماتية مسؤولة على تسيير ونشر هذا المؤشر. ويشمل هذا الأخير 225 شركة يتم تداول أسهمها في بورصة طوكيو [انظر الملحق رقم 5] أما بالنسبة لطريقة حسابه فهي نفسها بالنسبة لمؤشر داو جونز.

**خصائص هذا المؤشر:**

|                           |                          |                      |
|---------------------------|--------------------------|----------------------|
| حجم العينة المكونة للمؤشر | 225                      | عدد لا يتغير         |
| أوقات النشر اليومية       | 15:00-13:00/11:00- 09:00 | التوقيت المحلي       |
| حساب المؤشر               | كل دقيقة                 | -                    |
| قيمة الأساس               | ليس له أساس              | يُحسب على أساس السعر |

هناك عدة مؤشرات يابانية معروفة على الساحة المالية نذكر من أهمها مؤشر Osaka Nikkei 225 والذي يعكس حالة بورصة أوزاكا كما تم وضع مؤشر جديد في أكتوبر 1993 وهو مؤشر Nikkei 300 والذي يُحسب على أساس القيمة السوقية.

بالإضافة إلى هذه المؤشرات نجد مؤشرات أخرى لا تقل أهمية على المستوى العالمي أو المحلي من بينها: Nasdaq، Standard and Poor's، Hang Sang، Starts Times.... الخ.

## خلاصة الفصل الأول:

أصبح موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزويد من معدلات النمو. وتمثل السوق المالية مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسات معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة طويلة الأجل عن طريق الوسطاء الماليين. كما تتمثل أهميتها في الاقتصاد الوطني في:

- حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها للاستثمار في القطاعات الاقتصادية المنتجة.
- توفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية وخاصة الكبيرة منها.
- إيجاد قنوات اتصال بين المدخرين والمستثمرين تسهل انسياب حركة رؤوس الأموال بينهم.
- توفير فرص استثمارية خاصة لصغار المدخرين.
- توفير العدالة في التسعير للأوراق المالية.
- حماية المتعاملين بالأوراق المالية.

ومن هنا تضم سوق العمليات المالية العديد من الأسواق التي يتم التمييز فيما بينها وفق العديد من المعايير. فهي سوق لها وجهان الأول: السوق الأولية (سوق الإصدارات) والثاني: السوق الثانوية (سوق التداول)... والسوق المالية إما أن تكون منظمة أو غير منظمة، فإذا كانت منظمة فهي أكبر الشركات وبالتالي أقل خطرا. كما تقسم حسب المجال الجغرافي المغطى إلى أسواق مالية دولية، وأسواق مالية إقليمية، وأسواق مالية محلية. ومهما اختلفت تقسيمات الأسواق المالية وتنوعت، وسواء كانت هذه الأسواق محلية أو إقليمية أو حتى دولية. فهي على اختلاف أنواعها تكتسب أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمر، والمؤسسة، والاقتصاد الوطني وحتى العالمي ناجمة عن الدور الذي تؤديه هذه الأسواق في تجميع الادخار وتوفير السيولة للمنتوجات المالية، إضافة إلى العديد من الأهداف الاقتصادية الأخرى.

تمثل الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال الأداة الرئيسية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، إذ تلجأ إليها المؤسسات لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها. وتمثل الأوراق المالية مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر. وتختلف أصناف هذه الأوراق باختلاف الأسواق التي تتداول فيها. حيث يتداول في الأسواق المالية الدولية أصول بنكية وأصول غير بنكية. فالأصول البنكية تعكس التمويل الدولي بواسطة بنكية. أما الأصول غير البنكية فتتميز أساسا بأنها أصول طويلة الأجل وتتكون من أربع مجموعات رئيسية هي: السندات الدولية obligations internationales القسيمة الأوربية euro-notes الأوراق التجارية الأوربية euro-effets الأسهم الدولية actions internationales.



وتستعمل مؤشرات البورصة لقياس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم يتم اختيارها بطريقة تعكس حالة السوق. ولمؤشرات البورصة، فضلا عن كونها أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية. وفي طليعة تلك الاستخدامات إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر والحكم على مستوى أداء مديري المحافظ المالية. كما تستخدم المؤشرات لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

## الفصل الثاني

# عولمة الأسواق المالية

- 1- التغيرات الهيكلية في الأسواق المالية
- 2- العولمة المالية
- 3- ترابط الأسواق المالية.... الآلية والأهداف
- 4- الصدمات الخارجية وعدوى الأزمات المالية

## الفصل الثاني: عولمة الأسواق المالية

يشهد العالم الكثير من الأحداث والتغيرات على الساحة الاقتصادية التي تشكل في مجملها عالم جديد يتسم بالتحول الجوهري نحو الأخذ بأسباب الاقتصاد الحر وآلياته، والتوجه نحو التجمعات والتكتلات الاقتصادية الدولية والإقليمية، والمؤسسات العملاقة متعددة الجنسيات، والاندماجات بين الوحدات الاقتصادية، والأسواق المالية الكبيرة في ظل تقدم تكنولوجي مستمر، وثورة معلومات متطورة... حيث تشير التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي إلى تزايد ظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل ويتمثل ذلك في زيادة حجم ونوع معاملات السلع والخدمات العابرة للحدود، بالإضافة إلى تعاظم التدفقات الرأسمالية الدولية مع سرعة انتشار التكنولوجيا.

كل هذه العوامل ساعدت على ميلاد نظام جديد يتميز بالتحريك المالي وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال وبروز ظاهرة العولمة بما تحمله من خصائص وسمات اقتصادية مثل تحرير الأسواق والخصخصة، وتراجع دور الدولة الاقتصادي واندماج الأسواق المالية الدولية، وهو ما كان سببا في توسع الأسواق وزيادة المنافسة والإبداع، حيث أصبحت القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم تترتب عليها نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم الأخرى.

لذا تعد العولمة نتاج طبيعي لحمل التغيرات التي حدثت في العالم خلال العقود الأخيرة من القرن العشرين والمتمثلة في توسع الاقتصاديات الرأسمالية وازدياد فاعلية آليات السوق ومؤسساتها واندماجها مع بعضها البعض، بحيث أصبحت حقيقة موضوعية قائمة لا يمكن التغلغل من أهمية تأثيراتها الحالية والمتوقعة على مستقبل الأسواق المالية الوطنية. ولقد ساهم في تجلي ورسوخ هذه الظاهرة، مجموعة من العوامل كالقيد التكنولوجي وما نجم عنه من سرعة وانخفاض في تكلفة النقل والاتصالات، كما كان النمو السريع الذي عرفته الأسواق المالية العالمية، وكذا عولمة الأنشطة المشتركة في كل من التصنيع والخدمات، مع النمو المتسارع للاستثمار الأجنبي المباشر، وزيادة دور الشركات المتعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي دورا هاما في إبراز ظاهرة العولمة.

والعولمة ليست حركة محددة بإطار وطني أو قومي أو نظاما يمكن حصره ضمن حدود جغرافية أو أنظمة سياسية، حيث أن حركة رأس المال وحركة التجارة الدولية أصبحت تتم وفق معايير دولية ليس لها أرض أو وطن محدد، ومن أمثلة ذلك تطور الأسواق المالية بحيث أصبحت تلك الأسواق غير مقتصرة على دولة دون غيرها بل أصبح في مقدور أي مستثمر في أية دولة الاستثمار في دولة أخرى دون أي عقبات أو صعوبات. فبعد انتشار ثورة

الاتصالات الحديثة وشبكات الانترنت العالمية، لم تبقى الأسواق المالية وسيلة لتعبئة المدخرات وتوفير فرص التمويل ومنح الائتمان فحسب بل أصبحت أداة لدمج اقتصاديات دول العالم المختلفة في الاقتصاد الرأسمالي الكوني.

ولقد ارتبط تطور العولمة المالية بالتغيرات الرئيسية التي حصلت في الهياكل المالية في العالم<sup>(1)</sup>. ويعتبر انهيار نظام بروتن وودز التغير الهيكلي الأول ونقطة التحول الأولى نحو العولمة، كما تعتبر أزمة الدين الخارجي التي انتشرت آثارها في الأسواق المالية عام 1982 نقطة التحول الثانية في نفس الاتجاه. وتوضح الإحصائيات حول التدفقات الرأسمالية بوضوح التوجه نحو العولمة المالية، إضافة إلى رفع القيود عن القطاعات المالية، وتحرير التعامل في الأسواق المالية الدولية، والابتكارات السريعة في أساليب العمل المصرفي وأدوات الاستثمار المالي وتزايد الارتباط بين الأسواق المالية.

(1) يرجع الفكر الاشتراكي بداية العولمة المالية إلى مرحلة تدويل رأس المال المالي كأهم مرحلة للتطور الرأسمالي. وهو عبارة عن رأس المال النقدي الذي يكون في حوزة البنوك ويستخدمه رجال الصناعة. ويرى Bukharin في كتابه "الاقتصاد العالمي والإمبريالية" الذي نشر سنة 1915 أن السوق العالمية للسلع تكونت على قاعدة التخصص وتقسيم العمل الاجتماعي بحيث انقسم العالم إلى بلدان صناعية وبلدان زراعية. أما السوق العالمية لرؤوس الأموال التي تكونت كنتيجة حتمية لتكوين السوق العالمية للسلع، فقد قامت على أساس تدويل رأس المال المصرفي الذي يتحول إلى رأس مال صناعي بواسطة تمويله للشركات الصناعية، وهو بهذا الشكل يكون نوعا خاصا من رأس المال المالي، ولكن على صعيد عالمي.

[ Grau, P; Mondialisation financière: stade suprême du capitalisme, [www.c3ed.uvs.fr](http://www.c3ed.uvs.fr) ]



## 2-1 التغيرات الهيكلية في الأسواق المالية:

أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في الأسواق المالية إلى زيادة التطورات على نحو أسرع وأوسع، والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات تجارية، وربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة من العالم. وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية بسرعة تفوق كثيراً معدل نمو الدخل القومي في البلدان الصناعية الرئيسية. كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية. وأدت التطورات في تكنولوجيا الاتصالات إلى زيادة التكامل العالمي للأسواق المالية، وأصبح الاقتصاد العالمي محصوراً في رقعة صغيرة.

ويعيش العالم الآن مرحلة جديدة من التطور التكنولوجي امتزجت فيها نتائج وخلاصات ثلاث

ثورات:<sup>(1)</sup>

- 1- ثورة المعلومات أو ذلك الانفجار المعرفي الضخم المتمثل في الكم الهائل من المعرفة في أشكال تخصصات ولغات عديدة، والتي أمكن السيطرة عليها والاستفادة منها بواسطة تكنولوجيا المعلومات.
- 2- ثورة وسائل الاتصال المتمثلة في تكنولوجيا الاتصال الحديثة التي بدأت بالاتصالات السلكية واللاسلكية مروراً بالتلفزيون والنصوص المتلفزة وانتهت الآن بالأقمار الصناعية والألياف البصرية والانترنت.
- 3- ثورة الحاسبات الإلكترونية التي توغلت في كل نواحي الحياة وامتزجت بكل وسائل الاتصال واندجت معها. وفي هذا الصدد يلاحظ أن ثورة تكنولوجيا الاتصال قد سارت بالتوازي مع ثورة تكنولوجيا المعلومات، التي كانت نتيجة لتفجر المعلومات وتضاعف الإنتاج الفكري في مختلف المجالات، وظهور الحاجة إلى تحقيق أقصى سيطرة ممكنة على فيض المعلومات المتدفق وإتاحته للمهتمين ومتخذي القرارات في أسرع وقت وبأقل جهد، عن طريق استحداث أساليب جديدة في تنظيم المعلومات تعتمد بالدرجة الأولى على الكمبيوتر واستخدام التكنولوجيا الاتصالية لمساندة مؤسسات المعلومات ودفع خدماتها لتصل عبر القارات.

## 2-1-1 أثر العولمة على الأسواق المالية:

استفادت الأسواق المالية هي الأخرى من التطورات التكنولوجية العالمية، بما شهدته من تحديث وتوسيع لأنشطتها. ويتمثل تأثير العولمة بما حملته من تطورات في تكنولوجيا الاتصالات على الأسواق المالية في:<sup>(2)</sup>

- ♦ الاتجاه نحو تحرير الأسواق المالية لتحقيق كفاءة أكبر في الأسواق المالية المحلية وزيادة فرص وصول المؤسسات إلى مصادر التمويل الدولية. وأهم تدابير التحرير هي تعويم أسعار الصرف وتخفيف القيود على

(1) محي محمد مسعد، ظاهر العولمة: الأوهام والحقائق، مكتبة الإشعاع الفنية، 2003، ص. 24.

(2) Abdel Shahid, Sh; The impact of globalization on capital markets: the Egyptian case, 2002, [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com), pp. 2-8.

- وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية، وعلى قدرتهم على الافتراض بالعملة الوطنية، مما زاد من تكامل الأسواق المالية المحلية والأجنبية.
- ♦ تخفيض تكاليف بعض العمليات نتيجة استعمال الابتكارات التقنية مثل شبكات الاتصال. وتمثل شبكة الإنترنت الأمريكية جوهر هذه الابتكارات حيث تقوم بتخزين معلومات واردة من 21 ألف شبكة معلومات بشكل منظم ومنسق يسهل عملية استرجاعها بواسطة أي مستخدم، وذلك من خلال الحاسبات الإلكترونية، ثم تقوم بعد ذلك بواسطة تقنيات الاتصال المتطورة التي توظف التلفون والأقمار الصناعية في توصيلها إلى 33 مليون مشترك في جميع أنحاء العالم<sup>(1)</sup>.
  - ♦ عولة أسواق الأسهم، واتجاه العديد من الدول إلى إعادة تشكيل وتغيير بورصاتها من منظمة غير ربحية مملوكة من قبل أعضائها إلى شركة مساهمة تهدف إلى تحقيق ربحية، وأسهم هذه البورصة يمكن أن توزع بين الأعضاء والمؤسسات المالية وحتى الجمهور. مما يسمح بتزويد إدارة البورصة برأس المال اللازم لتسييرها، والتقليل من التكاليف وتقديم خدمة أفضل للمستثمرين.
  - ♦ اتجاه العديد من الأسواق المالية نحو التحالف والاندماج لتشكيل سوق قادرة على مواجهة المنافسة المتزايدة. ومن أمثلة هذه التحالفات ما يحاول نازداك القيام به من زيادة تحالفاته العالمية مثل: نازداك اليابان، نازداك هونغ كونغ، نازداك سنغافورة، نازداك أستراليا... الخ. بالإضافة إلى تشكيل La bourse de valeurs à revenu variable globale (GEMME) سنة 2000 والتي تضم بورصة نيويورك، طوكيو، البورصة الأسترالية وبورصة باريس، بروكسيل، أمستردام، تورنتو، هونغ كونغ، المكسيك وساو باولو<sup>(2)</sup>.
  - ♦ الحاجة لجمع رأسمال، وأيضاً الرغبة في الحصول على تكلفة أقل وزيادة قاعدة المساهمين، دفعت بالشركات إلى طرق أبواب الأسواق العالمية، للحصول على تمويل من المدخرات العالمية.
  - ♦ سيطرة المؤسسات المالية مثل شركات المضاربة، صناديق المعاشات، شركات التأمين... الخ على الأسواق. حيث تدير هذه المؤسسات العملاقة اليوم، مبالغ كبيرة من المال تحركها باستمرار من سوق لأخر.
  - ♦ ساعد التطور في تكنولوجيا الاتصال السلكية واللاسلكية التجار والمستثمرين من كل أنحاء العالم على تنفيذ أوامر فورية في أسواق أجنبية.
  - ♦ الحصول على معلومات واقعية تسمح للمستثمرين بمتابعة الأسواق المالية وتقييم أثر المعلومة على ربحية استثماراتهم.

(1) Siroën, J-m; op cit, p. 51.

(2) Abdel Shahid, Sh; op cit, pp. 5-6.

- ♦ سمحت التكنولوجيات المتطورة للحسابات باستخدام أساليب جديدة للتغطية الآجلة ضد المخاطر، ومن بينها الخيارات، والعمليات الآجلة، وأتاحت فرص الموازنة استنادا إلى المعاملات التي ينفذها الحاسب الإلكتروني. وقد سمح تحسين فرص التغطية في الأسواق بتحمل تقلبات أسعار أكبر مع المحافظة على حجم السيولة وحجم الوساطة.
- ♦ بسبب كبر حجم الاستثمار بالأسواق وقطاع الخدمات المالية، أصبحت رؤوس الأموال تنتقل بدرجة كبيرة عبر الحدود الوطنية.
- ♦ ظهور مبادرات تنظيمية دولية تستهدف توحيد المحاسبة ومطالب الإفصاح المحاسبي والمعلوماتي عبر الأسواق العالمية، مما يتيح الحصول على معلومات حقيقية عن المراكز المالية للشركات.
- ♦ استحداث قوانين وقواعد تنظيمية ورقابية تهدف إلى حماية المستثمر من الممارسات غير الشرعية في الأسواق المالية.

## 2-1-2 تأثير تكنولوجيا الاتصالات على الأسواق المالية:

لقد سمح التطور التكنولوجي للمنافسين الجدد باقتراح أنظمة تداول بديلة في الأسواق المالية، هذه الأنظمة هي نوعا ما الشكل الذي تعكسه التجارة الإلكترونية<sup>(1)</sup> في السوق المالية. لقد تمكنت شبكات الاتصال الإلكترونية (ECNs) خلال سنوات قليلة من الاستحواذ على قسم هام من السوق في أنشطة كانت تحتكرها البورصات خلال النصف الأول من سنوات التسعينيات.

وتوفر هذه التكنولوجيات الجديدة للمستثمر المعلومات الضرورية بطريقة مباشرة وفورية، كما غيرت كليا مجمل سير تداول الأوراق المالية وأدت إلى ظهور منافذ جديدة للتسويق وتشكيلات مبتكرة للأدوات المالية. هذه التغيرات تثبت أن مجموعة الخدمات المالية المدفوعة بالابتكارات التكنولوجية تمثل أحد المجالات التي تعولم بسرعة.

وتمر الأسواق المالية حاليا بمرحلة اندماج على المستوى الدولي، مما يوفر إمكانيات لم تكن متاحة من قبل. وفي هذه السوق الجديدة، يمكن للشركات والمؤسسات الباحثة عن التمويل الاستفادة من المدخرات العالمية لتمويل استثماراتهم. أما المستثمرون والمدخرون فيمكنهم تنويع أصولهم والاستفادة من طرق جديدة في تسيير المخاطر. وتتمثل أهم تأثيرات تكنولوجيا الاتصالات على الأسواق المالية في ظهور:<sup>(2)</sup>

(1) تجارة الإلكترونية تعني ممارسة البيع والشراء عبر شبكة الإنترنت ولا تقتصر العملية على السلع التجارية بل إن التجارة الإلكترونية تشمل الخدمات والمعلومات المختلفة وعادة ما يكون الدفع بواسطة البطاقات الائتمانية وقد يكون بواسطة شيك مصرفي أو نقدا في أحيانا كثيرة [بسام نور، أساسيات التجارة الإلكترونية، 2002، [www.c4arab.com](http://www.c4arab.com)]

(2) Crepin, C; l'impact des technologies des communications sur les marchés financiers – les enjeux de la commission des valeurs mobilières du Québec, mars 2000, [www.cvmq.com](http://www.cvmq.com), pp. 6-16.



## 2-1-2-1 السمسرة الإلكترونية:

السمسرة الإلكترونية هي أفضل تمثيل لأثر الانترنت على عمل الأسواق المالية. وتوفر للمستثمر إمكانية التداول والتفاوض على أوراقه المالية في الأسواق المتواجدة في مختلف أنحاء العالم، من على شاشة الكمبيوتر وانطلاقاً من منزله. هذه السهولة في التداول، مضافاً إليها سوقاً للأوراق المالية ذات التكنولوجيا العالية، قد شكلت شغفاً حقيقياً للمدخرين فيما يخص القيم المتداولة في السوق المالية.

## 2-2-1-2 المضاربة اليومية:

شجعت التكنولوجيات الحديثة تنمية نشاط آخر في السوق المالية، وهو ما يعرف بالمضاربة اليومية أو "day trading". وهو نشاط تداول يسمح للمستثمرين بإجراء عمليات بيع و شراء من أجل تحقيق أرباح سريعة ناجمة عن عدم الاستقرار اليومي لأسعار بعض الأوراق المالية. هذا النشاط يستدعي تعاملات كثيرة، سهولة كبيرة وكذلك الإلمام بتقنيات السمسرة الإلكترونية وتكوين تكنولوجي متخصص.

## 2-2-1-3 أنظمة التداول البديلة:

هي نظم تداول إلكترونية خارج البورصة تسمح بالمعالجة والمزاوجة الإلكترونية لأوامر الشراء والبيع حسب قواعد وضعت مسبقاً. وتستعمل حصيصاً من قبل المستثمرين التأسيسيين. ظهرت أنظمة التداول البديلة (SNA) في الـ 9 سنوات تقريباً أي في سنة 1995. وخلال مدة قصيرة استطاعت أن تستحوذ على حصة سوقية تقدر بـ 35% من أوامر التعامل على القيم المتداولة في نازداك، وحوالي 10% من أوامر بورصة نيويورك. وأكثر هذه الشبكات شهرة Instinet (التي تديرها رويترز)، Island، Trade Book (والتي تديرها Bloomberg)، Archipelago/Terra Nova، Nesetrade هذا بالإضافة إلى بعض الشبكات صغيرة الحجم.

ولم تقف هذه الشبكات عند هذا الحد، بل اتجهت بعضها إلى التحول إلى بورصات إلكترونية، فقد قدمت شبكة ile طلباً للجنة الأوراق المالية والتداول (SEC) من أجل تسجيلها كبورصة. وتقدمت Tradepoint و Jiway بنفس الطلب في المملكة المتحدة. وبالتالي أصبحت شبكات الاتصال الإلكترونية تهدد البورصات الراسخة بما توفره من تنفيذ أفضل للأوامر، وصفقات أرخص وبفعالية أكثر، مما يعزز الاتجاه نحو تقليل عدد البورصات التقليدية. وبالفعل أعلنت SNA Archipelago و Pacific Exchanges في منتصف مارس 2000 عن نيتهن في تشكيل البورصة الإلكترونية الأولى في الـ م.أ.

وتجدر الإشارة إلى أنه رغم ما توفره الابتكارات التكنولوجية من إمكانيات وطرق تعامل ومتدخلين جدد في السوق، في نفس الوقت تحدث تقلبات كبيرة في السوق المالية. مما يفرض على هذه الأخيرة مواجهة تحدي استيعاب هذه الابتكارات من خلال تأطير فعال للسوق يسمح بحماية المستثمرين.



## 2-1-3 المراكز المالية الدولية:

عند التطرق إلى ترابط الأسواق المالية على المستوى العالمي لابد من التذكير ببعض المراكز المالية التي أصبحت معالم بارزة على صعيد المال وأهمها: وول ستريت، نيويورك، لندن، وزيورخ، وأيضاً بعض الدول الصغيرة التي تسمى أحياناً " Exotiques " وأهمها جزر البهاما، سنغافورة، هونغ كونغ، باناما، البحرين، لوكسمبورغ. ويعرف المركز المالي بأنه: " مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه " <sup>(1)</sup>. وبالتالي فهو يمثل المكان الذي تنفذ فيه العقود والمعاملات المالية والتحاويل مع الخارج حول رؤوس الأموال، سواء كانت مصادر هذه الأموال محلية أو أجنبية.

ومن الفرضيات الأساسية للمركز المالي أن تكون المعاملات المالية بكافة أنواعها (عقود، تحاويل، عمليات بورصة....) قابلة للتداول وبكافة العملات ( إما بعملة البلد أو بعملات أساسية أخرى )، وذلك عبر المؤسسات المالية المختصة التي تعمل ضمن هذه السوق ( محلية أو أجنبية )، إضافة إلى البورصات العاملة في هذا المركز المالي.

## 2-1-3-1 شروط المركز المالي الدولي:

من خلال التعريف السابق يمكن تحديد مجموعة من الشروط الواجب توافرها في أي مركز مالي حتى يتحول إلى مركز مالي دولي، ومن هذه الشروط: <sup>(2)</sup>

❖ طبيعة النظم السياسية والاقتصادية والتي تلعب دوراً مهماً في المساعدة على تطوير المراكز المالية لتصبح عالمية. واعتماداً على فرضية أن أي مستثمر عقلائي يبحث عن المردودية الأعلى مع حد أدنى من المخاطرة، فمن الطبيعي جداً أن هذا المستثمر سوف يتعد عن الأماكن التي تحتوي على نسبة عالية من المخاطر على أنواعها، سواء كان خطر مالي مرتبط بخطر السهم أو السند الخاص بالشركة، أو خطر القطاع الاقتصادي الذي تعمل ضمنه الشركة، أو خطر السوق المالية بشكل عام، أو تعلق الأمر بخطر سياسي ناتج عن طبيعة الأنظمة السياسية التي قد لا تسمح بضمان استمرارية أي مشروع استثماري بغض النظر عن طبيعته، إضافة إلى خطر التغيرات السياسية العديدة مثل: الانقلابات، الثورات... الخ. هذا بالإضافة إلى الخطر الاقتصادي: حيث أن بعض الأنظمة تفرض رقابة صارمة على العمليات المالية بكافة أنواعها، كأن تفرض هذه الدول رقابة وتدخل مباشرة في عمليات القطع، ومنع تحويل الأموال إلى الخارج إلا في حدود وظروف معينة،

(1) ناجي جمال، مرجع سابق، ص. 21.

(2) العديد من المصادر أهمها:

- المرجع السابق، ص ص. 22-24.

- la place financière suisse face à la concurrence internationale, [www.eda.admin.ch](http://www.eda.admin.ch), pp.9-11.

تدخل الدول مباشرة في بعض العمليات التجارية ومنعها على القطاع الخاص مما يعيق تداول العديد من العمليات والأدوات المالية.

لذلك فإن أي مركز مالي دولي يجب أن يتكون أو أن يكون محاطا بجو اقتصادي وسياسي وتشريعي يتناسب مع العمليات المصرفية والمالية الدولية، كحرية القطع والتحويل، والتعامل بالأوراق المالية كافة، مما يعني أن تطور المركز المالي يتطلب محيط حر يسمح بتنوع كبير في القروض والمنتجات المالية المعروفة.

❖ توفر ميزة نسبية في التكلفة في المركز المالي وذلك بتوفير مكثف لشبكات البنوك والمؤسسات والبورصات وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات المالية المساعدة. كما يعتمد نجاح المركز المالي على خلوه من التدخل الحكومي بفرض الضرائب وفرض الاحتياطات على البنوك وتحديد معدلات العائد، مما يحد من هامش ربح مختلف المؤسسات.

❖ إن أي مركز مالي يجب أن يوفر للمستثمرين وللمؤسسات المالية ولكافة المتعاملين في هذا السوق كافة الوسائل المساعدة على تلقي المعلومات بشفافية مطلقة، وذلك حول وضعية الشركات العاملة، مما يسمح باتخاذ القرار الاستثماري والتمويلي بناء على كم هائل من المعلومات. ولتسهيل عمل متعاملي الأسواق المالية، يجب أن يحتوي المركز المالي على بنية تحتية لوجستية خاصة فيما يتعلق بوسائل الاتصال، ونظام المكننة الآلية، والتقنية على صعيد الخبراء والكادر المهني المختص.

❖ بالإضافة إلى الشروط السابقة هناك بعض المؤهلات الأخرى المساعدة على تطوير المركز المالي منها:

- أسواق مالية مستقرة ومفتوحة على العالم الخارجي وبلا قيود على جميع أنواع العمليات المصرفية الدولية.
- يد عاملة متخصصة تمتلك تكوين وكفاءة عالية تمكنها من التجاوب مع متطلبات العمل في هذه الأسواق، ومع كافة الخدمات المطلوبة.

- السرية والكتمان في التعاملات مع الزبائن والحفاظ على أسرارهم.

- سياسات نقدية ومالية تركز على الاستقرار.

- تعدد اللغات.

## 2-1-3-2 أنواع المراكز المالية الدولية:

تتركز الأسواق المالية العالمية في بلدان معينة تعرف بالمراكز المالية الدولية، أهمها نيويورك، لندن وطوكيو. وتختلف هذه المراكز في حجم ونوع عملياتها خاصة بالنسبة إلى مصادر واستخدامات الأموال وقد فرق البعض بين أربعة أنواع من المراكز الموضحة في الجدول رقم (2-1).

## جدول رقم (2-1): أنواع المراكز المالية الدولية

| النوع      | مصادر الأموال | استخدامات الأموال | أمثلة             |
|------------|---------------|-------------------|-------------------|
| مركز رئيسي | عالميا        | عالميا            | لندن ، نيويورك    |
| مركز حجز   | خارج المركز   | خارج المركز       | ناسو، جزر القيمان |
| مركز تمويل | خارج المركز   | داخل المركز       | سنغافورة، بنما    |
| مركز تجميع | داخليا        | خارج المركز       | البحرين           |

المصدر: أحمد عبد الرحمن، مرجع سابق، ص. 243.

يخدم المركز الرئيسي جميع أنحاء العالم وهو بذلك مركز عالمي، كون أن المصادر والاستخدامات تكون عالمية، أما مركز الحجز فهو مركز صوري به مجرد مكتب قد يكون خاليا أغلب العام وتستخدمه البنوك لقوانين المركز المتساهلة حيث أن كلا من المصادر والاستخدامات خارجية ولذا ليس من الضروري أن تكون البنى الهيكلية في المركز متطورة. بين هذين النقيضين نجد مركز التمويل ذا المصادر الخارجية لكن استخداماتها داخلية وأخيرا هناك مراكز التجميع التي هي على العكس من مراكز التمويل، حيث هنا المصادر داخلية والاستخدام خارجي.

وعلى العموم تعرف المراكز التي تكون فيها المصادر والاستخدامات خارج البلد بمراكز "الأوفشور" off-shore وهي تقدم خدمات لغير المقيمين وتفصل ما بين معاملاتها المحلية والدولية مثل مراكز البهاما. ورغم عدم وجود تعريف محدد لمراكز الأوفشور إلا أنها تشترك في الخصائص التالية:<sup>(1)</sup>

- الاستقرار السياسي ووجود مجموعات مالية كفؤة ووسائل اتصال جيدة وخدمات مساعدة سريعة.
- فرض ضرائب منخفضة جدا أو معدومة، ودرجة عالية للسرية في التعاملات.
- مناخ يحمي المستثمرين والمودعين من التدخل الحكومي بما في ذلك تشريعات قانونية مرنة، ومراقبة مالية غير كافية، نقص أجهزة محاربة تبييض الأموال، ونقص الشفافية والتعاون الدولي.
- وأخيرا، خدمة موجهة أساسا للزبائن الأجانب.

## 3-3-1-2 دور المركز المالي الدولي:

انطلاقا من تعريف المركز المالي الدولي على أنه مكان التقاء التدفقات النقدية والمالية العالمية والتي يعاد توزيعها على العالم بواسطة المؤسسات المالية المحلية والأجنبية المتمركزة في نقطة الالتقاء هذه يمكن تحديد ثلاثة

<sup>(1)</sup> la place financière suisse face à la concurrence internationale, op cit, p. 12.

أدوار رئيسية والتي يمكن للمركز المالي أن يقوم بأحدها تبعا للوجهة التي يتخصص بها والمحددة بتوجيهات عامة إستراتيجية للمؤسسات المالية الكبيرة العاملة في هذا المركز. وتتمثل هذه الأدوار في: <sup>(1)</sup>

#### أ- تصدير رؤوس الأموال:

هذا الدور يعني أن المركز المالي يعتمد بشكل أساسي على تجميع المدخرات والودائع من المقيمين وغير المقيمين، ومن ثم يتم إقراضها للمؤسسات والشركات أو الدول التي تكون بحاجة للتمويل.

#### ب- الحلقة الدائرية:

إن هذا الدور للمركز المالي يختص بتحويلات ثلاثية الأطراف ما بين مقرض ومقرض أجنيين، ولكن العملية تتم عبر مؤسسات مالية متركزة في المركز المالي لبلد ثالث. لكن من الممكن أيضا أن توظف الأموال الواردة إلى المركز المالي داخل البلد حيث المركز المالي، الذي قد يلعب دور المصدر فقط لرؤوس الأموال، مثل: مراكز سنغافورة وهونغ كونغ، التي تقوم بتصدير أموال آسيا نحو أوروبا وأمريكا الشمالية، وبالمقابل قد تقوم باستيراد لرؤوس الأموال فقط.

ويمكن اختصار هذا الدور بأن العمليات المالية تنتج أساسا عن التحويلات ما بين المصارف وغير المصارف لتمويل نشاطات إنتاجية وغير إنتاجية وتجارية.

#### ج- الدور التسجيلي:

إن هذا الدور لبعض المراكز المالية يتحدد بحركة الأموال ما بين مقرض ومقرض غير مقيمين، والاقتصاد المحلي حيث يوجد المركز المالي لا يتأثر بحركة الأموال هذه بفعل مجموعة من القوانين التي ترعى ذلك. إلا أنه وعلى صعيد التطبيق العملي يمكن لمراكز الأوفشور أن تقوم بتمويل بعض النشاطات الإنتاجية والتجارية للبلد حيث المركز المالي لكن لا يمكن للمؤسسات العاملة في مراكز الأوفشور أن تستقبل ودائع المقيمين. وبالتالي فإن دور هذه المراكز يقتصر على تسجيل حركة الأموال الداخلة والخارجة.

(1) ناجي جمال، مرجع سابق، ص ص. 25-26.



## 2-2 العولمة المالية:

تعد ظاهرة عولمة الأسواق المالية وتطورها في العقدین الماضیین الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي<sup>(1)</sup>، الذي يعد جزءاً هاماً من مكونات الليبرالية الجديدة. وقد ارتبطت عولمة الأسواق المالية أيضاً بنهاية عصر بروتن وودز والتحول من نظام أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المعوّمة، وبظهور فوائض مالية ضخمة راحت تبحث عن فرص للاستثمار المربح خارج الأنظمة الوطنية.

أما بالنسبة للبلاد النامية، فقد ارتبط اندماج بعضها في الأسواق المالية العالمية ببرامج التكيف الهيكلي التي فرضت عليها من قبل المؤسسات المالية الدولية نتيجة لتفاقم ديونها واضطرابها لطلب إعادة جدولتها. وقد عملت تلك المؤسسات على الربط بشكل أو بآخر بين حرية انسياب رؤوس الأموال عبر الحدود والانفتاح على الأسواق المالية الدولية، وبين إعادة الجدولة والحصول على القروض الجديدة من ناحية أخرى.

ويعكس مصطلح العولمة المالية "وجود سوق موحدة للتمويل على المستوى الكوني تسمح بالاقتراض والإقراض بدون حدود. أي التكامل والترابط العالمي لأسواق رأس المال"<sup>(2)</sup>. مما سمح بالتحول إلى ما يعرف بالاندماج المالي، الذي أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال التي أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية. ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما:<sup>(3)</sup>

1- تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل اقل من 10 % من الناتج المحلي الإجمالي<sup>(4)</sup> في هذه الدول في عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

2- تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي. إذ أشارت الإحصاءات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي في عام 1995، وهو ما يزيد عن 84 % من الاحتياطيات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

(1) الانفتاح المالي أو التحرير المالي هو إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية. وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان وتوزيع وتخصيص الموارد المالية وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب. وكذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة. وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام. وعدم فرض أية قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية. [رمزي زكي، العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، دار المستقبل للنشر، 1999، ص. 73].

(2) Lelart, M; Les aspects internationaux de la désintermédiation financière, in: Cazars, M; et al; économie d'endettement, économie de marchés financiers, cas de la France et de la Tunisie, édition cigas, 2001, p. 165.

(3) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2001، ص. 34.

(4) الناتج المحلي الإجمالي (PIB) هو مقدار للسلع والخدمات التي أنتجها الاقتصاد في مجموعه خلال فترة من الزمن (عادة سنة).

## 2-2-1 إطلالة تاريخية على مسار العولمة المالية:

يمكن التمييز بين ثلاثة مراحل أساسية للعولمة المالية:<sup>(1)</sup>

## 2-2-1-1 مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

وامتدت هذه المرحلة من 1960 وحتى سنة 1979. وتميزت في بدايتها بتعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة، بصورة مستقلة. كما لعب نظام بروتن وودز والأهمية الخاصة التي أعطتها لثبات أسعار الصرف، دورا مؤثرا في تعزيز حركة رأس المال في صعيدها العالمي، وظهور وتوسع أسواق الأورو دولار بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية. لقد اتسع نشاط سوق ما بين البنوك خلالها، لذا يلاحظ سيطرة البنوك على تمويل الاقتصادات الوطنية في تلك الفترة.

إلا أن عدم الاستقرار الذي عرفته عملات دول غرب أوروبا خلال الفترة 1959-1968 بسبب المضاربات في أسواق الصرف والذهب، وخاصة بعد زيادة عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، أدى بالو.م.أ إلى توقيف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971، وهو الأمر الذي عجل بانتهاك نظام بروتن وودز وتحول العالم بعد ذلك إلى نظام تعويم أسعار الصرف.

وبعد ارتفاع أسعار النفط خلال الفترتين 74/73 و 80/79 اختلت موازين مدفوعات غالبية دول العالم، وتجمعت فوائض بترولية ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاها من التمويل. فمثلا سجلت دول الخليج العربي فائضا مقداره 360 مليار دولار خلال ثمان سنوات (1974-1981)<sup>(2)</sup>. وفي هذه الأجواء التي سادها عدم الاستقرار الداخلي والخارجي، ظهر مناخ جديد ضاغط لمسار العولمة المالية أدى إلى اندماج البترودولارات<sup>(3)</sup> في الاقتصاد العالمي، وزيادة نسبة الادخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة.

كما تميزت هذه المرحلة أيضا بانتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي منحت العديد من القروض الدولية، مما أدى إلى ظهور المديونية الخارجية لدول العالم الثالث، وظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة كالمستقبلات والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة. كما ارتفع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة لاسيما الو.م.أ.

(1) Plusieurs ouvrages, notamment:

- Brunhoff, S; et al; La mondialisation financière: genèse, coûts et enjeux, Syros, 1996, pp. 23-29.  
- Aglietta, M, et al, Globalisation financière: l'aventure obligée, Economica, 1990, pp. 11-44.

(2) جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 7، ديسمبر 2002، ص. 186.

(3) Pétrodollars: fond rendu disponibles sur la scène financière internationale par les deux chocs pétroliers des années 70, qui générèrent un surcroît de revenus des pays producteurs de pétrole, placé par ceux-ci dans les banques occidentales [Dufour, J-F; les marchés émergents, édition Armand colin, 1999, p. 91.]

## 2-1-2-2 مرحلة التحرير المالي:

استمرت هذه المرحلة من 1980 إلى غاية 1985. فبعد القيام بتطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الوم.أ وبريطانيا، إثر وصول Margaret Thatcher إلى الحكم في بريطانيا وتولي Paul Volker رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، قامت اليابان (في 1980) وباقي دول أوروبا الغربية بإلغاء تلك القيود في عقد الثمانينات. كما قامت كثير من البلدان النامية وبلدان المعسكر الشرقي سابقا، بفتح حساباتها الرأسمالية ومدت جسورا متنوعة بين أسواقها المالية المحلية والأسواق المالية الخارجية. واعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي. كما سمح ذلك بالمرور إلى اقتصاد السوق المالية على غرار اقتصاد السوق.

وعرفت هذه المرحلة لجوء حكومات الدول الصناعية الكبرى إلى تغطية الدين العام بالأوراق المالية، حيث أصبحت تمول العجوزات في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية العالمية، إثر التوسع الكبير في أسواق السندات وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود. وقد سمح التوسع والتعمق في الإبداعات المالية، بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة. إضافة إلى كل هذا شهدت هذه المرحلة توسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار، والتي تهدف إلى تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

2-1-2-3 مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:<sup>(1)</sup>

يعد تحرير بورصة لندن إثر إجراء الإصلاحات المعروفة باسم Big Bang في 1986 بداية المرحلة الثالثة في سيرورة العولمة المالية، والتي تبتعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسواق أسهمها. مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها، على غرار أسواق السندات، وبهذا أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا وبشكل خاص في العقد التاسع من القرن الماضي إلى درجة أنها أصبحت تشبه سوقا واحدة. إذ حدثت قفزة هائلة في حجم التدفقات المالية بين تلك الأسواق، وذلك إثر استعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية. كما سمح ضم الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية عن طريق شبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، بزيادة تدفق رؤوس الأموال نحوها. إلا أن الحدث المميز لهذه المرحلة هو الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي كلفت الاقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية. كما تميزت هذه المرحلة أيضا بـ:

(1) إن الأسواق المالية الناشئة لا تعني أنها بورصات حديثة العهد وإنما هي أسواق نشطت بصفة ملحوظة في عشرينات الثمانينات والنصف الأول من عشرينات التسعينات وذلك في ظروف اقتصادية خاصة مرت وعمرها البلدان المعنية. ولمزيد من الإطلاع أنظر: [Dufour, J-F; op cit.]



- زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.
- توسع التمويل المباشر على حساب التمويل بوساطة بنكية، ولجوء دول من خارج دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE)<sup>(1)</sup> إلى تغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية.
- وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من الزيادة الهائلة التي حدثت في تدفقات رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية، والتي قدرت<sup>(2)</sup> بما قيمته 7.5 تريليون دولار في عام 2000، أي بزيادة تبلغ أربع مرات ما كانت عليه في 1990، مازالت العولة المالية مقتصرة حتى الآن على الأصول المالية عالية السيولة التي تتداول على نحو مكثف (الأسهم والسندات).

## 2-2-2 العوامل المفسرة لتسارع العولة المالية:

إن الإحاطة السليمة بمفهوم العولة المالية وتأثيرها سواء على البلاد النامية أو المتطورة، تتطلب الإحاطة بالعوامل المسببة لهذا الزخم المتسارع لها، والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية:<sup>(3)</sup>

### 2-2-2-1 صعود الرأسمالية المالية:

والمقصود بذلك الأهمية المتزايدة لرأس المال الذي يتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية (البنوك التجارية، الشركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات.... الخ)، حيث أصبحت معدلات الربح التي يحققها تزيد عدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي. وبذلك أصبحت حركة رأس المال مستقلة ولها آلياتها ودورها الخاصة ولم تعد ترتبط بحركة التجارة الدولية. وهذا الصعود الكبير الذي حدث في الرأسمالية المالية، ارتبط أيضا بظهور ما يسمى "بالاقتصاد الرمزي" وهو اقتصاد تحركه رموز ومؤشرات الثروة العينية (أي الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية) والتي تنتقل من يد إلى يد دون أية عوائق سواء داخل البلد أو عبر حدوده الجغرافية نتيجة لعمليات التحرير المالي الداخلية والدولية، والتي أدت إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، وزيادة سرعة انسيابها بين سوق وآخر.

### 2-2-2-2 بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال:

إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها، فراحت تبحث عن فرص أفضل للاستثمار الخارجي

(1) أنشئت المنظمة العالمية للتعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) سنة 1960 على أنقاض المنظمة الأوروبية للتعاون الاقتصادي، بهدف تحقيق أعلى مستويات النمو الاقتصادي للدول الأعضاء، والقضاء على البطالة ورفع مستوى المعيشة لشعوبها. تتكون من كافة أعضاء المجموعة الأوروبية سابقا بالإضافة إلى الولايات المتحدة، كندا، اليابان، استراليا، النمسا، سويسرا، أيسلندا، النرويج، تركيا، نيوزلندا.

(2) جيرد هاوسلر، عولة التمويل، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 39، العدد 1، مارس 2002، ص. 11.

(3) العديد من المصادر، أهمها:

- رمزي زكي، مرجع سابق، ص. 85-108.

- مصطفى ولد سيدي محمد، تأثير منظمة التجارة العالمية على الاقتصاد العالمي، جانفي 2001، [www.BlueNilleTradesPoint.com](http://www.BlueNilleTradesPoint.com)



تندر مردودا أفضل مما لو بقيت في الداخل. وتشير البيانات إلى أنه في عام 1995 قامت المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 ترليون دولار أمريكي، وهو ما يعادل 110% من مجموع الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول وحوالي 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول.

### 2-2-3 التقدم التكنولوجي:

لعب التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات، عبر أجهزة الكمبيوتر والفضائيات وشبكة الانترنت، دورا بالغ الأهمية في اندماج وتكامل الأسواق المالية. حيث تم التغلب على الحواجز المكانية والزمنية بين الأسواق الوطنية المختلفة، وانخفضت كلفة الاتصالات السلكية واللاسلكية مما كان له أثر كبير في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر، وزيادة الروابط والصلات بين مختلف الأسواق.

### 2-2-4 إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية وظهور الابتكارات المالية:

لقد عرفت صناعة الخدمات المالية تغيرات هائلة في العقدين الماضيين وبالأخص في العقد التاسع، حيث حدث تغير محسوس في أعمال البنوك، التي توسعت دائرة أعمالها المصرفية، محليا ودوليا، وأصبحت تؤدي خدمات لم تكن تقوم بها من قبل. كما شهد مجال صناعة الخدمات المالية، دخول مؤسسات غير مصرفية كمنافس قوي للبنوك التجارية، مما يعكس تراجع دور البنوك في مجال الوساطة. كما تميزت عملية إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية بعمليات اندماج واستحواذ بين المؤسسات المالية، تحت تأثير المنافسة القوية. كذلك ارتبط نمو العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين نظرا لما تتيحه من مساحة واسعة من الاختيار عند اتخاذ أي قرار استثماري. فقد أدت التقلبات في أسواق الصرف الأجنبي وأسعار الفائدة وارتفاع درجة المخاطر وكذلك المنافسة الحادة بين المؤسسات المالية إلى تنوع وتعدد الابتكارات المالية من مبادلات (swaps)، ومستقبليات (futures)، وخيارات (options) وغيرها في محاولة لتجزئة المخاطر وتحسين السيولة. وقد قام بنك المدفوعات الدولية (BRI)<sup>(1)</sup> بإحصائيات لسوق المشتقات المالية في 26 دولة فقدرت بحوالي 47.5 ترليون دولار أمريكي في سنة 1995 منها 56% في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار الفائدة بينما 42% كانت في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار صرف العملات.

### 2-2-5 نمو سوق السندات:

يعود شطر مهم من عمليات تسارع عولمة الأسواق المالية إلى النمو الهائل الذي حدث في إصدارات السندات وتداولها في تلك الأسواق، وبالأخص السندات الحكومية التي تعتبر العمود الفقري لسوق السندات عموما.

(1) صالح مفتاح، مرجع سابق، ص. 220.

## 2-2-2-6 الخصخصة:

كان لعمليات خصخصة شركات القطاع العام وبعض الخدمات العامة دورا لا يستهان به في توسيع نطاق العولمة المالية. خاصة في الدول التي توجد بها برامج واسعة للخصخصة، والتي سمحت للأجانب بتملك هذه الشركات أو المساهمة في ملكيتها، وهو ما أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الدولية إلى البلاد المعنية.

2-2-2-7 التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالية العالمية:<sup>(1)</sup>

يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية في الفترة الأخيرة أحد أسباب العولمة نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الإجمالي. بحيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في الفترة (1965-1988) من الناتج المحلي الإجمالي للعالم من 5% إلى 20%، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10% إلى 23%، وزاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل من 27% سنة 1965 إلى 34% سنة 1988. كما بلغ نصيب الدول النامية من التجارة العالمية 29% سنة 1995 بعد أن كان 23% سنة 1985، وزاد نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية من 47% سنة 1985 إلى 89% سنة 1995.

## 2-2-3 العولمة المالية المزايا والمخاطر:

يرى أنصار العولمة المالية أنها تحقق مزايا عديدة للدول النامية يمكن إجمالها في النقاط التالية:<sup>(2)</sup>

- ✓ يمكن الانفتاح المالي الدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية، مما سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي.
- ✓ إن العولمة تجعل الأسواق المالية تقوم بدور القائد والموجه للدخارات الأجنبية وتوفر للدول موارد مالية بالعملة الأجنبية، كما أن حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات الحافظة المالية تسمح بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية وبالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية.
- ✓ تؤدي إجراءات تحرير وتحديث النظام المصرفي والمالي وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص إلى الحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج.
- ✓ تكامل الأسواق المالية في الدول النامية مع الأسواق المالية العالمية يترتب عليه اتجاه أسعار الفائدة المحلية إلى الانخفاض، الأمر الذي يؤثر إيجابيا على الاستثمار.
- ✓ تحقيق تكلفة أقل للتمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.

(1) عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، 2000-2001، ص 11-12.

(2) العديد من المصادر، أهمها:

- مصطفى ولد سيدي محمد، مرجع سابق، ص 3.

-Thiessen, G; La mondialisation des marchés financiers et la politique monétaire, mai 1998, [www.Banqueducanada.ca](http://www.Banqueducanada.ca)

- ✓ تساعد الاستثمارات الأجنبية على تحويل التكنولوجيا.
- وعلى الرغم من الصورة الوردية التي يرسمها كثير من الخبراء والاقتصاديين عن عولمة الأسواق المالية والناتج الإيجابية المنتظرة من ورائها، إلا أن تجارب عقد التسعينات أثبتت أن العولمة المالية بالنسبة للدول النامية كثيرا ما أدت إلى حدوث أزمات وصدمات مالية مكلفة ( المكسيك، النمر الآسيوية والبرازيل ... ). ويمكن إنجاز مخاطر العولمة المالية في النقاط التالية:<sup>(1)</sup>
- ✓ مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة، وما لها من انعكاسات سلبية واضحة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية. والنموذجان الشهيران للمكسيك (1994) وتايلندا وغيرها من النمر الآسيوية (1997) خير دليل على ذلك.
- ✓ مخاطر ناجمة عن التقلبات الفجائية لرؤوس الأموال خصوصا قصيرة الأجل مثل استثمارات الحافظة المالية. فالحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي، دخولا وخروجا، عبر الحدود الوطنية للدولة تتسبب في حدوث كثير من الآثار والانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني. وتلقي بظلالها على أسعار صرف العملات الوطنية، وأسعار الأصول الحقيقية والمالية.<sup>(2)</sup>
- ✓ مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج وما ينجم عنه من آثار سلبية على ميزان المدفوعات وعلى قدرة البلد على التراكم والاستثمار وعلى خدمة ديونه الخارجية، وعلى التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية.
- ✓ مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال)، والتي تؤدي إلى انتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي وإضعاف هيبة الدولة وتشجيع انتشار الجريمة.
- ✓ عولمة الأسواق المالية قد تولد أخطار جديدة من حيث عدم الاستقرار، تشمل تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وهي أخطار يمكن أن تزيد من تقلب تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وأن تؤثر تأثيرا سلبيا على النظام المالي الدولي.
- ✓ إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية، فمع تزايد درجة العولمة المالية تفقد السياسات النقدية والمالية فعاليتها واستقلاليتها، ويفرض عليها الارتباط بالسياسات الخارجية.

(1) رمزي زكي، مرجع سابق، ص 117-141.

(2) Marie et Sébastien, Mondialisation et théories économiques, février 1999, [www.attac.fr](http://www.attac.fr), p. 3.



## 2-3 ترابط الأسواق المالية... الآلية والأهداف:

للمعلومات في الأسواق المالية المتقدمة أو النامية، دور لا يخفى على أحد من حيث مدى أهميتها في صياغة أي قرار استثماري حيث تعتبر من أهم ركائز هذا القرار. وقد يرى البعض أن أهمية المعلومة الدقيقة الصحيحة تعادل أهمية رأس المال، فهي تشكل ما يكاد يكون درعا يقيه ونسغا يغذيه إذا ما أحسن استخدامها وتوظيفها... وأهمية المعلومة لا تنحصر بطرف من أطراف التعامل الاستثماري دون غيره، فكل من المستثمر والوسيط والسوق المالية إضافة إلى الاقتصادي المحلل والدارس، يتساوى في حاجته إلى المعلومة التي تشكل جوهر العملية الاستثمارية لكل هؤلاء.

حيث أن المستثمر وهو صاحب رأس المال الذي يسعى لتنمية أصوله عبر بيع أو شراء أي من الأدوات المالية، يحتاج إلى ما يرسخ قناعاته بتوظيف رأس ماله في أي عملية، أو إلى ما يثنيه عن الاستثمار تجنباً للخسائر، وهذا من أهم العوامل التي قد توفرها المعلومة الصحيحة. أما أهمية المعلومة للوسيط، فهي أساسية في تنفيذ الدور المنوط به من حيث تحين فرص البيع والشراء تحقيقاً لرغبة العملاء، وتقديم المشورة التي يتوخى الوسيط أن تكون مبنية على أسلم الأسس لعملائه، مضافاً إليها تراكم الخبرة في استعمال المعلومة. ويتمثل دور الهيئات المسؤولة عن توفير المعلومات في الأسواق المالية في:

- توفير معلومات عن أسعار الأسهم المتداولة وتطوير برنامج عرض يتسع لكم أكبر من المعلومات.
- تجميع المعلومات الخاصة بالشركات وميزانيتها العمومية.
- توفير خطوط الاتصال اللازمة وخدمة البريد الإلكتروني للوسطاء المشتركين لتسهيل إرسال الرسائل والملحقات وأوامر البيع والشراء.
- تجميع الأسعار السابقة للأسهم وعرضها في جداول أسعار ورسوم بيانية.
- تغطية الأخبار المالية والاقتصادية للأسواق المالية.

وقد تنامت الروابط خلال العقدین الماضیین بین الأسواق المالية في أنحاء العالم. وحققت العولة المالية منافع كبيرة للاقتصادات الوطنية وللمستثمرين والمدرحين، ولكنها غيرت أيضاً هيكل الأسواق كما سبق أن رأينا، وخلفت مخاطر وتحديات للمشاركين في الأسواق ولصانعي السياسات، وفي الوقت نفسه أدت التغيرات الهيكلية في الأسواق المالية إلى رفع كفاءة هذه الأسواق وذلك بتخفيض تكاليف الوساطة المالية وزيادة القدرة على التغطية الآجلة من المخاطر المالية المرتبطة بالعملات وسعر الفائدة وتقلبات الأسعار في الأسواق المالية، والوصول إلى مصادر جديدة للادخار. وأصبحت الأسواق المالية الوطنية أكثر اندماجاً في نظام مالي عالمي واحد، تخدم فيه المراكز المالية الكبرى جميع المقترضين والمستثمرين في أنحاء العالم، حيث يستطيع المقترضون في مختلف مراحل التنمية الاقتصادية والمالية الحصول على رؤوس الأموال من الأسواق الدولية.



## 2-3-1 ترابط الأسواق المالية:

يشير ترابط وتكامل الأسواق المالية إلى الوضعية التي تضمن عدم الاختلاف أو التمييز بين الأعوان الاقتصادية فيما يخص حصولهم على رؤوس الأموال الضرورية لتمويل استثماراتهم، ويسمح ترابط الأسواق المالية بإلغاء جميع الحواجز أمام الاستغلال الأمثل للمؤسسات الشبكية واقتصاديات الوفرة لصالح المتعاملين في السوق الواسعة، بالإضافة إلى إنشاء قواعد، إجراءات ومعايير مشتركة لكل المتدخلين ومقرضي الخدمات المالية<sup>(1)</sup>. فنتيجة لترابط واندماج الأسواق المالية يستطيع المستثمرون في بلد ما شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون أي عوائق أو قيود، كما يسمح الترابط بإصدار وتداول الأوراق المالية المتشابهة<sup>(2)</sup> بسعر موحد عبر تلك الأسواق، بعد تعديل سعر الصرف طبعا.

في الواقع، أن الهدف من التكامل هو ربط الأسواق المالية العالمية إلكترونيا مما يسمح لأعضائها بتنفيذ الأوامر في السوق التي تقدم عروض أفضل لعملائها. مثل هذا الربط يزيد من عمق وسيولة الأسواق ويشجع على منافسة أكثر فعالية فيما بين الأسواق العالمية. وبما أن القليل من الأسواق المالية في العالم تملك حجما وسيولة كافية لتكوين أسواق عالمية، تلجأ بقية الأسواق القريبة إقليميا إلى تشكيل سوق إقليمية، تقدم خدمات للمستثمرين في المناطق المحيطة. ولا يعني إقامة سوق مالية إقليمية، وجود مكان محدد للسوق، بل هو سوق يتشكل من مجمل بورصات دول الإقليم المرتبطة بشبكة إلكترونية. (سوق افتراضي)

## 2-3-1-1 عوامل الربط:

- تتطلب عملية الربط الناجحة للأسواق المالية توفر شروط معينة، والتي تتضمن:<sup>(3)</sup>
  - قبل الدخول في التحالفات الدولية يجب أن يكون البلد متطورا محليا، بعبارة أخرى، توفر محيط مأكرو اقتصادي ذو بنية سليمة، وعلى المستوى الداخلي، وجود قطاع مالي في صحة جيدة. هذه العوامل تشجع دخول رؤوس الأموال الدولية، مع تخفيف خطر الأزمات المالية.
  - تكامل الأنظمة الاقتصادية للدول المعنية وتقارب في الأنظمة السياسية، بالإضافة إلى توفر الانسجام بين الأنظمة المالية.
  - يلعب التطور التكنولوجي والاتصالات السلكية واللاسلكية دورا هاما في تفعيل عملية الربط.

(1) La BCE, l'intégration des marchés financiers européens, ouvrage collectif, [www.upmf-grnoble.fr](http://www.upmf-grnoble.fr), p. 2.  
(2) الأوراق المالية المتشابهة تدر نفس العائد وتعكس نفس درجة الخطر.

(3) Plusieurs ouvrages, notamment:

- El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; world stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges? Working paper series N° 2, Cairo & Alexandria stock exchanges, October 2002, [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com), pp. 7-8.
- Nations unies "conseil économique et social", intégration financière mondiale et développement: les nouveaux enjeux, avril 1998, [www.un.org](http://www.un.org)

- قبل إجراء عملية الربط ينبغي أن تعمل الحكومات على تحرير الاقتصاد والاندماج في النظام المالي العالمي، وللحكومات دور فعال في تسهيل عملية الاندماج من خلال تسهيل عمل القطاع الخاص، وإنشاء قنوات تبادل المعلومات ما بين الأسواق مما يحفز التجارة الإلكترونية، وكذلك تبني نظام ضريبي مخفض. وتعد درجة انفتاح الاقتصاد والإمداد بالموارد المالية الكافية عاملان فاصلان في عملية الربط والاندماج.
  - يجب على السلطات العمومية، خصوصا البنوك المركزية والسلطات الرقابية أن تؤسس ميكانيزمات تسمح بمتابعة وتحليل هذه التحولات من أجل ضبط أفضل للمتغيرات فيما يخص الأخطار النظامية.
  - توافر الأسواق على قواعد وأنظمة دولية مقبولة، تتعلق بكفاءة رأس المال، ومحاربة المتاجرة غير القانونية للأسهم، والممارسات غير الشرعية في الأسواق.
  - قبل إتمام عملية الربط يجب توحيد النظم المحاسبية، ونظم المقاصة والتسوية، وتطبيق نظم تداول كفؤة والتي تسمح بالتنفيذ السريع للمعاملات والصفقات والشفافية التامة.
  - تبني أنظمة معلوماتية مشتركة.
  - شيوع اللغة، الثقافة والأنظمة القانونية.
- وتجدر الإشارة إلى أنه، إذا خلق المحيط التشريعي والقانوني للنظام المالي الشروط اللازمة والضرورية للاندماج والتطور المالي. فإن أعضاء السوق سيسهمون من ناحيتهم في إنشاء وتطوير السوق الموحدة وذلك بالاستفادة في نفس الوقت أفرادا وجماعات من الفرص التي يقدمها. ويتطلب تحقيق الاندماج ما بين الأسواق المالية تفاعل كل من السلطات العمومية، والقائمين على إدارة وتسيير هذه الأسواق ومجمل المتدخلين فيها مما يسمح بزيادة عمق وسيولة السوق.

### 2-1-3-2 فوائد ربط الأسواق المالية:

- تسمح السوق المالية الموحدة بتحقيق ما يلي:<sup>(1)</sup>
  - ◆ خلق سوق كبيرة وفعالة، تسمح بتعبئة أكبر لرؤوس الأموال في أسواق الإصدارات وتحسن عمق الأسواق الثانوية، مما يوفر سيولة أكبر.
  - ◆ إضافة إلى توفير فرص انسياب أكبر للاستثمار الأجنبي غير المباشر، يمكن المؤسسات الخاصة العاملة في الأسواق الناشئة من التنافس على رأس المال على مستوى إقليمي أو حتى دولي بتوفيرها فرص استعمال أدوات مالية أقل تكلفة وأكثر فعالية.
  - ◆ إتمام برامج خصخصة الشركات العمومية وتشجيع مشاركة هيئات الاستثمار الجماعي المحلية.

(1) Plusieurs ouvrages, notamment:

- El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; op cit, p. 8-9.
- La BCE, op. cit. pp. 7-8.

- ◆ تحسين مقاييس أداء السوق وأنشطة السمسرة كنتيجة لوفورات الإنتاج الذي سيحقق من خلال الاستغلال الكفء للتكنولوجيا ومشاركة عدة أسواق في تكاليفها مما يقلل من تكلفة الصفقة.
- ◆ تشجع على الشراكة الأجنبية نتيجة تحسين إدارة الشركات ورفع مستوى الإفصاح المعلوماتي والعمل وفقا للمعايير الدولية.
- ◆ تسمح السوق الواسعة بتوفير الموارد المالية للشركات الكبيرة مما ينعكس إيجابا على السوق ويولد اهتماما أجنبيا أكبر بالمنطقة.
- ◆ تشجع التخصص في الإنتاج، وبالتالي ترفع مستوى النمو الكامن.
- ◆ توفر إمكانيات تقاسم الأخطار بين المناطق مما يحد من تأثير الأزمات.
- ◆ يعد عملاء السوق من أوائل المستفيدين من ترابط الأسواق، حيث يستفيدون من انخفاض تكاليف الوساطة مما يعزز المنافسة، وكذلك الاستفادة من التشكيلات الواسعة المعروضة في السوق وتزايد احتمالات تنويع محفظة الأوراق المالية.

### 2-3-1-3 عوائق ربط الأسواق المالية:

- هناك مجموعة من العوامل المباشرة وغير المباشرة تعيق تكامل الأسواق المالية في إقليم ما. وتمثل العوائق غير المباشرة في التاريخ، اللغة والثقافة. أما العوائق المباشرة فتتضمن أسبابا سياسية واقتصادية:<sup>(1)</sup>
- يؤدي الاختلاف في تسعير الأصول المالية المتشابهة في سوقين مختلفين إلى تجزئة السوق المالية، مما يعرقل تفاعل قوى العرض والطلب عبر الحدود الإقليمية، الشيء الذي ينعكس سلبا على التبادلات والمعاملات المالية. فقد يصبح خطأ التسعير عاملا مشتا للمستثمرين الدوليين وهذا قد يؤثر على الفاعلية التشغيلية للسوق. وتحقيق الترابط يتطلب التقليل من عيوب السوق إلى الحد الأدنى.
  - لخطر التذبذب في أسعار الصرف تأثير مهم على الترابط، وهذا راجع إلى أن أي إصدار يكون له عائد بالعملة المحلية وفي نفس الوقت عائد بالعملات الصعبة الأجنبية.
  - يعيق وجود رقابة على حركات رأس المال، الاستفادة المستثمرين من الفرص المتاحة.
  - يؤدي الفاصل الزمني ما بين الدول إلى اختلاف في مواقيت عمل الأسواق.
  - الاختلافات في أنظمة المقاصة والتسوية ونظم التداول ما بين الأسواق.
  - المستوى المنخفض لتطور الأسواق المالية خاصة الناشئة منها.
  - انخفاض القيمة السوقية وعوائق السيولة والحجم في بعض الأسواق.
  - تعد الأنظمة القانونية والتشريعية، والأنظمة المعلوماتية وأنظمة الضرائب من العوائق الأساسية لعملية الربط.

<sup>(1)</sup> El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; op cit, pp. 9-10.



- رداءة النظم المحاسبية، وغياب الإفصاح المحاسبي.
- قد تقاوم بعض الأنظمة السياسية عملية الربط خوفا من تأثير المنافسة.

## 2-3-2 نماذج الربط بين الأسواق المالية الدولية:

أدى التقدم الاقتصادي والتجاري والتكنولوجي خاصة في مجال المعلومات والاتصالات في الدول الصناعية الكبرى إلى تنشيط التداول في الأسواق المالية الدولية، ومع التوسع في الشركات العابرة للقارات وشركات المساهمة زاد العرض من الأوراق المالية في هذه الأسواق لمواجهة الاحتياجات المتزايدة من رؤوس الأموال، كما ساهم الترويج الفعال للأوراق المالية الدولية المتداولة في الأسواق المالية الدولية في استقطاب الادخار على مستوى عالمي وضعه في الاقتصاد الوطني وبذلك تمكنت الدول الصناعية الكبرى من توفير التمويل اللازم لإنشاء الشركات الجديدة وللتوسعات في الشركات القائمة، حيث عملت على توسيع نطاق التداول وتنوع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والاندماج ما بين الأسواق المالية.

## 2-3-2-1 تطور تكنولوجيا ربط الأسواق المالية الدولية:

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات وأصبحت الأسواق المالية الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنوع محفظة الاستثمار، ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تحديث الأدوات المالية وزيادة حجم التداول. كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية وسماسة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي، وبالتالي استفادت هذه الأسواق من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات القومية والدولية.

وجدير بالذكر أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين الأسواق المالية الدولية نظرا لتشابه المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية. كما أدت الدعوة إلى التكامل وإنشاء التكتلات الاقتصادية إلى تطبيق آليات جديدة في تحرير الأسواق المالية عن طريق إلغاء الحواجز والقيود على التعامل بالمال، واتجهت الدول مؤخرا نحو تحرير التدفقات المالية الدولية عن طريق تشجيع الطلب على الاستثمارات الدولية وتنوع محفظة الأوراق المالية. حيث كان لمنظمة التجارة العالمية أثر كبير في تحرير الخدمات المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية نظرا لتزايد عدد الدول الأعضاء في المنظمة. ومن المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية وإلغاء القيود والعوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية. ونتيجة لهذه الدوافع ظهرت الاتجاهات التالية:

- الاتجاه نحو عالمية الأسواق المالية.
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين والشركات المالية.
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول.
- حتمية الإفصاح المالي وتطوير الاتصالات الدولية.



## 2-3-2 مقومات الربط بين الأسواق المالية:

بالنسبة لأي مشروع استثماري، يتم تحليل نماذج الربط واختيار المناسب منها لكل سوق مالية وفق مبدأ المكاسب والتكاليف. فبعد أن تتخذ الدولة قرارا بتدويل أسواقها المالية عليها إلغاء قواعد الرقابة على تدفقات النقد ورأس المال والرقابة على أسعار الصرف. ويتطلب الربط بين الأسواق المالية تحديد برنامج التداول في كل سوق وشروط تسجيل الأوراق المالية وتسجيل الشركات وتحديد نظام الرسوم والعمولات كما يجب تحديد النظم المالية والمحاسبية والمؤشرات المطبقة في قياس التقدم في نشاط البورصات. وفيما يلي أهم العناصر الواجب توفرها في برنامج التداول:

- آليات الربط ونظم التمويل المتعددة.
  - التعامل بالعملات المختلفة وبأسعار صرف متغيرة.
  - أسواق العملات الدولية وأساليب التحويلات.
  - أسواق الديون الدولية وأسواق العمليات الآجلة.
  - حقوق السحب الخاصة.
  - اتجاه تدفق الاستثمارات الدولية بين أسواق الدول.
- وتتمثل مقومات الربط بين الأسواق المالية الدولية فيما يلي:<sup>(1)</sup>

## ➤ الربط المعلوماتي للأسواق:

- يعتمد نمو التمويل والاستثمار الدوليين بدرجة كبيرة على تطبيق تكنولوجيا المعلومات، وكلما كانت المعلومات متاحة كلما أصبحت الأسعار عادلة بحيث تعكس كفاءة السوق.
- من الضروري نشر المعلومات بالصحف واستخدام الحاسب بصفة فورية ودورية.
- تزداد الكفاءة التسويقية للأسواق المالية بزيادة القدرة على إنتاج واستخدام المعلومات حيث يؤدي ذلك إلى خلق طلب جديد ومستمر على الأوراق المالية.
- توفير بيانات تفصيلية وفورية عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في مختلف الأسواق بالإضافة إلى أسعار الصرف ورسوم تقلبات الأسعار وتكلفة الصفقات والضرائب وقنوات تدفق الأموال وغيرها من المعلومات. وكلما زادت المعرفة زادت قدرة المقترض على توفير الأموال اللازمة بأقل تكلفة ممكنة.

## ➤ صناعة تكنولوجيا المعلومات:

استطاعت الحواسيب الالكترونية نشر المعلومات عبر الحدود الجغرافية وذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية وموصلات الكمبيوتر، وقد انتشر استخدام نظم الأسواق الأوتوماتكية مما سمح بتقليل

(1) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة، 1998-1999، ص ص. 168-171.

التكاليف وربط الأسواق المالية بالتليفونات والفاكسات والحواسب الإلكترونية وشبكات المعلومات المالية ومراكز المعلومات. وبالتالي أصبحت المعلومات متوفرة على مدى 24 ساعة.

### ➤ خدمة البريد الإلكتروني:

ويمكن استخدام هذا النظام في المجالات التالية:

- تصدير الرسائل إلى المستخدمين،
- تصدير الرسائل إلى المشتركين في الأنظمة الأخرى،
- استخدام ملفات المشتركين في حفظ وتلقي الرسائل،
- تلقي وحفظ الرسائل في ملف مشترك.

### 2-3-2-3 عشرة نماذج لربط الأسواق المالية:

يمكن ربط الأسواق المالية بأساليب وآليات مختلفة منها عشرة نماذج بديلة، ويمكن استخدام عدة نماذج للربط في آن واحد في ضوء مدى التجانس والاختلاف بين الأسواق المالية المطلوب الربط بينها. وتتمثل هذه النماذج فيما يلي: <sup>(1)</sup>

#### النموذج الأول: الربط الحاسوبي للأسواق المالية

يقصد بالربط الحاسوبي وجود شبكة بين الحواسب الإلكترونية في الأسواق المالية يتم الربط بينها عن طريق شبكة عامة للمعلومات أو شبكات التليفون ويمكن أن يكون الربط بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية. ويشترط في هذا النموذج توفر طاقات معلوماتية في كل سوق مع توفير ضمانات لأمن المعلومات، كما يتطلب تطبيقه توحيد هندسة البرمجيات المطبقة، وتوفير قاعدة بيانات نمطية.

#### النموذج الثاني: الربط البريدي العاجل

يمكن استخدام البريد السريع في الربط خاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل صكوك مالية وأوراق وعقود رسمية. ويستخدم البريد الإلكتروني وصناديق البريد الإلكتروني في ربط الأسواق المالية العربية من خلال شبكة واحدة.

#### النموذج الثالث: الربط بالوسطاء الماليين

يمكن الربط بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي الأسواق الدولية يسمح لهم بالتعامل في هذه الأسواق ومسجلين بها، سواء كان هؤلاء الوسطاء يعملون بالوكالة أو بالأجر. وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين سوقين أو أكثر.

(1) المرجع السابق، ص. 172-175.

النموذج الرابع: الربط بالشركات المالية العالمية

يمكن الربط بين الأسواق المالية الدولية بشكل غير مباشر عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية.

النموذج الخامس: الربط بمحفظة الاستثمار الدولية

يمكن الربط بين الأسواق المالية عندما يتم بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق المالية والعملات متعددة الجنسيات. وتعتمد الشركات متعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمان أعلى عائد وأقل مخاطر مشتركة.

النموذج السادس: الربط بالسياسات المالية

يمكن الربط عن طريق توحيد السياسات المالية كسياسات الإقراض والاقتراض المالية، سياسات الاستثمار والقوانين المنظمة لعمل الشركات المساهمة، وشروط تسجيل الأوراق المالية في البورصات.

النموذج السابع: الربط التنظيمي

تقوم بعض الأسواق المالية باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية للأسواق الأخرى المستهدف الربط معها، ويعني ذلك أن جميع الأنشطة والإدارات وآليات التداول سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

النموذج الثامن: الربط التشريعي

تكتفي بعض الأسواق الراغبة في الربط بتوحيد التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك تداول الأوراق المالية المختلفة.

النموذج التاسع: الربط بالشركات المشتركة

يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات الشركة المشتركة في أكثر من سوق مالية، وبالتالي تلعب الشركات المشتركة دورا استراتيجيا في ربط الأسواق المالية.

النموذج العاشر: الربط المتكامل

يمكن الربط بأكثر من آلية من آليات المذكورة أعلاه، فمثلا ترتبط البورصات الأوربية بالحاسب الإلكتروني والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح المالي والربط التنظيمي والتشريعي.

2-3-4 أمثلة عن ترابط بعض الأسواق المالية:

اعترافا بأهمية التكامل والاندماج في مواجهة المنافسة العالمية، اتجهت الكثير من الدول إلى توقيع اتفاقيات تحالف واندماج وترابط، أما الدول الأخرى فقد عملت على تغيير أنظمتها وهياكلها القانونية والتشريعية تمهيدا



للدخول في عمليات اندماج وترباط. ورغم أن عمليات التحرير المالي كان لها دورا بالغ الأهمية في إنجاح ترابط الأسواق المالية، إلا أن التطور التكنولوجي وتطور أنظمة التداول عمل على تسريع وتفعيل هذه الاتجاهات. وقبل التطرق إلى بعض الأمثلة عن ترابط الأسواق المالية تجدر الإشارة إلى أن عملية الربط لا تتم فقط بين البورصات، فالربط أو الاندماج هو صفقة تؤدي إلى خلق كيان جديد نتيجة اتحاد الكيانات المندمجة، حيث يتمثل أحد الأطراف في بورصة أو سوق مالية أما الطرف الثاني فقد يكون بورصة أو بيت مقاصدة أو شبكة اتصال إلكترونية، مثل: Virt-x الذي تم تأسيسه في جويلية 2000 بإتحاد Trade point والبورصة السويسرية<sup>(1)</sup>.

وقد اختارت بعض الدول قبل الدخول في تحالفات دولية، دمج أسواقها الجهوية من أجل خلق سوق قادرة على مواجهة المنافسة العالمية مثل (DBAG) الناتجة عن اتحاد ثمانية بورصات ألمانية، (NSE) وهو اندماج ثلاثة وعشرون بورصة في الهند، (Bouvespa) وهي اتحاد لتسعة بورصات برازيلية<sup>(2)</sup>.

ويعد Euronext من الأمثلة البارزة عن ترابط الأسواق المالية في أوروبا، والذي أنشأ في سبتمبر 2000 ويضم بورصة أمستردام (AEX) وبورصة بروكسيل (BXS) وبورصة باريس (BFS). ويتكون من هيكل إداري ذو مستويين: مجلس إشراف يضم 12 عضوا ممثلا للأسواق المختلفة ومجلس إدارة مكون من رؤساء البورصات الثلاثة وهو يعتبر أكبر سوق أوربي وأنجح مشروع اندماج.

وقد تلقى مساهمو الأسواق الثلاثة: أسهم في Euronext مقابل أسهمهم المحلية، بنسبة 60% لمساهمي بورصة باريس و32% لمساهمي بورصة أمستردام و8% لمساهمي بورصة بروكسيل. ويظهر هذا الهيكل أن بورصة باريس هي المساهم المهيمن. تم تسجيل 1132 شركة سنة 2001 في الأسواق الثلاثة لـ Euronext، مما يجعلها ثاني سوق في أوروبا بعد لندن بـ 2332 شركة مسجلة في حين كان عدد الشركات المسجلة في فرانكفورت 983<sup>(3)</sup>.

ومن بين الأمثلة الأخرى على ترابط الأسواق المالية في أوروبا Eurex الذي يمثل اندماج بين سوق المشتقات للبورصة الألمانية والبورصة السويسرية (DTB et SOFFEX) والذي بدأ العمل به في 1998. ومن بين الجهود المختلفة المبذولة لترقية التكامل عبر مختلف أجزاء أفريقيا، فإن أحدثها هو تأسيس لجنة (SADC) في جانفي 1997. والتي حققت مرحلة متقدمة من التنسيق بين الدول الأعضاء، تكللت بإنشاء البورصة الإقليمية للقيم المتداولة (BRVM) في سبتمبر 1998 والتي تضم ثمانية دول ناطقة بالفرنسية من الإتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب أفريقيا (UEMOA) وهي: مالي، ساحل العاج، غينيا، بوركينا فاسو، بينين، توجو، السينيغال، النيجر. BRVM هي شركة خاصة تتضمن مساهمين من بنوك مركزية تابعة لـ UEMOA وحكومات بعض

(1) Le virt-x accomplit le lancement échelonné du marché européen, juillet 2001, [www.virt-x.com](http://www.virt-x.com)

(2) El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; op cit, pp. 21-22.

(3) Le rapport annuel d'euronext, 2001, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)



الدول الأعضاء. وبسبب نقص السيولة يبقى حجم التعامل في BRVM محدودا بحجم متوسط يومي قدره 200000 دولار كما أن السوق يفتح الثلاثة أيام فقط في الأسبوع.<sup>(1)</sup>

### 2-3-3 المساهمون في ربط الأسواق المالية:

يتطلب تحقيق الترابط ما بين الأسواق المالية، تفاعل العديد من العوامل وتظافر الجهود سواء من قبل السلطات العمومية بتوفير المناخ الاقتصادي والمالي الملائم وخصوصا توفير المعلومات التي تعد الركيزة الأساسية للأسواق المالية أو من قبل الوسطاء وبيوت المقاصة في تلك الأسواق.

### 2-3-3-1 دور مؤسسات التقاضي في ربط الأسواق المالية:

تختلف أنظمة الدفع بشكل كبير من بلد إلى آخر من ناحية التسوية، ومن ناحية الفترة الزمنية المطلوبة لإتمام هذه العمليات، فإن استعمال أنظمة الدفع المحلية لتسوية العمليات بين بلد وآخر، وبين عملات مختلفة، يمكن أن يكون صعبا، ويحتوي على مخاطر كبيرة سواء تعلق الأمر بمخاطر فقدان الصكوك التي تختلف مع اختلاف القوانين وأنظمة المحاسبة ووسائل الحفظ من بنك إلى آخر أو بمخاطر التسويات بين الأنظمة المختلفة. كما أن أوقات العمل بين أنظمة الدفع المحلية والترتيبات وأوقات إتمام العمليات، تصعب من إمكانية تحويل مبالغ في عملية معينة فقط في حال تم تحويل القيمة المقابلة من عملة أخرى، في غياب مثل هذه الأنظمة للدفع، أي أنظمة تسديد مقابل تسليم.

تم عمليات التسوية بين بلدان مختلفة، عندما يكون البائع أو المشتري في بلد مختلف عن البلد الذي تقع فيه عملية المقاصة<sup>(2)</sup>. ويمكن أن تتم تلك العمليات في عدة أشكال، فمن الممكن أن يكون للطرف غير المقيم علاقة مباشرة مع مؤسسة الحفظ المركزي حيث تتم عملية التسوية، أو من الممكن أن يكون لديه حسابا في مؤسسة الحفظ في بلده التي بدورها لها علاقة مع مؤسسة الحفظ المركزي حيث تتم عملية التسوية كما يمكن أيضا فتح حسابات مع مؤسسات دولية للحفظ المركزي أمثال: Cedel التي أنشئت عام 1970 وEuroclear التي تأسست عام 1968 والتي تملك شركة اتصالات في العديد من البلدان ومؤسسات للحفظ المركزي. ويتمثل دور مؤسسات المقاصة في ربط الأسواق المالية فيما يلي:<sup>(3)</sup>

- ضمان انتقال الملكية وضمان تسوية الحقوق المالية المتعلقة بالاستثمارات التي تنتقل بين البلدان.
- تذليل جميع العقبات التي تعترض طريق الاستثمار في الأدوات المالية خارج نطاق الأسواق المحلية.

(1) El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; op cit, pp. 13-14.

(2) المقاصة هي إتمام لعملية بين البائع والمشتري، حيث يتبادل فيها كل طرف ما يدين به للآخر، أي أن البائع ملزم بأن يسلم الصكوك المباعة إلى المشتري من أجل الحصول على ثمنها.

(3) رجا أبو العسلي، دور مؤسسات التقاضي في ربط البورصات العربية، بحث مقدم في ملتقى ربط البورصات العربية: الآلية والأهداف، الهيئة العامة لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، جوان 1997، ص. 85.

- وضع آلية مشتركة للتداول والاستثمار بين الأسواق المالية مما يخدم السياسات الاقتصادية في الدول المعنية، ويشجع على زيادة التداول والمقاصة وتبادل المعلومات في تلك الأسواق.
- الاستمرار في تطوير الأسواق المالية وتحويلها إلى سوق موحدة، كمدخل عملي للتكامل الاقتصادي ما بين الدول.

### 2-3-3-2 الوسيط ودورهم في ربط الأسواق المالية:

- يعد الوسيط من أوائل المستفيدين من ترابط الأسواق المالية، نتيجة زيادة حجم الاستثمارات وبالتالي زيادة حجم التداول. ويتمثل الدور الذي يستطيع الوسيط القيام به في هذا المجال في النقاط التالية:<sup>(1)</sup>
- توفير المعلومات الكاملة والبيانات المالية عن الشركات المدرجة في الأسواق المالية، وتبادل المعلومات حول ما يصدر من تشريعات جديدة.
- المشاركة في تأسيس شركات هدفها تقديم استشارات مالية عن أوضاع الأسواق المالية ونتائج الاستثمار فيها وتقييم وتصنيف شركات المساهمة المدرجة فيها.
- التقيد بواجبات وقواعد السلوك المهني بما في ذلك التصرف بأمانة وإخلاص لصالح عملائهم، بشكل يؤدي إلى المحافظة على مصالحهم وتحقيق أهدافهم الاستثمارية دون تمييز بينهم.
- محاولة دعم جهود التنسيق والتوحيد للأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية.
- العمل على تعديل الأنظمة والتشريعات المعمول بها، بحيث تسمح بإدراج شركات المساهمة في مختلف الأسواق المالية.
- توفر المناخ الجاذب للاستثمار، وتوفير كل مساعدة للمستثمر لتشجيعه على الاستثمار في الأسواق المالية.
- التركيز على إعداد الكوادر المؤهلة والقادرة على التعامل مع المستجدات في الأسواق المالية.
- إعداد نشرات تبين الخدمات التي تقدمها شركات الوساطة وتوضح موقفها المالي.
- المحافظة على استقرار السوق، بعدم شراء الأوراق المالية المتنازع عليها، أو شراء أسهم شركات متعثرة، أولديها مشاكل قانونية.
- تشجيع المستثمرين على استثمار أموالهم بحرية دون قيود، وتوفير المعلومات الكاملة لتمكينهم من اتخاذ القرار الصحيح في الوقت المناسب وبالسرعة اللازمة.
- العمل على توفير نظام يضمن فصل الترععات في أسرع وقت ممكن وبإجراءات قضائية أو تحكيمية سريعة.
- توفير المعلومات اللازمة والدقيقة عن حركة التعامل في الأسهم والأوراق المالية.

(1) محمد هاني الخلواني، الوسيط ودورهم في ربط البورصات العربية، بحث مقدم في ملتقى ربط البورصات العربية: الآلية والأهداف، الهيئة العامة لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، جوان 1997، ص ص. 91-92.

## 2-4 الصدمات الخارجية وعدوى الأزمات المالية:

كان تأثير وآلية انتقال الصدمات النقدية<sup>(1)</sup> إلى الأسواق المختلفة مثار جدل واسع بين الاقتصاديين، وبخاصة الكيترين والنقديين. حيث أوضح كل فريق منهم آلية انتقال الصدمات النقدية إلى أسواق السندات والأسهم ومن ثم إلى النشاط الاقتصادي في إطار نموذج الحافظة المالية.

ويشير هذا النموذج إلى أن المستثمرين يحتفظون بثروهم على شكل موجودات مالية، كالأسهم والسندات، أو موجودات حقيقة مثل السلع المعمرة، إضافة إلى احتفاظهم بالنقد. وعند زيادة عرض النقد في الاقتصاد سيجد هؤلاء المستثمرين أن حصة النقد من مجمل ثروهم قد ازدادت بشكل كبير إلى الحد الذي يدفعهم إلى إعادة تنظيم الحافظة الخاصة بهم، وذلك بتقليل حصة النقد فيها عن طريق شراء المزيد من الموجودات الأخرى مثل الأسهم، الأمر الذي يساهم في ارتفاع أسعارها. وقد طور هذا النموذج من قبل العديد من الاقتصاديين أمثال: (1961) Cagan, (1963) Friedman and Schwartz, (1961) Brunner.<sup>(2)</sup>

ففي حين تؤكد المدرسة الكيترية على طريقة المقارنة بين العوائد النسبية للموجودات أو الأصول المختلفة المتاحة في الاقتصاد لغرض إعادة تنظيم الحافظة الاستثمارية جراء الصدمة النقدية الحاصلة، فإن المدرسة النقدية، بالمقابل تؤكد على أن تعديل الحافظة الاستثمارية يتم جراء التغير في أسعار الموجودات المختلفة، وليس في العوائد الخاصة بها. من جهة أخرى تؤكد المدرسة الكيترية على أن انتقال الصدمة النقدية إلى الاقتصاد يتم عبر قناة مباشرة ألا وهي أسعار الفائدة، في حين، تؤكد المدرسة النقدية على أن آلية التأثير تكون مباشرة وذلك عبر عملية الإنفاق على الموجودات المختلفة.

ومع ذلك، ليس ثمة خلاف بين المدرستين على أن استعادة التوازن بعد حدوث صدمة نقدية يأخذ وقتاً، وفضلاً عن ذلك فمن المرجح أن يتباين الجمهور في درجة تأثرهم بالصدمة النقدية. لذلك فإنهم يكتفون سلوكهم من خلال أسواق السلع والخدمات ويعمل البعض الآخر على تحقيق ذلك من خلال الأسهم والسندات، وتؤدي الاختلالات في هذه الأسواق إلى خلق اختلالات في أسواق أخرى، ومن ثم فإن الصدمة النقدية تؤثر في النهاية على الاقتصاد ككل.

وإذا كانت هذه الدراسات تهدف إلى تحليل اثر التغير في عرض النقد على أسعار الموجودات المالية ومن ثم على الاقتصاد ككل في إطار اقتصاديات مغلقة. فإن في إطار ما يشهده الاقتصاد الدولي من تطورات كبيرة وتزايد لظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل، وظهور نظام جديد يتميز بالتحريك المالي وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال ودفع إلى الاندماج الكلي بين كل من أسواق السلع والأسواق المالية الدولية، أصبح للقرارات المالية والأحداث الاقتصادية التي تحدث في إحدى دول العالم آثاراً وانعكاسات على أفراد ودول في مناطق أخرى

(1) يقصد بالصدمة النقدية الزيادة الفجائية والمهمة في وسائل الدفع المتاحة في الاقتصاد.

(2) قاهر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، 2002، ص. 26.



من العالم الذي أصبح يوصف بأنه سوق موحدة يتأثر بأي قرار يصدر من أي جزء منه. وغدا الاقتصاد العالمي - في ظل العولمة - اقتصاد موحّد أو نسق عالمي مترابط الأركان، بحيث لم يعد من الممكن لأي اقتصاد قوي أن يعمل بمعزل عن المؤثرات العالمية.

## 2-4-1 الاعتماد المتبادل والصدمات الخارجية:

يمكن التمييز بين شكلين من العلاقات الدولية. الشكل الأول هو التأثير بشكل معتبر لاقتصاد دولة ما على اقتصاد دولة أخرى، وهو ما يعرف بالتبعية الاقتصادية. والشكل الآخر من العلاقات الدولية ينطوي على تأثير متبادل بين طرفي العلاقة بحيث يكون كل منهما تابعا ومتبوعا في نفس الوقت وهو ما يطلق عليه "الاعتماد المتبادل"، والذي يعني زيادة درجة التعرض للصدمات الاقتصادية النابعة في العالم الخارجي<sup>(1)</sup>. مما يعني أن مستوى الأداء لأي بلد يتأثر بمستويين من العوامل: العوامل الداخلية ويمكن القول أنها تحت سيطرة السياسة الاقتصادية، والعوامل الخارجية الناجمة عما يحدث في البلدان الأخرى المرتبطة معه في علاقات تجارية ومالية، والتي تكون خارج السيطرة.

ومنذ مطلع التسعينيات تراجعت مكانة العوامل الداخلية المؤثرة في الأداء الاقتصادي لصالح العوامل الخارجية، ومن ثم ثمة تزايد في المساحة التي يقع فيها الاقتصاد الوطني تحت تأثير الصدمات الخارجية والتي قد لا تكون أثارا سلبية فقط، بل قد تكون التأثيرات الوافدة من الخارج ذات أثر إيجابي بحيث تساعد على زيادة معدلات النمو أو تخفيض معدلات التضخم أو رفع مستوى العمالة....

ورغم أن نسبة صادرات السلع والخدمات إلى الناتج المحلي الإجمالي تعكس درجة الانفتاح على العالم الخارجي وتمثل مؤشرا لقياس الاعتماد المتبادل، فإنه كلما زادت تلك النسبة في أي بلد زادت درجة التعرض للصدمات الاقتصادية النابعة في العالم الخارجي، كما أنه يلاحظ أنها غير كافية لإعطاء صورة دقيقة لدرجة الاعتماد المتبادل. فدرجة التنوع أو التركيز في هيكل الصادرات وفي هيكل الأسواق يعتبر عاملا مهما في تحديد مدى التعرض للصدمات الخارجية، فإذا ازدادت درجة التنوع انخفضت درجة التعرض لتلك الصدمات والعكس بالعكس.

ويختلف شكل ومضمون الصدمة من دولة إلى أخرى، ففي الاقتصاديات المتطورة تكون الصدمة ذات طابع مؤقت لأن المرونة الهيكلية لهذه الاقتصاديات تسمح بتوزيع المخاطر ما بين الفروع الاقتصادية، وبذلك تنعكس هذه الصدمة على المؤشرات الداخلية. كما تلجأ هذه الدول إلى إعادة هيكلة اقتصادها لمواجهة أثر الصدمة الخارجية، فطبيعة البنية التحتية لهذه الاقتصاديات تحتمل إمكانات واسعة لاحتواء الصدمة الخارجية بعد فترة محددة ترتبط بإعادة هيكلة عمل الفروع، حيث تسمح ديناميكية التشابك ما بين الفروع الاقتصادية الواسعة المتعددة بتوزيع الخطر، ومن ثم يتم ترحيل الصدمة إلى المجال الدولي. وهذا يجعل إمكانات احتواء أثر الصدمة الخارجية

(1) عبد الأمير السعد، مبادئ في الاقتصاد الدولي، مطبوعات بداغوجية، 1999، ص. 88.



ممكنة في هذه الاقتصاديات على مستوى المنظور، بل ويمكن تحويل أثرها من السلبي إلى الإيجابي وجعلها مصدرا للاستثمار، كما أن مراكز قرار التمويل الدولي تسهل لها العملية في إطار مواجهة أثر الصدمة.

أما بالنسبة لأثر الصدمة الخارجية في الاقتصاديات المتخلفة، فيمكن أن نميز بين حالتين:

❖ اقتصاديات صانعة للصدمة والتي تتميز ببنية تحتية ضعيفة غير طارئة للأثر السلبي وغير قابلة لاحتواء الأثر الإيجابي. فطبيعة اقتصادياتها ضعيفة أفقيا وعموديا، والاستثمار المظهري يجعل فائض الأثر الإيجابي ضعيف الارتباط مع الهياكل الاقتصادية الموجودة. وبالتالي تكون ديمومته صغيرة إذ أن اقتصادياتها غير معزولة عن العالم مما يحول الأثر الإيجابي إلى أثر سلبي. هذا إضافة إلى أن قرارات مراكز التمويل ليست لصالح هذه الدول التي لا تستطيع استثمار الأثر الإيجابي.

❖ اقتصاديات متخلفة متلقية صافية لأثر الصدمة الخارجية كونها ذات بنية اقتصادية ضعيفة إلى أبعد الحدود وليست طرفا في تشكل الأثر الإيجابي للصدمة. وفي مثل هذه الحالة تصبح هذه الدول متلقية صافية للصدمة الخارجية وهنا مراكز التمويل تبتعد كليا عن هذه الدول، باستثناء مؤسسة التنمية الدولية التي تقدم لها قروض في إطار مساعدات لمواجهة الفقر.

## 2-4-2 عدوى الأزمات المالية:

الأزمة المالية هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي. والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك.<sup>(1)</sup>

ويتضح مما سبق أن هناك أسبابا كثيرة في مرور العديد من الدول بأزمات مالية في وقت واحد أو في وقت

قريب منه:

- السبب الأول: هو التشابه والتطابق، فتجربة كل دولة يكون الدافع وراءها هو عوامل تتسم بالخصوصية والحساسية المفرطة على سبيل المثال قد تحدث تنمية اقتصادية غير ملائمة للاستثمارات في دولة ما تشبه في نفس الوقت أنواع الأحداث التي تقع في مكان آخر. وفي هذه الحالة لا يوجد اتجاه معين تسهم فيه المشاكل المالية في دولة ما في المشاكل التي تمر بها دول أخرى. فكل دولة تلقي بآثارها على دول أخرى. وفي كثير من الأحيان تتسبب السياسات الرديئة في حدوث هذه الأزمات ويتعين أن تكون أزمات قابلة للتنبؤ بها ويمكن منعها.

(1) عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، 2003، ص. 32.

- السبب الثاني: ويتعلق أساسا بالتحركات في سعر الأصول والتي ترتبط ببعضها البعض بفعل صدمة خارجية عادية والمثال الواضح ذا الصلة بهذه التحركات هو الارتفاع الذي حدث في أسعار البترول العالمية مع بداية حرب الخليج 1990. وفي هذه الحالة فالتطورات السياسية أو الاقتصادية الخارجية تغير من الأوضاع الاقتصادية التي تشكل أساس تقييم المستثمر للأصول المالية. ولسوء الحظ فإن صناعات السياسات المحلية لديهم قدرة محدودة لمنع حدوث مثل هذا النوع من الأزمات.
- السبب الثالث: وتفسر الأزمة المالية متعددة الأقطار في هذه الحالة بالعدوى، بمعنى فقدان الثقة في الأصول المالية المحلية والناشئ عن حدوث أزمة مالية في دولة أخرى. والتميز الأساسي هنا هو أن المستثمرين يقللوا من تقديراتهم للمخاطر والنتائج التي تنشأ عن بيع أصول مالية رغم الأسس الاقتصادية المحلية الثابتة التي لا تتغير.
- ويقدم الجدول رقم (2-2) أربع نماذج للعدوى المالية وإمكانية التنبؤ بالأزمات والوقاية منها.

جدول رقم (2-2): نماذج العدوى المالية

| آليات التحول في الأزمة المعدية                                                                  | إمكانية التنبؤ بالأزمة | إمكانية منع وقوع الأزمة |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------------|
| نموذج الروابط الاقتصادية:<br>تؤثر الأزمة في الدولة الأولى على الأساسيات في الدول الأخرى         | جيد                    | ضعيف                    |
| نموذج الوعي المتزايد:<br>تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول الأخرى         | محتمل                  | جيد                     |
| نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية:<br>تقوى الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر | جيد                    | ضعيف                    |
| نموذج سلوك القطيع:<br>الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين                | ضعيف                   | محتمل                   |

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، المرجع السابق، ص. 34.

طبقا لنموذج الروابط الاقتصادية Economic- Linkages، فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الاقتصاد بها. وقد تمثل الصدمة الخارجية في هذه الحالة حدث مالي على نطاق دولي واسع. والمثال على ذلك تخفيض قيمة العملة الإجمالي الذي يؤثر على شروط التجارة بين الدول. وبمجرد أن تحدث الأزمة الأولية يصبح بالإمكان التنبؤ بسهولة بالأزمات التي سوف تحدث في الدول ذات المستوى الاقتصادي الأدنى، لأن نماذج التجارة معروفة جيدا أو بطيئة التغيير إلى حد ما. وتلجأ الدول المتأثرة بالأزمة إلى إجراء تعديلات لسياساتها بسرعة بقدر الإمكان حتى يتسنى لها جعل سياساتها الاقتصادية متمشية مع الموقف الجديد.

والنموذج الثاني هو زيادة الوعي Hightened- Awareness بربط الفجوات المعلوماتية بالأسس الاقتصادية الضعيفة الثابتة، وهنا يفترض بأن البيانات وتحليل الأسواق الفردية التي برزت حديثا أما هي بيانات وتحليلات ضعيفة المستوى أو رفيعة المستوى يمكن استغلالها أو الاستفادة منها من جانب المستثمرين. وعندما تقع هذه الدول في مشاكل فإن المستثمرين يتحولون بأنظارهم إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع أهدافهم الاستثمارية. ومن ثم فإن الدول التي تمر بمشاكل تشبه مشاكل الدولة التي تمر بالأزمة، أو تلك التي تعاني من فجوات ومشاكل في تقاريرها والإبلاغ عن الأزمات التي يمكن أن تصيبها هي دول معرضة للإصابة بالعدوى المالية، فالتحليل الجيد للبيانات وكذا الإبلاغ عنها بشكل سليم يمكن أن يقلل من التعرض للإصابة بالعدوى وذلك بخفض تكلفة المعلومات وتحسين السياسات التي قد تكون لها تأثيرها الفعال.

وفي نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية Portfolio- Adjustment تدفع الحاجة إلى سيولة نقدية لمواجهة الزيادة المتوقعة في تحديد أصول الدولة التي حدث فيها الأزمة الأصلية، مديري الحوافز المالية إلى بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في المحفظة وهذا بدوره يتسبب في خلق مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول. وبقدر ما يستطيع مديرو الأوراق المالية تجميع وتصنيف الدول في شكل سندات وأوراق تجارية طبقا لموقع هذه الدول الجغرافي بقدر ما تكون إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى على مستوى جيد. وعلاوة على ذلك فإنه من بين الدول الأكثر عرضة لهذا النوع من العدوى هي الدول التي تعاني من ديون خارجية كثيرة تمثل دينا إقليميا في شكل أوراق مالية لأن مثل هذه الأوراق يتم رفع قيمتها من خلال أدوات مشتقة أو ثانوية.

أخيرا في نموذج سلوك القطيع Hard-Behavior يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية وذلك بتحليلهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لاقتناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون. وتدفع الأزمة في أحد البلدان إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم. وغالبا ما يكون هذا السلوك ناتجا عن تأثير عوامل نفسية ونقص في المعلومات والشفافية يدفعهم إلى إتباع سلوك القطيع، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض. وتنقل عدوى الأزمة في هذه الحالة عبر الآلية المعروفة " بنداء الاستيقاظ ". بمعنى أن اندلاع الأزمة في بلد ما



يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، ومن هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم من إجراءات وتدابير لحماية أموالهم مما يؤدي إلى انتشار الأزمة.

## 2-4-3 أمثلة عن الأزمات المالية:

لقد كان من شأن النمو الهائل للتفاعلات الاقتصادية الدولية، والتشابك الأكثر تعقيدا بين مصالح القوى الرأسمالية العالمية، أن غدا الاقتصاد العالمي -في ظل العولة- اقتصادا موحدا أو نسقا اقتصاديا عالميا مترابط الأركان، معززة بذلك حركة رأس المال الساخن، التي لا تقرأ أو تستقر في سوق معينة بذاتها، لتتجه وتفرض توازنها على الأسواق الأخرى، مخلفة وراءها تأثيرات بالغة الأهمية على هذه الاقتصاديات.

## 2-4-3-1 أزمة أمريكا اللاتينية:

كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر 1994 وأوائل سنة 1995 أثارا ذات قيمة في أسواق الأرجنتين المالية. حيث أدى التخفيض الحاد في قيمة العملة المكسيكية في ديسمبر 1994 إلى نتائج مدمرة وفورية ذات تأثير كبير على النظام المالي الأرجنتيني، جعلت المستثمرين يخشون من أن الأحداث التي وقعت في المكسيك سوف تتكرر في الأرجنتين، وكان نتيجة ذلك ظهور أزمة ثقة في الأسواق المالية في الأرجنتين أدت إلى تدهور حاد في احتياطياتها وكذا التخلص بشكل كبير من الأسهم والسندات، وانسحاب كبير للعملة الأرجنتينية والودائع المصرفية من الدولار الأمريكي.

ورغم الجهود التي بذلها البنك المركزي لاستعادة الثقة، استمرت قيمة العملة في الانخفاض، وفي الفترة ما بين 23 ديسمبر 1994 و31 مارس 1995 فقد البنك المركزي 5.5 بليون دولار أمريكي من إجمالي احتياطياته، والذي يمثل 1/3 كمية الاحتياطي من السيولة العالمية. كما أن حالة الذعر أثرت أيضا على سوق الأسهم ففي الفترة ما بين 19 و31 ديسمبر 1994 انخفض مؤشر أسعار أسهم بنسبة 12.4% وواصل انخفاضه الكبير متدهورا بنسبة 25.7% في فيفري سنة 1995. وفي أوائل مارس من نفس العام انخفض بأكثر من 50%، عما كان عليه في 19 ديسمبر 1995.<sup>(1)</sup>

ولقد ضربت الأزمة المالية النظام المصرفي في الأرجنتين بقوة، وفي الفترة ما بين 20 ديسمبر ونهاية مارس 1995 فقد النظام المصرفي كله ودائع إجمالية بلغت 7.5 بليون دولار (من العملة المحلية والأجنبية)، وحدث نقص بمقدار 17% في الفترة من ديسمبر سنة 1994 أي بمستوى قدرة 45.3 بليون دولار، وحدثت أكبر خسارة في الأيام القليلة الأولى من مارس سنة 1995.<sup>(2)</sup>

(1) المرجع السابق، ص 51-55.

(2) نانسي كامل وآخرون، مواجهة الأزمات المالية ومشاكل سعر الصرف: التجربة المكسيكية، مارس 2003، [www.eip.gov.eg](http://www.eip.gov.eg)



## 2-4-3-2 أزمة شرق آسيا:

كانت للأزمة التي عصفت بالأسواق المالية الآسيوية في سنة 1997 انعكاسات حادة على البلدان المعينة. وقد ظهرت الأزمة بادئ الأمر في تايلندا، حيث انهار سوق الأوراق المالية فجأة، ثم امتدت إلى كوريا الجنوبية وماليزيا وبلدان أخرى في المنطقة. ولم تنته تداعيات الأزمة عند ذلك فحسب بل وصلت إلى الأسواق المالية في شتى أنحاء العالم مما هدد التوسع الاقتصادي العالمي.

أدى انخفاض أسعار الأسهم والعقارات وتباطؤ النشاط الاقتصادي إلى حدوث اختلال في السوق المالية في تايلندا، كما لوحظ حدوث زيادة كبيرة في حجم الديون غير المسددة لدى البنوك التجارية التايلندية. وبدأت صعوبات مماثلة في كل من كوريا الجنوبية وإندونيسيا. وفي عام 1997، حدث تراجع حاد في الودائع الموجودة لدى بنك بانكوك للتجارة. وأدى التخبط المالي وتآكل الاحتياطي من العملات الأجنبية إلى حدوث أزمة تمويل تسببت في انهيار نظام أسعار الصرف في تايلندا.<sup>(1)</sup>

ونظرا للروابط المالية للمنطقة، فإن المستحقات المالية في كل بلد تؤثر على البلدان الأخرى. وينطبق ذلك على نشاطات أسواق رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر والإقراض المصرفي. فبدأت الأزمة المالية الآسيوية في تايلندا ثم امتدت إلى إقليم جنوب شرق آسيا بأكمله. وخلال الأشهر الستة ما بين جويلية 1997 وديسمبر 1997، تراجعت أسعار الأسهم بنسبة 49% في كوريا الجنوبية، وبنسبة 48.6% في إندونيسيا، وبنسبة 41% في تايلندا، وبنسبة 32.7% في الفلبين. واستمر ذلك الانخفاض حتى سبتمبر 1998 ليصل إلى نسبة 64.7% في إندونيسيا، و 38.6% في سنغافورة، و 38.5% في الفلبين، و 37.7% في ماليزيا، و 17% في تايلندا. وأدى ذلك الانخفاض في البورصات إلى حدوث تحول مفاجئ في سلوك المستثمرين نتيجة لفقدان الثقة في الاقتصاد. وشهدت البلدان الخمسة الأكثر تضررا من الأزمة (وهي كوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا وتايلندا والفلبين) تدفقا سائبا لرأس المال بقيمة 109 مليار دولار خلال سنة واحدة، حيث تحولت التدفقات الوافدة بقيمة 97 مليار دولار في عام 1996 إلى تدفقات خارجة بقيمة 12 مليار دولار في عام 1997. ويمثل هذا التحول في البلدان الخمسة أكثر من نسبة 10% من مجموع ناتجها المحلي الإجمالي.<sup>(2)</sup>

أدت تدفقات رأس المال الخارجة من البلدان المتضررة إلى الزيادة في الطلب على العملات الأجنبية وخصوصا الدولار الأمريكي، مما أدى بالضرورة إلى خفض قيمة العملات الوطنية. ففي الفترة من جويلية 1997 إلى نهاية 1998، خفضت قيمة الروبية الإندونيسية بنسبة 71%، والرغيت الماليزي بنسبة 28.3%، والبيزو الفلبيني بنسبة 27.9%، والباهت التايلندي بنسبة 24.2%، والوان الكوري الجنوبي بنسبة 32.1%. وتحول النمو المرتفع الذي سجلته كل من تايلندا وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا إلى كساد شديد طال حتى

(1) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 280.

(2) أنور هاقان قوناش، أزمة شرق آسيا : عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، [www.mafhoum.com](http://www.mafhoum.com)

عام 1998، بل وتحول إلى نمو سالب في البلدان المتضررة بلغ -13.7% في إندونيسيا، و -8% في تايلاند، و -6.8% في ماليزيا، و -5.5% في كوريا الجنوبية، و -0.5% في الفلبين.<sup>(1)</sup>

كما أثرت الأزمة كذلك على بلدان أخرى وأولها اليابان، باعتبارها دائنا للبلدان المتضررة، ولعبت دورا أساسيا في النشاط الاقتصادي لتلك البلدان، فخلال الفترة من جويلية 1997 إلى جويلية 1998، فقد البن الياباني نسبة 20.4% من قيمته، وتراجعت بورصة طوكيو بنسبة 39.1%، وانكمش الاقتصاد الياباني بنسبة -1.8%، واستمر هذا الانكماش في عام 1998 حيث قدرت بنسبته بـ -2.8%، ويرجع ذلك إلى تناقص الطلب في الاقتصاديات المتضررة من ناحية، وإلى ضعف الطلب الخاص كنتيجة لفقدان الثقة في القطاع المالي من ناحية أخرى.<sup>(2)</sup>

ولم تتوقف تداعيات هذه الأزمة عند هذه الحدود، وامتد تأثيرها إلى أوروبا والولايات المتحدة، حيث أثرت على أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية، كما أدت بأن شهد الاقتصاد العالمي حوالي 40% من قيمته كخسائر، بالإضافة إلى تخفيض النمو العالمي إلى 2% عام 1998. وقد انخفضت أسعار الأسهم الأمريكية في بورصة نيويورك انخفاضا حادا في 27 سبتمبر 1997، حيث فقد مؤشر داو جونز 554 نقطة بما يعادل نحو 7% من إجمالي قيمة المؤشر. وفي الوقت ذاته انخفض مؤشر نازداك للشركات الصناعية بحوالي 11%، وقد انتقل هذا الوضع إلى أوروبا حيث هبط مؤشر الفينانشال تايمز للأسهم البريطانية بمقدار 330.7 نقطة أي بنسبة 6.83% وهبط مؤشر داكس الألماني بمقدار 319.94 نقطة أي بنسبة 8.25% وهبط مؤشر الأسهم الفرنسية كاك 40 بمقدار 236.35 نقطة أي بنسبة 8.53%<sup>(3)</sup>.

بالنظر إلى مدى عمق الأزمة الآسيوية وطول مدتها، واتساع رقعة تأثيرها. فإن أسئلة كثيرة تطرح حول مزايا التحرير المالي والعولمة المالية والاتجاه نحو الاندماج العالمي، بالنسبة للدول النامية.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص. 281.

(2) مركز الأهرام للدراسات والسياسات الإستراتيجية، العالم بين الاختبار وإعادة التكيف، 2001، [www.ahram.org.eg](http://www.ahram.org.eg)

(3) محسن أحمد الخضيرى، العولمة مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، 2000، ص. 232.

## خلاصة الفصل الثاني:

شهدت البيئة المالية الدولية تحولات هائلة وتوسعات هائلة في حجم التدفقات المالية عبر الحدود بفضل الطفرات التكنولوجية خلال العقود الأخيرة في مجالي المعلوماتية والاتصالات، فقد هيأت شبكات الاتصال الإلكترونية قدرات هائلة لتحويل الأموال وتبادل الرسائل بدقة ولتوفير المعلومات بسرعة. وصاحب هذه الطفرات التكنولوجية في مجال التدفقات النقدية تسارع في الأساليب والأدوات المالية المبتكرة في المراكز المالية الرئيسية في أوروبا وأمريكا وشرق آسيا. ويشهد تعقد ووفرة مصادر رأس المال عالميا على حيوية الأساليب المالية المبتكرة التي تتخلل الأسواق المالية العالمية مثل: السمسرة الإلكترونية وأنظمة التداول البديلة..... الخ.

وقد ساهمت إضافة إلى هذه التغيرات مجموعة من العوامل في بروز ظاهرة العولمة المالية، التي تعد الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يعرف بالاندماج المالي، مما أدى إلى تكامل وترابط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال التي أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية. مما زاد من عمق وسيولة تلك الأسواق وشجع على منافسة أكثر فعالية فيما بينها. ونتيجة لترابط واندماج الأسواق المالية أصبح بإمكان المستثمرين في بلد ما شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر بدون أي عوائق أو قيود.

إلا أن هذه التحولات لم تكن بالضرورة خيرا كلها حيث أن رفع القيود بين الأسواق المالية وزيادة اندماجها وترابطها شجع على المغامرة والاتجاه نحو الصفقات السريعة، مما أدى إلى حدوث أزمات مالية عصفت بالعديد من الأسواق المالية النامية مخلفة وراءها تأثيرات بالغة الأهمية على اقتصاديات تلك الدول. وجعلت من القرارات المالية والأحداث الاقتصادية التي تحدث في إحدى دول العالم تأثيرات وانعكاسات على أفراد ودول في مناطق أخرى من العالم.

وعليه يمكن القول أن العولمة المالية تعني دورا أكبر للأسواق المالية وتنافسا أوسع فيها، أملا في تحقيق كفاءة أعلى في استخدام الموارد المالية الدولية. وإذا كانت العولمة المالية تعني إلغاء القيود الوطنية على أسواق المال المحلية فلا بد من الاستعاضة عن هذه القيود بإجراءات دولية لمراقبة وتوجيه قوى السوق الحر تجنباً لتعرض بلدان العالم لهزات مالية لا تحمد عقباه.

## القسم الثاني

# دراسة حالة بعض الأسواق المالية العالمية والخليجية



## الفصل الثالث

### محاولة قياس ترابط الأسواق المالية

- 1- الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
- 2- التعريف بالأسواق المدروسة
- 3- تحليل النتائج

### الفصل الثالث: محاولة قياس ترابط الأسواق المالية

نظرا لما تعرفه الأسواق المالية من تطور نتيجة لاستعمال وسائل الاتصال والتكنولوجيا الحديثة في التداول، وتزايد الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل بعدما أسفرت عنه تحولات عقد التسعينات من اتفاقات تحرير التجارة العالمية وتزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية. حيث يتم في ظل العولمة المالية إسقاط حاجز المسافات وتزايد الارتباط الشديد بين البورصات، خاصة المتقدمة منها، مع ما يعنيه ذلك من تزايد احتمالات وإمكانات التأثير والتأثر المتبادلين، وأصبحت الأزمات المالية بصفة عامة وانحيار البورصات بصفة خاصة، تنتقل من البورصة المنهارة إلى بقية البورصات بسرعة، الشيء الذي عرف في الأدبيات الحديثة بأثر العدوى. ورغبة منا في الوقوف على مدى تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، ودرجة ارتباطها بالأسواق المالية العالمية. فقد تم التركيز على دراسة الأسواق المالية الخليجية باعتبارها من أهم الأسواق المالية العربية في محاولتنا لقياس مدى ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

#### 3-1 الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية:

وقوفا عند الدور الذي تلعبه المنهجية المتبعة في أية دراسة وطريقة جمع واستعمال المعلومات في الإجابة على إشكالية البحث، سنحاول من خلال هذا البحث التطرق للإجراءات المنهجية المتبعة في الدراسة التطبيقية.

#### 3-1-1 مبررات اختيار عينة البحث:

- لقد وقع اختيارنا على عينة الدراسة، والتي تشمل مجموعة من البورصات الأمريكية، الأوروبية والآسيوية، إضافة إلى خمسة بورصات خليجية، وذلك لعدة اعتبارات نذكر منها:
- تعتبر المجموعة المختارة من بين البورصات الأجنبية عينة ممثلة للأسواق المالية العالمية بمجدا، نظرا لأنها تستحوذ على معظم العمليات المالية، سواء تعلق الأمر بالأسهم، السندات، الأدوات المشتقة أو غيرها من المنتجات والأنشطة المالية. كما يتميز بعضها بأنه الأعلى كفاءة والأكثر ترابطا.
- أما بالنسبة للأسواق الخليجية فقد وقع اختيارنا عليها لأنها:
- تعتبر من أكبر البورصات العربية حجما، وأكثرها نشاطا. كما أن العديد منها تمكنت من إدخال وسائل الاتصال الحديثة في التداول.
- تعتبر هذه الدول الخمسة إضافة إلى قطر التي تعذر علينا جمع معطيات حولها، أعضاء في مجلس التعاون لدول الخليج. ولقد تمكنت هذه الدول من إبرام العديد من الاتفاقيات الهادفة إلى تحقيق التنسيق والتكامل بين الدول الأعضاء ووضع أنظمة متماثلة في الشؤون الاقتصادية والمالية والتجارية والجمارك والمواصلات.
- تضم هذه الدول أسواقا محلية منظمة تعمل في إطار عمل تشريعي ومؤسسي متكامل للسوق.
- تمكنت هذه البورصات بعد حركة الإصلاح التي عرفتها من تحقيق درجة معتبرة من التنظيم.

- إمكانية الحصول على المعلومات الضرورية من أجل الدراسة نظراً لما توفره مواقع الانترنت لهذه البورصات من خدمات لزائريها.

### 3-1-2 مبررات اختيار فترة الدراسة:

بما أن هذه الدراسة تهدف إلى محاولة قياس مدى ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية الدولية وذلك من خلال الربط بين المؤشرات العامة لمختلف هذه الأسواق فيما بينها، فإن الدراسة كانت لفترة قصيرة امتدت من 1 ديسمبر 2003 إلى 15 أبريل 2004. تم خلالها جمع قيم أسعار الإغلاق اليومية للمؤشرات. وتتميز هذه الفترة بأنها فترة عادية لا تشمل حروب أو أزمات في أحد هذه الدول، من أجل استبعاد أثر المعلومات غير العادية التي تؤثر على معظم الأسواق المالية بصفة عامة، نظراً لما تركه مثل هذه الفترات من حالات تشاءم عند مختلف المستثمرين، مما يؤدي إلى تراجع أداء الأسواق إجمالاً.

كما تعمدنا أن تشمل الدراسة على فترة نهاية السنة، والتي يتم خلالها الإعلان عن النتائج الختامية للشركات، من أجل الوقوف على تأثير نتائج أداء الشركات على الأسواق المالية باعتبار أن ربط البورصات فيما بينها يأخذ في كثير من الأحيان شكل تسجيل الشركات في أكثر من بورصة.

### 3-1-3 منهج الدراسة التطبيقية:

- من أجل التحقق من الفرضيات المطروحة، اعتمدنا في القسم التطبيقي على:
- المنهج التاريخي في سرد التطور التاريخي للأسواق المالية ومؤشرات أدائها خلال السنوات الأخيرة.
- المنهج الوصفي التحليلي في جمع وتلخيص البيانات والمعلومات.
- المنهج الرياضي والإحصائي في تقدير النموذج الإحصائي بهدف قياس مدى ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية من خلال الربط بين مؤشرات البورصات بواسطة النموذج الإحصائي من الشكل:  $y = f(x)$  وحساب معاملي الارتباط والتحديد بغرض المقارنة والتفسير والحكم على أداء الأسواق.

### 3-1-4 أدوات جمع وتحليل البيانات:

تكونت المعطيات التي قمنا بجمعها لإتمام هذه الدراسة أساساً من قيم مؤشرات البورصات التي ضمتها العينة على مدى فترة الدراسة، إضافة إلى أسعار صرف عملات الدول الخمسة مقابل الدولار وسعر صرف الأورو مقابل الدولار وسعر مزيج برنت. مع الإشارة إلى أنه تعذر علينا في بعض الأيام الحصول على المعلومات. وقد جمعت المعطيات من مصادر مختلفة مثل مواقع الأسواق محل الدراسة على شبكة الانترنت والقنوات التلفزيونية، الشيء الذي يحتمل بعض الاختلافات البسيطة التي نعتقد أنها لا تؤثر على دقة الدراسة. وقد تمثلت أدوات جمع البيانات في:

✓ السجلات والتقارير والمستندات:

تعتبر التقارير والدراسات الصادرة عن هيئات الأسواق المالية المصدر الرئيسي للمعلومات الدقيقة والضرورية للمتعاملين في السوق والباحثين على حد سواء.

✓ القنوات التليفزيونية:

قناة العربية - قناة الجزيرة - قناة دبي الاقتصادية - CNBC العربية - CNN - BLOMBERG.

✓ مواقع الانترنت:

وتمثلت في مواقع الأسواق المالية التالية: السوق المالية السعودية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، البورصات الأمريكية، البورصات الأوروبية، البورصات الآسيوية. واعتمدنا في اختبار فرضيات الدراسة على النتائج المستخرجة من جهاز الحاسوب باستخدام البرنامج الإحصائي E-views مستعملين الأساليب الإحصائية التي تقيس درجة الاستقلالية في التغيرات المستمرة في قيم المؤشرات وتشمل هذه الأساليب:

1- معامل الارتباط:

يقيس هذا المعامل العلاقة بين التغيرات في المؤشرات، ويهدف إلى تحديد شدة الارتباط بينها. وصيغته

العامة هي:

$$R_{x,y} = \frac{COV(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y}$$

$$-1 \leq R_{x,y} \leq 1 \quad \text{حيث:}$$

$$COV(X,Y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (X_i - U_X)(Y_i - U_Y)$$

$$\sigma_x^2 = \frac{1}{n} \sum (X_i - U_x)^2$$

$$\sigma_y^2 = \frac{1}{n} \sum (Y_i - U_y)^2$$

2- معامل التحديد:

المهدف من حسابه هو قياس النسبة من y المفسرة من طرف المتغيرة X. ويأخذ الصيغة التالية:

$$R_{x,y}^2 = \frac{[COV(X,Y)]^2}{\sigma_x^2 \sigma_y^2}$$



## 3-1-5 المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

## ❖ المؤشر العام للأسعار:

كما سبق الإشارة لذلك فالمؤشر هو رقم إحصائي يرصد وضعية واتجاه بورصة معينة وتغيراتها من حصة لأخرى، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال. وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المالية المستهدف قياسها. فهو يدل على مدى إقبال المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية استجابة للمعلومات الواردة للأسواق مما ينعكس على حجم الطلب والعرض وبالتالي على قيمة المؤشر.

## ❖ سعر الصرف:

يعد سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء الأسواق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات. وانطلاقا من أهمية تأثير التحركات والتقلبات في أسعار صرف العملات على أداء الأسواق المالية، يجدر بنا توضيح مدى ترابط التغيرات في قيم مؤشرات الأسواق المالية بتقلبات أسعار الصرف.

## ❖ سعر البترول:

نظرا لاعتبار البترول مادة إستراتيجية، خاصة بالنسبة للدول الخليجية لاعتمادها المكثف على صادرات البترول في تغطية نفقاتها، تضمنت الدراسة جمع معطيات عن سعر مزيج برنت خلال فترة الدراسة، لمعرفة مدى تأثيره على التغيرات في الأسواق المالية. وتجدد الإشارة إلى أنه على الرغم من استعمالنا للمؤشرات فقط للتعبير عن مدى ترابط الأسواق المالية، فإنه يمكن القول أن المؤشرات هي أداة من بين العديد من الأدوات التي تستخدم لنفس الغرض. من الأمثلة عن تلك الأدوات الأخرى والتي تعذر علينا جمع معطيات حولها، تطور حجم المعاملات في الأدوات المالية عبر الحدود، تطور تداول النقد الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال الدولية وتساوي ثمن المخاطر لنفس الأدوات في مختلف البورصات، إلى غير ذلك من المؤشرات.

## 3-2 التعريف بالأسواق المدروسة:

كان العامل الاقتصادي أحد العوامل الأساسية في ظهور مجلس التعاون لدول الخليج العربية كيان مؤسسي إقليمي إلى الوجود، وذلك من جهتين: خارجية وداخلية، فعلى الصعيد الخارجي، شهدت مرحلة السبعينيات تغييرات جذرية في العلاقات الاقتصادية العالمية نتجت عن انتقال السيادة النفطية من الشركات ودول الاستهلاك الكبرى إلى المنتجين، وقد برزت منطقة الخليج في هذا الإطار كمحطة رئيسية للمطالب العالمية المتزايدة على الثروة النفطية الحيوية، مما عرض المنطقة لضغوط شديدة من الخارج، وقد دفعت هذه الضغوط إلى بلورة ترابط عضوي فيما بين دول الخليج العربية التي شعرت أن معركتها واحدة في مواجهة من يحاولون فرض رؤاهم وحاجاتهم ومصالحهم عليها دون اعتبار لمصلحتها الذاتية. هذا عن الطرف العالمي، أما على الصعيد الداخلي فقد كان التحرك نحو التكامل يدفعه، بالمثل، الاشتراك في المشاكل والتحديات الاقتصادية الداخلية ذاتها، من ذلك قضايا التنمية والعمالة الوافدة والرغبة في إيجاد قاعدة صناعية زراعية تؤمن حاجات المنطقة وتغطي مخاطر التذبذب في الثروة النفطية، كل ذلك فرض "جماعية المواجهة" وعزز بالتالي من قيام مجلس التعاون لدول الخليج العربية. وعلى هذا نصت المادة الرابعة من النظام الأساسي لمجلس التعاون على تحقيق التنسيق والتكامل بين الدول الأعضاء ووضع أنظمة متماثلة في الشؤون الاقتصادية والمالية والتجارية والجمارك والمواصلات. وقد تجسدت تلك الأهداف في توقيع الاتفاقية الاقتصادية الموحدة عام 1981 التي استهدفت قيام هيكل اقتصادي خليجي موحد وصولاً إلى سوق خليجية مشتركة.

وفي سنوات لاحقة عمل مجلس التعاون لدول الخليج العربية على استكمال الإطار المؤسسي له على الصعيد الاقتصادي، فوافق في دورته الثالثة في المنامة 1982 على إنشاء مؤسسة الخليج للاستثمار (مقرها الكويت)، وعلى تحويل الهيئة العربية السعودية للمواصفات والمقاييس لتصبح هيئة خليجية تم التوقيع على اتفاقية النظام الأساسي لها في 23 ديسمبر 1985. أما في الدورة الثالثة عشرة في أبوظبي عام 1992 فقد أقر المجلس الأعلى إنشاء مكتب براءات الاختراع وأقر النظام الأساسي له، وفي الدورة الرابعة عشرة بالرياض عام 1993 تمت الموافقة على إقامة مركز التحكيم التجاري لدول المجلس وبدأ أعماله في فبراير 1995.

وإجمالاً فقد أقر المجلس منذ تأسيسه عشرات الوثائق الاقتصادية التي يتجه مضمونها نحو ضرورة خلق أجواء التكامل الاقتصادي في ميادين التجارة والاتحاد الجمركي والنقل والمواصلات وتنسيق السياسات المالية والنقدية.

وقد تمتعت حركة مجلس التعاون على الصعيد الاقتصادي بالمرونة التي كفلت التكيف مع تطورات البيئة الاقتصادية العالمية وما حوته من تحديات، وهذا ما يلاحظه المتابع لقرارات القمم المتتالية للمجلس على مدار السنوات العشرين السابقة، لا سيما ما جاءت به القمة التاسعة عشرة للمجلس التي عقدت في الفترة 7-9 ديسمبر

بالعاصمة الإماراتية أبو ظبي، حين تم الإعلان بوضوح عن انتهاء حقبة الطفرة النفطية، بما يبدأ مرحلة جديدة من حياة المجلس تتواكب مع المعطيات الداخلية، والخارجية ممثلة في تحديات العولمة ومطالب منظمة التجارة الدولية.

### 3-2-1 سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

#### 3-2-1-1 بيانات أساسية عن اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة:<sup>(1)</sup>

♦ الناتج المحلي الإجمالي: بلغ الناتج المحلي لدولة الإمارات العربية المتحدة 71370 مليون دولار سنة 2002 بمعدل نمو بلغ 2.7% عن سنة 2001 (69516 مليون دولار). ويقدر نصيب الفرد من الناتج المحلي 20602 دولار (2001). وبلغت مساهمة قطاع الصناعة 41.8% من الناتج المحلي الإجمالي، أما الزراعة والصيد والغابات فقد تطورت نسبة إسهامها في الناتج المحلي من 3.5% سنة 2001 إلى 3.6% سنة 2002.

♦ التجارة الخارجية: بلغ إجمالي حجم التجارة الخارجية للدولة سنة 2002 نحو 88732 مليون دولار، وسجلت الصادرات الإجمالية 49596.5 مليون دولار، والواردات الإجمالية 39135.5 مليون دولار. وحقق الميزان التجاري فائضاً بمقدار 10461 مليون دولار.

أما أهم الشركاء التجاريين للإمارات من الدول العربية، فعلى صعيد التصدير، فإن أهم مستقبلي الصادرات الإماراتية سنة 2002 هم سلطنة عمان بنسبة 47.2% من إجمالي الصادرات نحو الدول العربية، ثم السعودية بنسبة 16.3%، ثم الكويت بنسبة 8.6%. وعلى صعيد الاستيراد، فأهم الدول العربية التي تستورد منها الإمارات هي السعودية بنسبة 23.8% من إجمالي وارداتها من الدول العربية، ثم سلطنة عمان بنسبة 28.3% ثم قطر بنسبة 15.6%.

♦ النفط: يمثل النفط العمود الفقري لاقتصاد دولة الإمارات وقد أسهم بنسبة تقدر بـ 25.9% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1999، وبلغت عوائد الصادرات النفطية خلال الأعوام الخمس من 1998 إلى 2002 كالتالي: 10260-15021-26148-22414-14672 مليون دولار.

وتمتلك الإمارات أحد أكبر الموارد النفطية والغازية في العالم حيث تقدر احتياطيات النفط لديها بأكثر من 98 مليار برميل والغاز بحوالي 6 آلاف مليون طن. وقدرت الطاقة الإنتاجية اليومية خلال عام 1999 بحوالي 2.07 مليون برميل. وفي إطار التزامها بحصتها المقررة من قبل أوبك، تنتج الإمارات 2157 ألف برميل يوميا (الفترة من أول أبريل إلى أوت 2001).<sup>(2)</sup>

(1) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، إصدارات متعددة، 2003.

[www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

(2) المواقع الاقتصادي والتعليمي والسكاني لدول مجلس التعاون الخليجي، [www.arabss.com](http://www.arabss.com)



## ♦ بيانات أخرى:

- الاحتياطات الرسمية باستثناء الذهب: 15212.8 مليون دولار.
- الاحتياطات الدولية الرسمية من الذهب: 0.4 مليون أوقية.
- العملة المحلية: الدرهم.
- عدد السكان: 3.29 مليون نسمة سنة 2001 بمعدل نمو بلغ 5.82%.

3-2-1-2 نشأة وتطور سوق أبو ظبي للأوراق المالية:<sup>(1)</sup>

إن التعامل بالأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة قد بدأ منذ عقد الستينات حين بدأ تأسيس الشركات المساهمة العامة في الدولة، ونتيجة لذلك فقد ظهرت سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية من خلال مكاتب الوسطاء. وأدى التعامل بالأوراق المالية من خلال السوق غير المنظمة إلى حدوث اختلالات في هذه السوق في ظل غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية وانعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء وعدم توفر الشفافية والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات التي يتم التعامل بأسهمها.

وقد قاد هذا الوضع إلى غياب العدالة في تسعير الأوراق المالية والتذبذب الشديد في تلك الأسعار حيث وصلت أسعار الأسهم في بعض الأحيان إلى مستويات مبالغ فيها، أدت في فترات لاحقة إلى تحمل بعض المستثمرين لخسائر فادحة نتيجة لذلك.

وفي ظل هذا الوضع وإدراكاً لأهمية تنظيم سوق للأوراق المالية، والدور الذي تلعبه هذه السوق في الاقتصاد الوطني فقد بدأ التفكير ومنذ فترة طويلة بتنظيم هذه السوق بما يكفل سلامة التعامل بالأوراق المالية وسهولته وسرعته وكذلك حماية المستثمرين من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب في ظل توفر قدر كاف من الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركات المتداولة، وأسفرت الجهود المتواصلة في هذا المجال إلى إصدار القانون الاتحادي لسنة 2000 في شأن إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وتم بعد ذلك تأسيس أسواق الأوراق المالية.

ولقد تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم 3 سنة 2000. وبموجب هذا القانون فإن السوق تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، ولها أن تنشأ مراكز وفروع لها خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15.

وتهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل وإحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما

(1) سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي الثاني 2002، [www.adsm.co.ae](http://www.adsm.co.ae)



يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي.

وتتألف إدارة السوق من تسعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم 8 لسنة 2000.

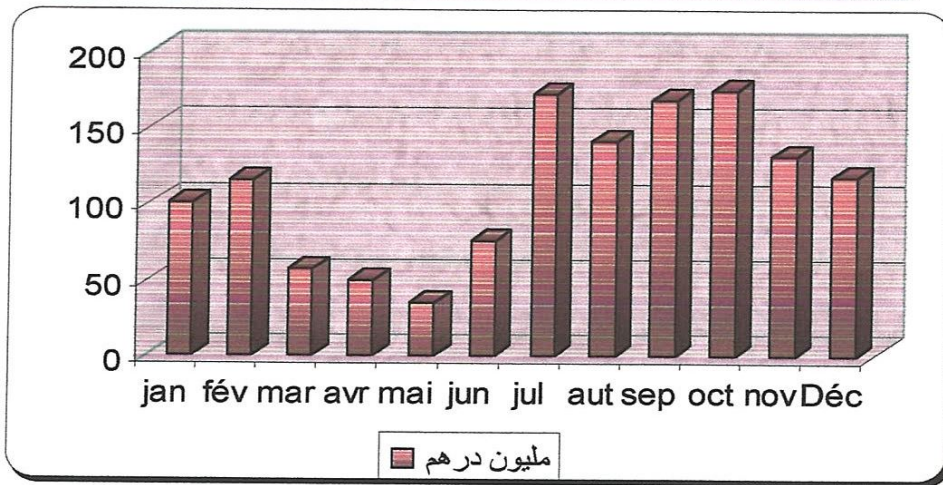
### 3-1-2-3 مؤشرات تطور أداء السوق:<sup>(1)</sup>

شهد سوق أبو ظبي للأوراق المالية تطوراً ملحوظاً خلال سنة 2002 في جميع مؤشرات الأداء، حيث ارتفع حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات وعدد الشركات المدرجة وقيمتها السوقية بشكل كبير.

فقد ارتفع حجم التداول من 534 مليون درهم خلال 2001 إلى 1335 مليون درهم خلال 2002 بنسبة ارتفاع مقدارها 150%، وبلغ المعدل اليومي لحجم التداول خلال سنة 2002 حوالي 504 مليون درهم مقابل 201 مليون درهم لسنة 2001.

وقد كانت أحجام التداول كما هو موضح في الشكل رقم (3-1) متفاوتة خلال أشهر سنة 2002 حيث بلغ حجم التداول في شهر جانفي 100.3 مليون درهم، ووصل إلى أقصى مستوى له خلال شهر أكتوبر حيث بلغ 175 مليون درهم، أما أدنى مستوى له فقد كان في شهر ماي وبلغ 34.2 مليون درهم، في حين بلغ حجم التداول خلال شهر ديسمبر 117 مليون درهم.

كل رقم ((3-1)): أحجام التداول الشهرية في سوق أبو ظبي للأوراق المالية لعام 2002



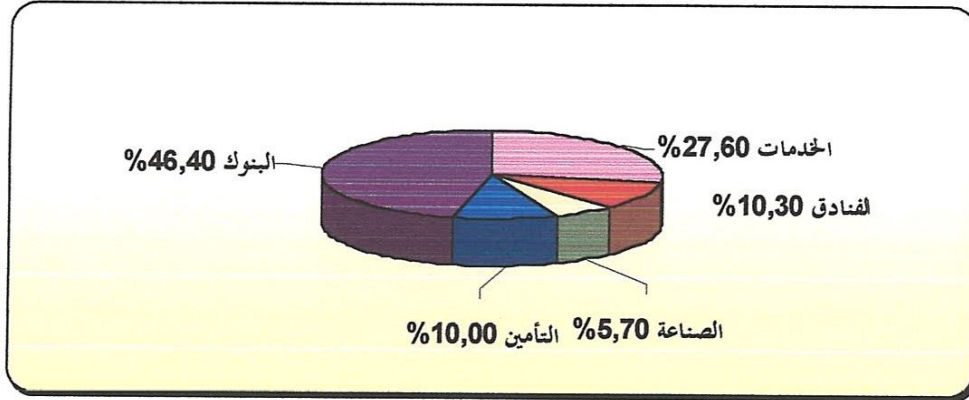
المصدر: شكل مقتبس من جدول المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التقرير

السنوي الثاني 2002، [www.adsm.co.ae](http://www.adsm.co.ae).

(1) المرجع السابق.

وعلى صعيد المساهمة القطاعية في حجم التداول، فقد حقق قطاع البنوك المرتبة الأولى بحجم تداول مقداره 619.2 مليون درهم مشكلاً ما نسبته 46.4% من حجم التداول الإجمالي في السوق، تلاه قطاع الخدمات بحجم تداول مقداره 368.3 مليون درهم ونسبة 27.6% من حجم التداول الإجمالي، واحتل قطاع الفنادق المرتبة الثالثة بحجم تداول مقداره 138.3 مليون درهم ونسبة 10.3% من حجم التداول الإجمالي، قطاع التأمين في المرتبة الرابعة بحجم تداول مقداره 133.3 مليون درهم ونسبة 10% من حجم التداول الإجمالي، وأخيراً قطاع الصناعة حيث حقق حجم تداول مقداره 75.9 مليون درهم ونسبة 5.7% من حجم التداول الإجمالي في السوق.

شكل رقم (3-2): التوزيع القطاعي لحجم التداول في سوق أبو ظبي للأوراق المالية لعام 2002



المصدر: شكل مقتبس من جدول المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي الثاني 2002، [www.adsm.co.ae](http://www.adsm.co.ae).

وارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2002 إلى 16.3 مليون سهم مقارنة مع 18.6 مليون سهم تم تداولها سنة 2001، بنسبة ارتفاع مقدارها 230%، وارتفع المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة إلى حوالي 246.1 ألف سهم مقابل 72.8 ألف سهم لسنة 2001.

بلغ عدد الصفقات المنفذة خلال نفس السنة 11247 صفقة مقارنة مع 5711 صفقة لسنة 2001 بارتفاع نسبته 97%. وقد بلغ المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة 45 صفقة خلال سنة 2002 مقارنة مع 22 صفقة سنة 2001.

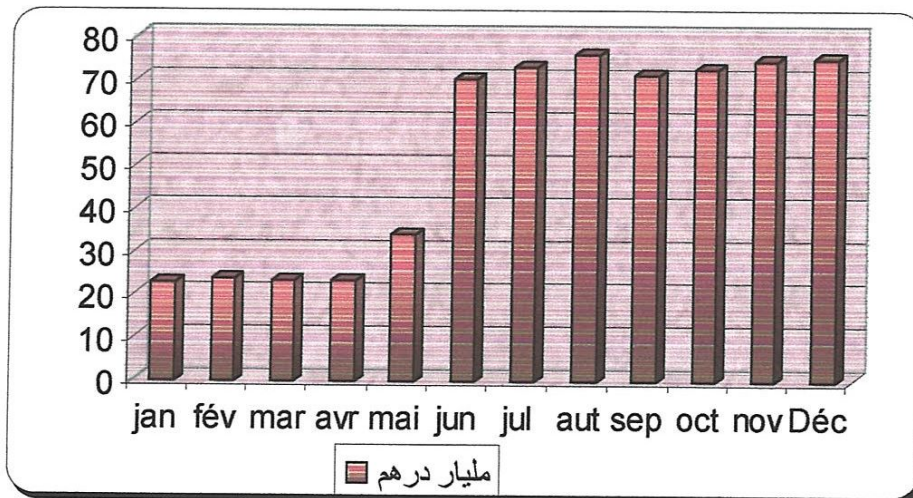
بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 24 شركة في نهاية سنة 2002، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها لهذه الشركات حوالي 2.6 مليار سهم ومجموع رؤوس أموالها 10.8 مليار درهم، مقارنة مع 15 شركة مدرجة في نهاية سنة 2001، حيث تم خلال 2002 إدراج أسهم 9 شركات.



وحول تغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية فقد ارتفع مؤشر السوق من 1267.2 نقطة لإغلاق سنة 2001 إلى 1366 نقطة لإغلاق سنة 2002 بارتفاع نسبته 7.8%، في حين بلغ 1752.92 في نهاية 2003. أما بالنسبة للمؤشرات القطاعية والتي يتم حسابها لقياس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة من كل قطاع اقتصادي على حده، فإن أدائها كان متفاوتا حيث حقق مؤشر قطاع التأمين أعلى نسبة ارتفاع بلغت 21.7% تلاه مؤشر قطاع البنوك بنسبة ارتفاع مقدارها 17.4%، في حين انخفض مؤشر قطاع الخدمات بنسبة 3.7%، وانخفض مؤشر قطاع الفنادق بنسبة 1.9%، كما انخفض مؤشر قطاع الصناعة بنسبة 7%. ومن الجدير بالذكر أن مؤشر السوق قد وصل إلى أقصى مستوى له والبالغ 1412.9 نقطة بتاريخ 26 فيفري 2002.

ولقد رافق الارتفاع في عدد الشركات المدرجة وارتفاع أسعار أسهمها ارتفاعا في القيمة السوقية حيث ارتفعت هذه القيمة من 21.2 مليار درهم في نهاية سنة 2001 إلى حوالي 74.8 مليار درهم في نهاية سنة 2002، واستحوذ قطاع الخدمات على النسبة العظمى إذ بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة في هذا القطاع حوالي 48.5 مليار درهم مشكلة بذلك 64.8% من القيمة السوقية للسوق، تلاه قطاع البنوك بقيمة سوقية مقدارها 19.9 مليار درهم ونسبة 26.6%، ثم قطاع الفنادق بقيمة سوقية مقدارها 2.6 مليار درهم ونسبة 3.5%، تلاه قطاع التأمين بقيمة سوقية مقدارها 2.1 مليار درهم ونسبة 2.8%، وأخيرا قطاع الصناعة بقيمة سوقية مقدارها 1.7 مليار درهم ونسبة 2.3% من القيمة السوقية للسوق.

شكل رقم (3-3): القيمة السوقية للشركات المدرجة لعام 2002



المصدر: شكل مقتبس من جدول المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التقرير

السوي الثاني 2002، [www.adsm.co.ae](http://www.adsm.co.ae).

## 3-2-2 سوق البحرين للأوراق المالية:

3-2-2-1 بيانات أساسية عن اقتصاد دولة البحرين<sup>(1)</sup>

♦ الناتج المحلي الإجمالي: بلغ حجمه سنة 2002، 8417 مليون دولار بارتفاع نسبته 6.15% عن سنة 2001. وساهم فيه قطاع الصناعة بنسبة 41.8%، وقطاع الزراعة والصيد بنسبة 0.7%. وقد بلغ متوسط دخل الفرد في البحرين 11115 دولار سنة 2001.

وتعد البحرين مركزاً مصرفياً ومالياً رئيسياً في الشرق الأوسط، ففيها ما يزيد عن 181 مصرفاً ومؤسسة مالية، وبها كثير من الشركات والمؤسسات المهنية المتخصصة. وأهم الصناعات بها صناعة صهر الألومنيوم، وإنتاج النفط وتكريره وإنتاج الغاز الطبيعي وصناعة البتروكيماويات وإصلاح السفن والنقل والتوزيع والصناعات الخفيفة، كما يتم توجيه اهتمام كبير لقطاع السياحة.

♦ التجارة الخارجية: بلغ إجمالي الصادرات البحرينية سنة 2002 ما قيمته 5368.9 مليون دولار مقابل واردات بقيمة 4319.7 مليون دولار، وبذلك حقق الميزان التجاري فائضاً بمقدار 1049.2 مليون دولار. وكانت المملكة العربية السعودية والإمارات ولبنان أهم شركاء البحرين التجاريين من الدول العربية على صعيد التصدير، حيث صدرت إليهم 33.6% و24.3% و10.5% على التوالي من إجمالي صادراتها نحو الدول العربية. كما كانت السعودية والإمارات والأردن أهم الدول العربية المصدرة إلى البحرين بنسبة 81.4% و10.3% و1.7% من إجمالي الواردات البحرينية من الدول العربية على التوالي خلال سنة 2002.

♦ النفط: بلغت قيمة عوائد الصادرات النفطية للبحرين خلال السنوات الخمسة من 1998 وحتى 2002، على التوالي: 800 - 1766 - 2589 - 2054 - 1806 مليون دولار.

♦ بيانات أخرى:

- الاحتياطيات الرسمية باستثناء الذهب: 1724 مليون دولار (سنة 2002).

- العملة المحلية: الدينار البحريني.

- عدد السكان: 672123 نسمة (2002) مقابل 654621 نسمة سنة 2001.

3-2-2-2 نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية<sup>(2)</sup>

يعود افتتاح الفرع الأول لبنك البحرين الوطني إلى سنة 1920، الذي تم إنشائه من أجل تسهيل العمليات التجارية في ذلك الوقت. وفي سنة 1975 تأسست أول شركة مساهمة عمومية. ونتيجة للنمو المتزايد للمعاملات الناجم عن ارتفاع أسعار البترول في المنطقة في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات ازدادت الحاجة لإقامة سوق مالية منظمة، وبدأ التحضير لدراسات تطبيقية ركزت على أهمية تأسيس سوق مالية منظمة، تكللت

(1) صندوق النقد العربي، مرجع سابق.

(2) Bahrain Stock Exchange, Brief History, [www.bahrainstock.com](http://www.bahrainstock.com)



بإصدار المرسوم الأميري رقم (4) المؤسس لبورصة البحرين سنة 1987. الذي بدأ العمل بصفة رسمية في 17 جوان 1989. وأعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية حيث سمحت السوق بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية، وصناديق الاستثمار، والسندات الدولية، وكذلك السماح لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق.

وخطه العمل الجديدة لسوق البحرين للأوراق المالية تتضمن عدة مشاريع هامة من بينها: مشاريع أنظمة التداول والتسويات ونقلها إلى أنظمة الكترونية، وربط عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة الكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق. كذلك تدرس السوق عدة خيارات تشمل إيجاد صناديق ضمان أو تغطيات تأمينية للاستثمارات الأجنبية أو مشاركة تأمينية من شركات الوساطة المسجلة رسميا في سوق البحرين للأوراق المالية، وتقرير أفضل هذه الخيارات بما يتناسب مع حجم السوق ونشاطه. كذلك فإن من أولويات السوق خلال سنة 2003:<sup>(1)</sup>

- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالميا بعد أن تم فتح الاستثمار في أسهم الشركات المحلية للمستثمر الأجنبي (24%) وللمستثمر الخليجي بنسبة (25%) وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق العربية والأجنبية لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.
- زيادة وتنوع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مركز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.
- إيجاد تعاون أوثق مع المصارف التجارية، ودخولها بشكل مباشر في عملية تنمية وتطوير الأسواق المالية من خلالها أو من خلال شركات تابعة لها، مع العمل على تطوير قطاع الأوراق المالية وتحويلها إلى صناعة متكاملة تمتلك كافة المقومات والعناصر اللازمة من شركات ومؤسسات وأدوات مالية وشبكات معلومات فعالة.
- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية القانونية والإدارية لكي تكون جميع العمليات مقبولة عالميا.

### 3-2-2 مؤشرات تطور أداء السوق:<sup>(2)</sup>

شهدت سوق البحرين للأوراق المالية تطورا ملحوظا في الأعوام الأخيرة من حيث قيمة وحجم الأسهم، الأمر الذي انعكس تحسنا في أداء السوق. وارتفاعا في الثقة فيه، مما أدى إلى جذب عوائد مجزية للمتعاملين في السوق.

(1) صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، ص. 62.

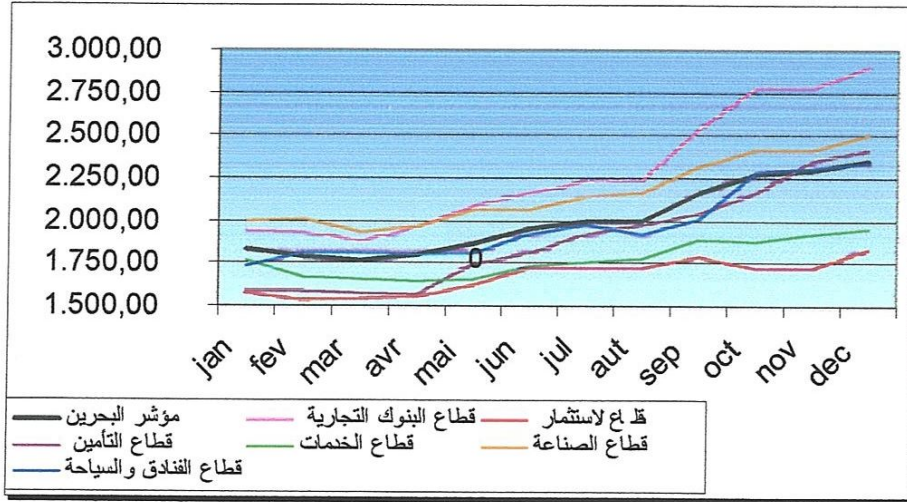
(2) سوق البحرين للأوراق المالية، المؤشرات الإحصائية، الربع الأول 2004. [www.bahrainstock.com](http://www.bahrainstock.com)

فقد سجل حجم السوق ارتفاعاً كبيراً من 15.73 مليون دولار خلال الربع الثالث 2001 إلى 20.628 مليون دولار خلال 2002 ليقارب 26 مليون دولار خلال 2003 أي بنسبة ارتفاع مقدارها 65% مقارنة بسنة 2001. وبلغ عدد الأسهم المتداولة 30 مليون سهم خلال سنة 2003. أما عدد الصفقات المنفذة خلال نفس السنة فقد بلغ 1448 صفقة.

وقد زاد عدد الشركات المدرجة في السوق من 41 شركة في نهاية سنة 2001 إلى 44 شركة في نهاية 2003، من بينها 6 شركات غير بحرينية. وبلغ عدد الأسهم الصادرة والمدفوعة لهذه الشركات حوالي 8.978 مليار دينار. كما بلغ عدد المساهمين في هذه الشركات 86967.

وحول تغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية فقد ارتفع مؤشر السوق من 1821.49 نقطة لإغلاق سنة 2001 إلى 2346.29 نقطة لإغلاق سنة 2003 بارتفاع نسبته 29%، في حين انخفض إلى 2321.2 في نهاية الربع الأول 2004. أما بالنسبة للمؤشرات القطاعية فإن أدائها كان متفاوتاً حيث حقق مؤشر قطاع التأمين أعلى نسبة ارتفاع بلغت 58.33% تلاه مؤشر قطاع البنوك التجارية بنسبة ارتفاع مقدارها 49.76%، ثم مؤشر قطاع السياحة بنسبة 41.2%، وارتفع مؤشر قطاع الصناعة بنسبة 25.7%، كما ارتفع مؤشر قطاع الخدمات بنسبة 14.99%. أخيراً ارتفع مؤشر قطاع الاستثمار بنسبة 12%.

شكل رقم (3-4): مؤشرات أسعار الأسهم قطاعياً للفترة 2003/12/31-1/1



المصدر: شكل مقتبس من ملحق المؤشر العام والمؤشرات القطاعية لسوق البحرين للأوراق المالية،

[www.bahrainstock.com](http://www.bahrainstock.com)

ونتيجة لارتفاع عدد الشركات المدرجة وحجم التداول ارتفعت القيمة السوقية من 2.8 مليار دينار في سنة 2002 إلى حوالي 3.6 مليار درهم في نهاية سنة 2003. حيث سجلت معدل نمو بلغ 23.52% مقارنة بسنة 1997.

### 3-2-3 سوق الأسهم السعودية:

#### 3-2-3-1 بيانات أساسية عن اقتصاد المملكة العربية السعودية:<sup>(1)</sup>

♦ الناتج المحلي الإجمالي: بلغ الناتج المحلي الإجمالي للمملكة 188228 مليون دولار سنة 2002، بارتفاع نسبته 2.85% عن 2001. وبلغ متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي 8197 دولارا خلال سنة 2001. وبلغت نسبة إسهام قطاع الزراعة والصيد والغابات 5.1% في الناتج المحلي، فيما بلغت مساهمة قطاع الصناعة 43.7% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2002.

♦ التجارة الخارجية: بلغ حجم الصادرات الإجمالية للمملكة عام 2002، 71390.9 مليون دولار مقابل 29602.4 مليون دولار قيمة الواردات الإجمالية، وسجل الميزان التجاري فائضا بقيمة 41788.5 مليون دولار. وأهم الشركاء التجاريين للمملكة من الدول العربية، من جهة المستقبلين لصادراتها: الإمارات بنسبة 28.5% والبحرين بنسبة 24.1% ومصر بنسبة 9.9% من إجمالي صادرات المملكة نحو الدول العربية. أما أهم الموردين للمملكة فهم الإمارات بنسبة 32.5% وسورية بنسبة 11.6% والبحرين بنسبة 10.8% سنة 2002.

♦ النفط: تعتبر المملكة المنتج وصاحب الاحتياطي العالمي الأول من الخام، إذ تستحوذ على 26% من الاحتياطي العالمي من النفط، وقد بلغت عوائد الصادرات النفطية للمملكة خلال السنوات الخمسة 1998-2002 على التوالي: 31980 - 44934 - 70960 - 62981 - 55931 مليون دولار.

#### ♦ بيانات أخرى:

- الاحتياطيات الرسمية باستثناء الذهب: 20310 مليون دولار (2002).

- العملة المحلية: الريال

- عدد السكان: 22.75 مليون نسمة سنة 2001 بمعدل نمو بلغ 3.26%.

#### 3-2-3-2 نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية:<sup>(2)</sup>

بدأت الشركات السعودية نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول عام 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة. وقد أدى

(1) صندوق النقد العربي، مرجع سابق.

(2) سوق الأوراق المالية السعودية، نبذة تاريخية، [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com)



النمو الاقتصادي جنباً إلى جنب مع تطور نشاط البنوك الأجنبية في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وتم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة. وبقيت السوق غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظمة للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا إلى مؤسسة النقد، بعد ذلك، بمهمة التنظيم اليومي للسوق.

وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي عام 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم. وقد أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989. وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم، وتشغيله من قبل المؤسسة في عام 1990 وهو النظام الجديد لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية.

وقد ساعد تطوير هذه الآلية الفريدة للتداول من خلال المصارف وإشراف مؤسسة النقد العربي السعودي على جعل السوق الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط. وتجذب سوق الأوراق المالية السعودية اهتمام بعض مديري صناديق الاستثمار الأجنبية، كما أن الأجانب الذين لا يستطيعون دخول السوق إلا من خلال صندوق واحد مسجل بلندن سيجدون قريبا خيارات أوسع من خلال حملة الخصخصة التي بدأت عام 1998.

ورغم أن التعامل في هذه السوق يقتصر على مواطني دول مجلس التعاون الخليجي، فإن البورصة السعودية تحتل المكانة الثالثة عشرة في عالم الأسواق المالية الناشئة.... وفي أوت 1997 طرح البنك السعودي الأمريكي صندوقاً مغلقاً حجمه 250 مليون دولار أمريكي هو صندوق الاستثمار السعودي المحدود (سيف) الذي اجتذب مستثمرين أجانب، وتستعد المزيد من المؤسسات لأن تحذو حذوه، وسيحد ذلك من تحويلات المغتربين والتي تؤدي إلى خروج مليارات الدولارات من المملكة كل عام.<sup>(1)</sup>

### 3-2-3 مؤشرات تطور أداء السوق:

يقدم الجدول رقم (3-1) ملخصاً لتطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (1994-

2003):

(1) صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص. 63.



جدول رقم (3-1): تطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال 1994-2003

| السنة | عدد العمليات<br>(بالألف) | الأسهم المتداولة<br>(مليون) | القيمة السوقية<br>(مليار ريال) | القيمة السوقية<br>(مليار دولار) | المؤشر العام |
|-------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------|--------------|
| 1994  | 375                      | 152                         | 145                            | 39                              | 1282         |
| 1995  | 292                      | 117                         | 153                            | 41                              | 1368         |
| 1996  | 284                      | 138                         | 172                            | 46                              | 1531         |
| 1997  | 460                      | 314                         | 223                            | 59                              | 1958         |
| 1998  | 377                      | 295                         | 160                            | 43                              | 1413         |
| 1999  | 438                      | 528                         | 229                            | 61                              | 2029         |
| 2000  | 498                      | 555                         | 254                            | 68                              | 2258         |
| 2001  | 605                      | 692                         | 578                            | 73                              | 2430         |
| 2002  | 1034                     | 1736                        | 281                            | 75                              | 2518         |
| 2003  | 3763                     | 5566                        | 590                            | 157                             | 4438         |

المصدر: سوق الأوراق المالية السعودية، [www.tadawul.com-sa](http://www.tadawul.com-sa)

عرف سوق الأوراق المالية السعودية زيادة في عدد العمليات وحجم التداول وقيمتها بشكل كبير جداً. بالنسبة لحجم التداول، فقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة في السوق أعلى ارتفاع مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى. إذ ارتفعت بنسبة 414.5% لتبلغ ما يقارب 160 مليار دولار، وتشكل هذه القيمة ما نسبته 69.44% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية.

وقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 1736 سهم خلال 2002 إلى 5566 سهم خلال 2003، بنسبة 220.6% عن سنة 2002. كما سجل عدد العمليات في السوق ارتفاعاً نسبته 263.9%. وبالنسبة لأسعار الأسهم المتداولة فقد أقل مؤشر السوق عند 4438 نقطة سنة 2003 بارتفاع نسبته 72.23% مقارنة بسنة 2002.

وفيما يتعلق بحجم السوق، فقد شهدت هي الأخرى ارتفاعاً قياسياً بلغ 110.2% مقارنة بسنة 2002، لتبلغ القيمة السوقية للسوق 590 مليار ريال (157 مليار دولار). وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية لهذه السوق قد شكلت في نهاية 2003 ما نسبته 43.5% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية.

## 3-2-4 سوق مسقط للأوراق المالية:

3-2-4-1 بيانات أساسية عن اقتصاد سلطنة عمان:<sup>(1)</sup>

♦ الناتج المحلي الإجمالي: بلغ سنة 2002، 20295 مليون دولار بارتفاع 1.8% عن عام 2001، وساهم قطاع الصناعة فيه بنسبة 49.8%، بينما ساهم قطاع الزراعة والصيد البحري بنسبة 2.1%. وقد بلغ إنتاج السلطنة من الصخور والمعادن الصناعية خلال سنة 2002 ما قيمته 29.9 مليون ريال عماني. هذا وتمتلك السلطنة احتياطي من خام النحاس والذهب بلغ في عام 2002 حوالي 15 مليون و275 ألف طن متري تحتوي على نسبة 1.41% نحاس وعلى 0.76 غرام من الذهب في الطن.<sup>(2)</sup>

♦ التجارة الخارجية: بلغت إجمالي صادرات السلطنة سنة 2002 ما قيمته 11171.7 مليون دولار، وإجمالي الواردات 5524.3 مليون دولار. وحقق الميزان التجاري فائضاً قدره 5647.3 مليون دولار. وأهم الشركاء التجاريين للسلطنة، من جهة المستوردين منها، الإمارات واليمن والعراق بنسبة 79.9% و6.9% و3.1% على التوالي من جملة صادراتها نحو الدول العربية، ومن جهة المصدرين إليها هناك الإمارات بنسبة 83.4% ثم السعودية بنسبة 10.1% ثم البحرين بنسبة 1.4% من جملة وارداتها من الدول العربية.

♦ النفط: بلغت عوائد الصادرات النفطية للسلطنة خلال السنوات الخمسة بين 1998 و2002: 3860-5685-8800-7697-7969 مليون دولار.

## ♦ بيانات أخرى:

- الاحتياطيات الدولية باستثناء الذهب: 3173.5 مليون دولار (2002).

- إجمالي الدين العام الخارجي: 3744 مليون دولار (2001).

- العملة: الريال العماني.

- عدد السكان: 2.4 مليون نسمة سنة 2001. معدل نمو بلغ 1.61%.

3-2-4-2 نشأة وتطور سوق مسقط للأوراق المالية:<sup>(3)</sup>

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية ابتداءً، بموجب المرسوم السلطاني رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد بهدف تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصولياً فيما بين أطراف التعامل بائعين ومشتريين. وكانت تمارس الرقابة على شركات

(1) صندوق النقد العربي، مرجع سابق.

(2) مقبول بن سلطان، السلطنة مقبلة على مرحلة جديدة للاعتماد على الصادرات غير النفطية، مجلة سوق المال، مسقط، العدد 24، ديسمبر 2003،

ص. 26.

(3) الهيئة العامة لسوق المال، [www.cma-oman.com](http://www.cma-oman.com)

الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين.

استمرت السوق هكذا مثقلة بعبء الرقابة والإدارة وتسوية المعاملات إلى أن أصدر المرسوم السلطاني رقم 98/80 الذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. أما سوق مسقط للأوراق المالية الحالية فقد أصبحت كياناً قانونياً لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني رقم 98/80. أيضاً تم إنشاء شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مقفلة، تأسست بالمرسوم السلطاني رقم 98/82 بتاريخ 25 فيفري 1998. وتمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 40% من رأسمالها كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها.

لقد نصت المادة (11) من قانون سوق رأس المال على أن يقوم على إدارة السوق وتنظيم شئونها مجلس إدارة يختص بتصرف أمورها واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها في حدود السياسة العامة للهيئة، ويتولى مجلسها -فيما بين أمور أخرى- إعداد مشاريع اللوائح والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لتنظيم السوق وعرضها على مجلس إدارة الهيئة لاعتمادها. ويتشكل مجلس إدارة السوق من مدير عام السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما يصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين من مدير عام السوق ورئيس مجلس إدارتها. أما الجمعية العامة للسوق فتتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق والوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني.

وقد استمر العمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلتها مواكبة للأساليب والمعايير المتعارف عليها دولياً وذلك بغية استقطاب المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية. وقد فتح المجال للمستثمرين الأجانب للاستثمار في الشركات المساهمة العامة حتى 49% من رؤوس أموالها وذلك لحاجة السلطنة لرؤوس أموال كبيرة للمشروعات الطموحة التي تم تدشينها بدءاً من عام 1997. ونتيجة لهذا أصبحت بورصة السلطنة مؤهلة لأن تلعب دوراً هاماً في تنفيذ سياسة الدولة الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام.

تهدف سوق مسقط للأوراق المالية إلى توفير بيئة أفضل لاستثمارات الأموال في الأوراق المالية وتحقيق المنفعة المشتركة للاقتصاد الوطني والمستثمرين. كما تقوم بتسهيل تداول الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات التجارية ووحدات صناديق الاستثمار والأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة والأوراق المالية الأخرى المحلية والأجنبية التي توافق السوق على تداولها.

وبدأت السوق في تطبيق نظام التعامل الإلكتروني في الأسهم منذ عام 1998 وهو ما سيعزز حملتها من أجل اجتذاب مستثمرين أجانب إلى بورصة الأوراق المالية المزدهرة إلى جانب المدخرات المحلية. ونظام التعامل



الالكتروني ونظام التحكم الجديد وقاعدة معلومات للشركات والاتصال بالأسواق الخليجية، وهو ما سيدعم ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في بورصة مسقط التي تحاول توسيع قاعدة حملة الأسهم وتحسين السيولة، وإقناع الشركات التي لم تتغير بنود تأسيسها بما يسمح بوجود حملة أسهم أجنب بالقيام بذلك سريعاً<sup>(1)</sup>.

### 3-2-4 مؤشرات تطور أداء السوق:<sup>(2)</sup>

تمكنت سوق مسقط للأوراق المالية من تحقيق نتائج جيدة خلال العام 2003 بالمقارنة مع العام 2002، حيث ارتفع المؤشر العام للأسعار بمقدار 80.81 نقطة ونسبة 42.1 % ليغلق عند مستوى 272.67 نقطة مقابل 191.86 نقطة خلال العام 2002.

وقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية خلال العام 2003 بمقدار 361.5 مليون ريال عماني ونسبة 156.3 % ليبلغ 592.8 مليون ريال عماني مقابل 231.3 مليون ريال عماني خلال العام 2002، كما ارتفعت كمية الأسهم والسندات المتداولة من 202.66 مليون سهم وسند خلال العام 2002 إلى 329.4 مليون سهم وسند خلال العام 2003 أي بنسبة ارتفاع مقدارها 62.5 %. وارتفعت أيضاً كمية الصفقات المنفذة بنسبة 97.5 % لتصل إلى 189395 صفقة مقابل 95916 صفقة خلال العام السابق.

كما شهدت السوق الأولية خلال العام 2003 تطوراً ملحوظاً مقارنة بالعام 2002، حيث تم إدراج 38 إصداراً (منها 5 إصدارات كشركات حديثة التأسيس و29 إصداراً كزيادة في رؤوس أموال الشركات المدرجة و5 إصدارات في سوق السندات) مقارنة مع 20 إصداراً خلال العام 2002. وبلغ إجمالي قيمة تلك الإصدارات 385.2 مليون ريال عماني وهو ما يمثل ارتفاعاً نسبته 101 % مقارنة بإجمالي قيمة الإصدارات خلال العام 2002.

ومن جهة ثانية شهدت سوق السندات خلال العام 2003 تطوراً هاماً تمثل في إعادة تداول سندات التنمية الحكومية عن طريق سوق مسقط للأوراق المالية، وهذا نتج عنه ارتفاع القيمة السوقية لسوق السندات من 444.4 مليون ريال عماني في نهاية ديسمبر 2002 إلى 602.6 مليون ريال عماني في نهاية ديسمبر 2003.

ونتيجة لتحسن أسعار معظم شركات المساهمة العامة المدرجة في السوق وزيادة عدد الإصدارات في السوق الأولية خلال العام 2003 فقد بلغت القيمة السوقية لسوق مسقط للأوراق المالية في نهاية نفس العام 2789.9 مليون ريال عماني بارتفاع نسبته 40.65 % مقارنة بـ 1983.6 مليون ريال عماني في نهاية العام 2002.

وعامة يرجع التحسن في أداء سوق مسقط للأوراق المالية خلال العام 2003 إلى عدة عوامل أهمها التحسن في أداء معظم الشركات المدرجة فيها، وارتفاع مستوى السيولة في الاقتصاد نتيجة تحسن أسعار النفط.

(1) صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص. 64.

(2) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي لعام 2003. [www.cma-oman.com](http://www.cma-oman.com)



بالإضافة إلى أن انخفاض أسعار الفائدة على الودائع بالريال العماني أدى إلى قيام عدد من المستثمرين بتحويل ودائعهم إلى استثمارات أخرى أكثر جدوى في مقدمتها سوق الأوراق المالية.

### 3-2-5 سوق الكويت للأوراق المالية:

#### 3-2-5-1 بيانات أساسية عن اقتصاد دولة الكويت:<sup>(1)</sup>

♦ الناتج المحلي الإجمالي: بلغ سنة 2002، 35324 مليون دولار بنسبة ارتفاع 3.2% عن سنة 2001، شكل قطاع الزراعة والصيد نسبة 0.4% من إجماليه، والصناعة نسبة 47.9%. وبلغ متوسط دخل الفرد 14629 دولار.

♦ التجارة الخارجية: سجلت قيمة الصادرات الكلية 15406.1 مليون دولار سنة 2002، مقابل واردات بقيمة 8069.9 مليون دولار محققة فائضاً تجارياً قيمته 7336.2 مليون دولار. وكان أهم الشركاء التجاريين للكويت -من جهة المستقبلين لصادراتها- كلا من اليمن بنسبة 24.1% ثم الإمارات بنسبة 23.8% فالسعودية بنسبة 17.6% من جملة صادرات الكويت نحو الدول العربية. ومن جهة المصدرين إليها من الدول العربية جاءت السعودية في المركز الأول بنسبة 47.2% من جملة واردات الكويت نحو الدول العربية، ثم الإمارات بنسبة 24% ثم سوريا بنسبة 24%.

♦ النفط: تمتلك الكويت ثروة هائلة من النفط تقدر بـ 10% من الاحتياطي العالمي من الخام، وقد تحدت حصتها في أوبك تبعاً للسقف المحدد في أبريل 2001 بـ 1.980 مليون برميل يوميا. وكانت قيمة عائدات الصادرات النفطية خلال السنوات الخمس 1998-2002 كمايلي: 8471 - 11029 - 18182 - 14976 - 14057 مليون دولار.

#### ♦ بيانات أخرى:

- الاحتياطيات الرسمية باستثناء الذهب: 9208.1 مليون دولار (2002).

- العملة: الدينار الكويتي.

- عدد السكان: 2.24 مليون نسمة بمعدل نمو بلغ 0.67%.

#### 3-2-5-2 نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية:<sup>(2)</sup>

عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهمها للاكتتاب العام في 1952 - وهو بنك الكويت الوطني - ثم أخذت الشركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الاقتصادي خاصة بعد اكتشاف النفط. وقد كان لصدور القانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 دورا أساسيا في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها، وصدر أول قانون

(1) صندوق النقد العربي، مرجع سابق.

(2) سوق الكويت للأوراق المالية، [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com)

رقم (37) لتنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت في أكتوبر من عام 1962، حيث اهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج. ويعد صدور القانون رقم (32) لسنة 1970 والخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة، أول خطوة هامة لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية.

وفي فيفري عام 1972 تم إنشاء مكتب لشعبة الأوراق المالية بمدينة الكويت، وتم في نوفمبر سنة 1976 صدور أول قرار وزاري رقم (1976/61) بتنظيم التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية وتشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية. وفي أبريل عام 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم، ثم إصدار نشرة يومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات ثم توزيعها علي وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء.

وفي الرابع عشر من شهر أوت عام 1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وإدارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد والأحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد.

وتعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطها على ترشيد الاستثمار في الأوراق المالية وتتخذ كافة الإجراءات اللازمة، في نطاق صلاحياتها، لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرهما لتفادي حدوث أي اضطراب في المعاملات.

تقوم السوق بناء على ما تجرته من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقلم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها. وتقوم السوق، مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة.

وتعمل أجهزة السوق على متابعة تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في السوق المالية المتقدمة وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي. ومن أهداف السوق العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وقيمة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

تسعى إدارة السوق ومنذ إعادة تنظيمه إلى إقامة علاقات وروابط مع الأسواق المالية الأخرى (البورصات والاتحادات)، هذا بجانب الاستفادة من الوسائل والطرق المستخدمة في هذه الأسواق بما يساعد في تحقيق تنمية السوق المالية الكويتية. لذلك، فإن سوق الكويت للأوراق المالية، ومنذ منتصف الثمانينات وهي عضو فاعل في عدد من الاتحادات والمنظمات المالية، ومن أمثلة ذلك:

I - اتحاد البورصات العربية، وتعد سوق الكويت للأوراق المالية عضوا فعالا في هذا الاتحاد كما أنها تتولى الأمانة العامة للاتحاد منذ عام 1989.

2- عضوية الاتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس.

3- عضوية الجمعية الدولية لتداولي السندات.

4- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي.

5- المشاركة في اتفاقات ربط وتعاون مع الأسواق العربية والخليجية. من بينها اتفاقية ربط بين سوق الكويت للأوراق المالية والبورصة المصرية في أبريل 1996 وقد انضمت إليها بورصة بيروت في سبتمبر 1996 كطرف ثالث. واتفاقية ربط بين البورصة الكويتية وسوق البحرين للأوراق المالية في 1997/9/27 وقد بدأ تطبيقها في السوقين في 1998/2/15.

وفي إطار التطورات التي تشهدها السوق أصدرت وزارة التجارة والصناعة الكويتية قرارا يسمح بموجبه لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك وتداول أسهم الشركات المساهمة الكويتية، وأسهم المصارف، وشركات التأمين لا تتجاوز 49%. و في ضوء التوجهات نحو فتح الأسواق المالية في الكويت تم إعداد قانون لتشجيع الاستثمار الأجنبي وذلك من قبل لجنة لتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي والذي سوف يتم من خلاله السماح لدخول رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية في البورصة.

كما قامت إدارة السوق بعد إعادة تنظيمه بعمل الدراسات اللازمة بشأن تسوية الصفقات بشكل سليم ونقل ملكيتها بالأسلوب الذي يضمن حقوق المتعاملين، وتم تطوير هذا النظام في عام 1988 ليتم التقاص بين المتعاملين يوميا بعد أن كان يتم في ثلاثة أيام، على أن تجري التسوية النهائية للحقوق في نهاية الأسبوع. يعتبر نظام التداول الكويتي -كاتس- نظام تداول مبرمج على جهاز الحاسب الآلي ويعتمد على أنظمة مبرمجة (Soft ware) مطورة ومعدلة ومعربة لتواكب عملية التداول في السوق. ومن مزايا هذا النظام أنه يمكن ربطه مع العملاء من خارج السوق وعبر جميع محافظات الكويت، كما أنه يتيح المجال لربطه مع الأسواق المالية الأخرى.

### 3-2-5 مؤشرات تطور أداء السوق:<sup>(1)</sup>

شهدت سوق الكويت للأوراق المالية تطورا ملحوظا خلال سنة 2003، وتمكنت من تحقيق نتائج جيدة بالمقارنة مع العام 2002، حيث ارتفع المؤشر العام للأسعار بمقدار 102.88 % ليغلق عند مستوى 4819 نقطة مقابل 2375.3 نقطة خلال العام 2002.

وفيما يتعلق بحجم السوق، سجلت سوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة بلغت نسبته 17.6 % ليلبلغ 13.1 مليار سهم سنة 2003. في حين بلغت القيمة السوقية في نهاية نفس السنة 59028.01 مليار دولار بارتفاع نسبته 69.6 % مقارنة بـ 35098.89 مليار دولار في نهاية سنة 2002. والجدير بالذكر أن القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية بلغت سنة 2001، 26682.46 مليار دولار، وارتفع عدد الشركات المسجلة في السوق من 86 شركة سنة 2001 إلى 95 شركة سنة 2002.

(1) تحسن ملحوظ في أداء البورصات العربية خلال العام المنصرم، سوق المال، مسقط، العدد 25، مارس 2004، ص. 38.



## 3-3 تحليل النتائج:

## 3-3-1 عينة الدراسة:

ضمت العينة المدروسة 138 مشاهدة لـ 14 مؤشراً، من بينها 9 مؤشرات مختارة من بين مؤشرات البورصات الكبرى في الدول المتقدمة، ومؤشرات 5 بورصات عربية [أنظر الملاحق رقم 6، 7، 8]. وقد توزعت كمايلي:

جدول رقم (3-2): عينة الدراسة

| المؤشر        | الرمز | الدولة           |
|---------------|-------|------------------|
| Hang sang     | HS    | هونغ كونغ        |
| Starts times  | ST    | سنغافورة         |
| Kuwait.S.M    | KSM   | الكويت           |
| Bahrain.S.E   | BSE   | البحرين          |
| Masket.S.M    | MSM   | سلطنة عمان       |
| Abu dhabi.S.M | ADSM  | الإمارات العربية |
| Saudi.S.M     | SSM   | السعودية         |

| المؤشر              | الرمز | الدولة           |
|---------------------|-------|------------------|
| Dow Jones           | DOW   | الولايات المتحدة |
| Nasdaq              | NAS   | الولايات المتحدة |
| Standard and Poor's | S&P   | الولايات المتحدة |
| Financial times     | FTSE  | بريطانيا         |
| Deutcher aktien     | DAX   | ألمانيا          |
| Cac40               | CAC   | فرنسا            |
| Nikkei              | NIK   | اليابان          |

وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية والذي يهدف إلى قياس التغيرات في أسعار الأسهم المتداولة، يتم حسابه على أساس القيمة السوقية، بقسمة إجمالي القيمة السوقية لفترة المقارنة على إجمالي القيمة السوقية لفترة الأساس، مضروباً في الرقم القياسي لفترة الأساس (1000).

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{إجمالي القيمة السوقية لفترة المقارنة}}{\text{إجمالي القيمة السوقية لفترة الأساس}} \times 1000$$

فترة الأساس: 16 جوان 1989 إلى 16 جوان 1990.

ويتم حساب مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنفس الطريقة حيث تمتد فترة الأساس من 1 جانفي 2001 إلى 30 جوان 2001. وبالنسبة لسوق مسقط للأوراق المالية فقد اعتمد مجلس إدارة الهيئة النظام الجديد الذي سوف تتبعه في احتساب المؤشر العام لها وهو مقياس الـ 1000 نقطة لفترة الأساس بدلا عن النظام الحالي والذي يعتمد مقياس الـ 100 نقطة ابتداء من 1 جوان 2004. كما سيتم تغيير مسماه إلى "مؤشر سوق مسقط 30" والذي يتكون من 30 شركة مدرجة في السوق. وتأتي هذه الخطوة تجاوبا مع العديد من التطورات الجذرية التي أدخلتها سوق مسقط للأوراق المالية على أنظمتها ومؤشرها العام وتمشيا مع التوجه العالمي نحو توحيد مقاييس احتساب المؤشرات مع الأسواق المالية الأخرى.

## 3-3-2 معلومات الدراسة:

من بين الجوانب المنهجية المتبعة في الدراسة:

- 1- معالجة قضية اختلاف العطلة الأسبوعية في الدول المدروسة: على اعتبار أن كافة معلومات العطلة تنعكس بصورة أكبر في اليوم الأول من الأسبوع الموالي، ثم تنعكس بصورة أقل في اليوم الثاني، وهكذا حتى نهاية الأسبوع، فقد فضلنا تعويض المؤشرات الخاصة بعطلة الأسبوع بالمتوسط الحسابي المرجح لقيم المؤشر خلال الأسبوع الذي يتبع العطلة. فإذا كانت العطلة يومي الخميس والجمعة فإن قيمة المؤشر خلال هذين اليومين تكون:

$$\text{قيمة المؤشر خلال العطلة} = \frac{(5 \times \text{قيمة المؤشر يوم السبت}) + (4 \times \text{قيمة المؤشر يوم الأحد}) + \dots + (\text{قيمة المؤشر يوم الأربعاء})}{15}$$

- 2- معالجة قضية الفارق الزمني: لأن الفارق الزمني بين بعض البورصات قد يفوق أحيانا 8 ساعات، كما أن بعض البورصات لا تتأثر بالبقية في نفس اليوم. وعليه استعملنا المتغيرات المبطأة متى دعت الحاجة إلى ذلك.
- 3- قامت الدراسة بإجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى طبقا للنموذج التالي:

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + \dots + b_i x_i + u_i$$

حيث يعبر:

$x_1 \dots x_i$  عن المتغيرات المستقلة.

$y$  عن المتغير التابع.

$b_1 \dots b_i$  عن المعاملات.

$a$  عن العوامل الأخرى المؤثرة في النموذج.

$u_i$  عن عنصر الخطأ و  $E(u_i) = 0, \forall i \neq s$  و  $u_i \approx N(0, \sigma^2)$

مع تكراره باستخدام مختلف المؤشرات حسب الحالات التالية:

- الحالة الأولى: مؤشرات الأسواق الأوروبية كمتغير تابع لمؤشرات الأسواق الأمريكية.
  - الحالة الثانية: مؤشرات الأسواق الآسيوية كمتغير تابع للمؤشرات الأمريكية، ثم المؤشرات الأوروبية.
  - الحالة الثالثة: مؤشرات الدول الخليجية كتابع لمؤشرات الدول المتقدمة، ثم كتابع لبقية المؤشرات الخليجية.
  - الحالة الرابعة: أثر المعلومات الموازية على المؤشرات الخليجية.
- وقد تم حساب كل من معاملات الارتباط والتحديد، باستعمال برنامج E-views. كما تم الاختبار العام للنموذج باستخدام توزيع (F)، والذي جاء ملائما لتمثيل العلاقة بين مختلف المؤشرات.

## 3-3-3 تفسير النتائج:

من النتائج المتحصل عليها والمملخصة في الجداول التالية يمكن ملاحظة مايلي:

جدول رقم (3-3): معاملات التحديد للبورصات خلال فترة الدراسة

| D.V  | I.V | الأمريكية | DOW   | NAS   | S&P   | الأوروبية | FTSE  | DAX   | CAC   | الآسيوية | NIK   | HS    | ST    | الخليجية | KSM   | MSM   | BSE   | ADSM  |
|------|-----|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| DOW  |     | 73.40     |       |       |       |           |       |       |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| NAS  |     | 09.44     | 09.14 |       |       |           |       |       |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| S&P  |     | 72.24     | 72.15 | 05.20 |       |           |       |       |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| FTSE |     | 42.71     | 42.49 | 05.37 | 32.25 | 54.75     |       |       |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| DAX  |     | 74.51     | 72.54 | 15.06 | 54.02 | 54.23     | 40.12 |       |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| CAC  |     | 74.50     | 55.27 | 04.11 | 74.47 | 63.26     | 51.17 | 51.39 |       |          |       |       |       |          |       |       |       |       |
| NIK  |     | 32.97     | 05.00 | 00.31 | 21.34 | 71.34     | 13.61 | 00.35 | 39.68 | 76.22    |       |       |       |          |       |       |       |       |
| HS   |     | 68.41     | 65.63 | 10.13 | 58.48 | 67.70     | 32.10 | 65.21 | 47.63 | 84.17    | 00.46 |       |       |          |       |       |       |       |
| ST   |     | 72.95     | 55.46 | 03.05 | 71.20 | 83.07     | 28.73 | 43.06 | 80.25 | 90.28    | 35.55 | 60.30 |       |          |       |       |       |       |
| KSM  |     | 76.66     | 62.82 | 06.60 | 75.42 | 76.09     | 25.67 | 47.07 | 71.85 | 85.67    | 22.51 | 63.49 | 82.83 | 86.05    |       |       |       |       |
| MSM  |     | 64.64     | 27.65 | 00.78 | 58.87 | 74.59     | 10.56 | 16.61 | 61.22 | 81.36    | 51.33 | 32.46 | 78.73 | 91.06    | 76.27 |       |       |       |
| BSE  |     | 19.68     | 00.21 | 00.55 | 07.53 | 16.27     | 00.12 | 00.38 | 08.52 | 16.58    | 01.39 | 11.33 | 12.74 | 23.15    | 03.26 | 07.85 |       |       |
| ADSM |     | 48.27     | 09.57 | 00.87 | 34.50 | 78.13     | 01.36 | 00.46 | 41.08 | 62.87    | 49.32 | 08.64 | 50.33 | 84.74    | 40.49 | 65.71 | 11.80 |       |
| SSM  |     | 41.27     | 04.06 | 01.71 | 24.50 | 81.08     | 08.01 | 01.54 | 45.35 | 84.81    | 81.94 | 02.54 | 43.57 | 80.87    | 27.72 | 53.72 | 03.55 | 72.88 |

DV : DEPENDENT VARIABLE.

IV : INDEPENDENT VARIABLE.

U : %

المصدر: من حساب الباحث.



جدول رقم (3-4): معاملات الارتباط للبورصات خلال فترة الدراسة

| D.V  |           | U : % |        |       |           |        |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
|------|-----------|-------|--------|-------|-----------|--------|--------|-------|----------|--------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|
| I.V  | الأمريكية | DOW   | NAS    | S&P   | الأوروبية | FTSE   | DAX    | CAC   | الآسيوية | NIK    | HS    | ST    | الخليجية | KSM   | MSM   | BSE   | ADSM  |
| DOW  | 72.99     |       |        |       |           |        |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| NAS  | 08.03     | 08.44 |        |       |           |        |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| S&P  | 71.81     | 71.94 | 04.47  |       |           |        |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| FTSE | 41.35     | 42.05 | 04.64  | 31.72 | 54.05     |        |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| DAX  | 73.89     | 72.33 | 14.39  | 53.66 | 53.52     | 39.66  |        |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| CAC  | 73.89     | 44.92 | 03.36  | 74.27 | 62.96     | 50.80  | 51.02  |       |          |        |       |       |          |       |       |       |       |
| NIK  | 31.35     | 04.25 | 00.47- | 20.72 | 70.66     | 12.94  | 00.42- | 39.21 | 75.83    |        |       |       |          |       |       |       |       |
| HS   | 67.64     | 65.36 | 09.42  | 58.15 | 66.93     | 31.57  | 64.93  | 47.22 | 83.91    | 00.30- |       |       |          |       |       |       |       |
| ST   | 72.26     | 55.09 | 02.25  | 70.95 | 82.65     | 27.41  | 42.59  | 80.09 | 90.13    | 39.37  | 59.99 |       |          |       |       |       |       |
| KSM  | 76.11     | 62.53 | 05.88  | 75.23 | 75.52     | 25.09  | 46.65  | 71.64 | 85.31    | 21.31  | 63.21 | 82.69 | 85.39    |       |       |       |       |
| MSM  | 63.77     | 27.07 | 00.01- | 58.53 | 73.97     | 09.85  | 15.94  | 60.91 | 80.88    | 51.04  | 31.92 | 78.55 | 90.64    | 76.08 |       |       |       |
| BSE  | 17.64     | 0.62- | 00.27- | 06.76 | 14.16     | 06.91- | 00.43- | 07.76 | 14.36    | 01.09  | 10.61 | 12.00 | 19.49    | 02.50 | 07.11 |       |       |
| ADSM | 46.84     | 8.75  | 00.01- | 33.91 | 62.66     | 00.76  | 00.43- | 40.96 | 61.80    | 49.37  | 07.84 | 49.88 | 84.01    | 39.98 | 65.42 | 11.02 |       |
| SSM  | 39.43     | 3.48  | 00.71  | 23.73 | 80.49     | 07.08  | 00.52  | 44.79 | 84.30    | 81.34  | 01.56 | 42.99 | 79.96    | 27.02 | 53.26 | 2.58  | 72.59 |

جدول رقم (3-5): معاملات التحديد للمعلومات الموزانية.

المصدر: من حساب الباحث.

U : %

| I.V   | DOW   | NAS    | S&P    | FTSE   | DAX    | CAC   | NIK   | HS    | ST     | KSM   | MSM   | BSE    | ADSM  | SSM   |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| BRENT | 01.10 | 00.42- | 11.53  | 15.09  | 00.55- | 26.96 | 47.03 | 07.21 | 28.76  | 18.49 | 36.57 | 09.19  | 23.42 | 47.79 |
| EURO  | 17.83 | 3.67   | 01.07- | 00.84- | 13.69  | 02.73 | 43.22 | 21.17 | 01.12- | 02.29 | 01.69 | 01.06- | 12.84 | 37.28 |

## 3-3-3-1 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الأمريكية:

تفاوت تأثير بورصة نيويورك للأوراق المالية على بقية الأسواق المالية، فقد كان تأثيرها ضعيفا على بورصة طوكيو وكل البورصات العربية ماعدا بورصة الكويت. كما لم تساهم في تفسير التغيرات في بورصة نازداك سوى 9.14% فقط وقرابة 91% من تأثير البورصات والعوامل الأخرى. ولقد كان أعلى تأثير لها على بورصة فرانكفورت [ $R^2 = 72.52\%$ ]، كما هو مبين في النموذجين التاليين.

$$\begin{aligned} \text{NAS} &= -406.51 + 0.23\text{DOW} \\ &\quad (-0.6) \quad (3.61) \\ R^2 &= 0.0914 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{DAX} &= -523.96 + 0.43\text{DOW} \\ &\quad (-2.13) \quad (18.32) \\ R^2 &= 0.7254 \quad N=138 \end{aligned}$$

وعلى غير المتوقع لم يكن لسوق نازداك للمعاملات الإلكترونية في الأسهم تأثير يعتد به على بقية الأسواق، فقد ارتبطت بها العديد من الأسواق بعلاقة عكسية ضعيفة جدا. وأعلى ارتباط لها سجل مع بورصة فرانكفورت [ $R = 14.39\%$ ].

$$\begin{aligned} \text{DAX} &= 3464.3 + 0.25\text{NAS} \\ &\quad (31.76) \quad (4.74) \\ R^2 &= 0.1506 \quad N=138 \end{aligned}$$

في حين أظهر مؤشر ستاندرد أندبورز الخاص بالأسواق المالية الناشئة نوع من الارتباط القوي نسبيا مع معظم البورصات خاصة بورصات باريس وسنغافورة والكويت، والنماذج التالية توضح ذلك:

$$\begin{aligned} \text{CAC} &= 172.61 + 3.08\text{S\&P} \\ &\quad (0.96) \quad (19.32) \\ R^2 &= 0.7447 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ST} &= -206.41 + 1.81\text{S\&P} \\ &\quad (-1.76) \quad (17.43) \\ R^2 &= 0.7120 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{KSM} &= -2671.76 + 6.86\text{S\&P}(-1) \\ &\quad (-6.87) \quad (19.82) \\ R^2 &= 0.7542 \quad N=138 \end{aligned}$$

## 3-3-3-2 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الأوروبية:

- ترابط FTSE بالبورصات الأمريكية:

$$\begin{aligned} \text{FTSE} &= 2638.11 + 0.15\text{DOW} + 0.01\text{NAS} + 0.11\text{S\&P} \\ &\quad (14.12) \quad (4.55) \quad (0.56) \quad (0.42) \\ R^2 &= 0.4271 \quad N=138 \end{aligned}$$

- ترابط DAX بالبورصات الأمريكية:

$$\begin{aligned} \text{DAX} &= -489.26 + 0.38\text{DOW} + 0.09\text{NAS} + 0.20\text{S\&P} \\ &\quad (-2.04) \quad (8.66) \quad (3.07) \quad (0.58) \\ R^2 &= 0.7451 \quad N=138 \end{aligned}$$

- ترابط CAC بالبورصات الأمريكية:

$$\begin{aligned} \text{CAC} &= 132.32 + 0.01\text{DOW} + 0.002\text{NAS} + 2.98\text{S\&P} \\ &\quad (0.63) \quad (0.37) \quad (0.08) \quad (9.73) \\ R^2 &= 0.7450 \quad N=138 \end{aligned}$$

من خلال مقارنة النماذج يلاحظ تفاوت البورصات الأوروبية ممثلة في لندن، فرانكفورت وباريس في درجة ترابطها بالأسواق الأمريكية، خاصة بورصة لندن التي لم تتأثر بالبورصات الأمريكية (كما هو موضح في النموذج) سوى بـ 42.71%، بينما بلغ تأثير العوامل الأخرى 48%. كما لم يكن لها تأثير يذكر سوى على بورصة باريس [ $R^2=51.17\%$ ].

$$\begin{aligned} \text{CAC} &= -1634.93 + 1.18\text{FTSE} \\ &\quad (-3.63) \quad (11.71) \\ R^2 &= 0.5117 \quad N=138 \end{aligned}$$

ويلاحظ الارتباط جد القوي لبورصة فرانكفورت بالبورصات الأمريكية، حيث تفسر هذه الأخيرة 74.51% من التغيرات في البورصة الألمانية. والتي بلغ ارتباطها ببورصة باريس ولندن 53.52%.

$$\begin{aligned} \text{DAX} &= -378.96 + 0.46\text{FTSE} + 0.62\text{CAC} \\ &\quad (-0.7) \quad (2.82) \quad (6.3) \\ R^2 &= 0.5423 \quad N=138 \end{aligned}$$

وكان تأثير البورصات الأمريكية على بورصة باريس، مماثلاً لتأثيرها على بورصة فرانكفورت كما هو مبين في النموذج. وساهمت البورصات الأوروبية (لندن وفرانكفورت) بـ 63.26% في تغيرات بورصة باريس. التي كان أكبر تأثير لها على بورصة سنغافورة بـ 80.25%.

$$\begin{aligned} \text{CAC} &= -1134.06 + 0.73\text{FTSE} + 0.37\text{DAX} \\ &\quad (-2.82) \quad (6.45) \quad (6.3) \\ R^2 &= 0.6326 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ST} &= -140.68 + 0.54\text{CAC}(-1) \\ &\quad (-1.58) \quad (22.26) \\ R^2 &= 0.8025 \quad N=138 \end{aligned}$$



## 3-3-3 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الآسيوية:

- ترابط NIKKEI بالبورصات الأمريكية:

$$NIK = 4595.37 - 1.47DOW(-1) - 0.34NAS(-1) + 20S\&P(-1)$$

(2.37)      (-4.05)      (-1.34)      (6.97)

$R^2 = 0.3297$        $N=138$

- ترابط NIKKEI بالبورصات الأوروبية:

$$NIK = 1078.19 + 0.12FTSE(-1) - 3.96DAX(-1) + 6.92CAC(-1)$$

(0.50)      (0.17)      (-11.45)      (15.11)

$R^2 = 0.7134$        $N=138$

باستخدام القيم المبطة للمتغيرات المستقلة يتضح أن بورصة طوكيو ارتبطت بعلاقة ضعيفة بكل من DAW و NAS و S&P حيث لا تفسر البورصات الأمريكية سوى 32.94% من التغيرات في بورصة طوكيو. في حين أظهرت هذه الأخيرة نوعاً من الارتباط القوي مع البورصات الأوروبية كما هو موضح في النموذج. بينما كان ارتباطها قوي ببقية البورصات الآسيوية.

$$NIK = 1224.38 - 1.00 HS + 12.48ST$$

(1.64)      (-13.78)      (19.95)

$R^2 = 0.7622$        $N=138$

- ترابط STARTS TIMES بالبورصات الأمريكية:

$$ST = -237.48 + 0.01DOW(-1) - 0.008NAS(-1) + 1.68S\&P(-1)$$

(-1.80)      (0.74)      (-0.49)      (8.67)

$R^2 = 0.7295$        $N=138$

- ترابط STARTS TIMES بالبورصات الأوروبية:

$$ST = 534.85 - 0.24FTSE(-1) + 0.03DAX(-1) + 0.61CAC(-1)$$

(3.05)      (-4.46)      (1.32)      (16.42)

$R^2 = 0.8307$        $N=138$

على عكس بورصة طوكيو كان ارتباط بورصة سنغافورة بالبورصات الأمريكية قوي، حيث تفسر المؤشرات الأمريكية 72.95% من قيمة التغيرات في مؤشر STARTS TIMES. الذي كان ارتباطه قوي جداً

بالبورصات الأوروبية [R=82.65%]. ويعود 90.28% من أسباب تغير بورصة سنغافورة إلى تغيرات بورصة طوكيو وهونغ كونغ. ويوضح النموذج التالي ذلك:

$$ST = 86.74 + 0.06NIK + 0.08HS$$

$$(1.67) \quad (19.65) \quad (25.33)$$

$$R^2 = 0.9028 \quad N=138$$

- ترابط HANG SANG بالبورصات الأمريكية:

$$HS = -5950.71 + 1.22DOW(-1) + 0.26NAS(-1) + 5.12S\&P(-1)$$

$$(-5.01) \quad (5.50) \quad (1.70) \quad (2.92)$$

$$R^2 = 0.6841 \quad N=138$$

- ترابط HANG SANG بالبورصات الأوروبية:

$$HS = -2385.58 - 0.08 FTSE(-1) + 2.87DAX(-1) + 1.21CAC(-1)$$

$$(-1.16) \quad (-0.13) \quad (8.60) \quad (2.79)$$

$$R^2 = 0.6770 \quad N=138$$

من النموذجين السابقين اتضح أن البورصات الأمريكية ساهمت بـ 68.41% من التغيرات في بورصة هونغ كونغ، وتفسر البورصات الأوروبية 67.7% من تغيراتها، بينما تساهم البورصات الآسيوية (طوكيو-سنغافورة) بـ 84.17% في تغيراتها.

$$HS = 1044.88 - 0.60NIK + 10.16ST$$

$$(1.82) \quad (-13.78) \quad (25.33)$$

$$R^2 = 0.8417 \quad N=138$$

### 3-3-4 تفسير النتائج المتعلقة بالبورصات الخليجية:

- ترابط سوق الكويت للأوراق المالية بالبورصات الأمريكية:

$$KSM = -3191.65 + 0.17DOW(-1) + 0.05NAS(-1) + 5.75S\&P(-1)$$

$$(-7.20) \quad (2.16) \quad (0.92) \quad (8.63)$$

$$R^2 = 0.7666 \quad N=138$$

- ترابط سوق الكويت للأوراق المالية بالبورصات الأوروبية:

$$KSM = 548.57 - 0.96FTSE(-1) + 0.34DAX(-1) + 1.94CAC(-1)$$

$$(0.72) \quad (-4.01) \quad (3.51) \quad (12.17)$$

$$R^2 = 0.7609 \quad N=138$$

- ترابط سوق الكويت للأوراق المالية بالبورصات الآسيوية:

$$KSM = -1176.15 - 0.02NIK(-1) + 0.09HS(-1) + 2.88ST(-1)$$

(-4.94)      (-0.85)      (2.43)      (6.99)

$R^2 = 0.8567$        $N=138$

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أكبر الأسواق الخليجية تأثراً بالبورصات الأمريكية خلال فترة الدراسة بـ 76.66%، في حين ساهمت البورصات الأوروبية بـ 76.09% من تغيراتها، وكان تأثير البورصات الآسيوية أكبر  $[R^2 = 85.67\%]$ .

- ترابط سوق الكويت للأوراق المالية بالبورصات الخليجية:

$$KSM = -5072.70 + 1.03ADSM + 22.98MSM - 0.33SSM + 1.35BSE$$

(-2.38)      (2.33)      (14.30)      (-5.64)      (2.03)

$R^2 = 0.8605$        $N=138$

$$KSM = 240.09 + 2.62ADSM$$

(0.44)      (8.96)

$R^2 = 0.4049$        $N=138$

$$KSM = -365.94 + 18.63MSM$$

(-1.38)      (20.44)

$R^2 = 0.7627$        $N=138$

$$KSM = 11149.52 - 2.63BSE$$

(3.75)      (-2.06)

$R^2 = 0.0326$        $N=138$

$$KSM = 3135.99 + 0.39SSM$$

(10.63)      (6.31)

$R^2 = 0.2772$        $N=138$

كما هو مبين في النماذج أعلاه فقد كان ارتباط سوق الكويت للأوراق المالية بالدول الخليجية متفاوتاً، حيث فسرت سوق مسقط للأوراق المالية 76.26% من التغيرات في سوق الكويت، بينما ربطتها علاقة ضعيفة جداً مع سوق البحرين للأوراق المالية  $[R=0.025\%]$ ، وأظهرت نوعاً من الارتباط النسي مع سوق أبو ظبي للأوراق المالية 39.98% وسوق الأوراق المالية السعودية 27.02%، وبالتالي ساهمت هذه الأسواق في مجملها بـ 86.05% في تغيرات مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية. وتجدر الإشارة إلى العلاقة القوية التي ربطت سوق الكويت ببورصة سنغافورة  $[R=82.69\%]$ .

$$KSM = -1053.2 + 3.31ST(-1)$$

(-4.25)      (14.56)

$R^2 = 0.8283$        $N=138$



- ترابط سوق مسقط للأوراق المالية بالبورصات الأمريكية:

$$MSM = 29.52 - 0.01DOW(-1) - 0.002NAS(-1) + 0.42S\&P(-1)$$

(1.14)      (-4.16)      (-0.70)      (11.21)

$R^2 = 0.6464$       N=138

- ترابط سوق مسقط للأوراق المالية بالبورصات الأوروبية:

$$MSM = 228.56 - 0.07FTSE(-1) - 0.01DAX(-1) + 0.12CAC(-1)$$

(6.22)      (-6.20)      (-3.09)      (16.56)

$R^2 = 0.7459$       N=138

- ترابط سوق مسقط للأوراق المالية بالبورصات الآسيوية:

$$MSM = 18.09 + 0.003NIK(-1) - 0.001HS(-1) + 0.13ST(-1)$$

(1.45)      (2.44)      (-0.58)      (6.09)

$R^2 = 0.8136$       N=138

لقد كان تأثير سوق مسقط للأوراق المالية بالأسواق الأمريكية أقل من تأثير سوق الكويت، فقد فسرت البورصات الأمريكية 64.64% من تغيرات مؤشرها. كما ساهمت البورصات الأوروبية بـ 74.59% من تغيرات سوق مسقط، الذي أثرت فيه البورصات الآسيوية بـ 81.36%. وعلى غرار بورصة الكويت فقد كانت بورصة سنغافورة أكبر البورصات العالمية تأثيراً على أداء بورصة مسقط [ $R^2 = 78.73\%$ ] كما هو موضح

في النموذج التالي:

$$MSM = 16.05 + 0.14ST(-1)$$

(1.24)      (21.25)

$R^2 = 0.7873$       N=138

- ترابط سوق مسقط للأوراق المالية بالبورصات الخليجية:

$$MSM = 186.43 + 0.01ADSM + 0.03KSM + 0.01SSM - 0.05BSE$$

(2.84)      (0.80)      (14.3)      (4.68)      (-2.26)

$R^2 = 0.9106$       N=138

$$MSM = 8.81 + 0.15ADSM$$

(0.46)      (14.91)

$R^2 = 0.6571$       N=138

$$MSM = 167.74 + 0.02SSM$$

(15.22)      (10.88)

$R^2 = 0.5372$       N=138

$$MSM = 725.69 - 0.18BSE$$

(5.42)      (-3.26)

$R^2 = 0.0785$       N=138

على صعيد البورصات الخليجية، بالإضافة إلى الارتباط القوي مع السوق المالية الكويتية، فقد أسهمت كل من بورصتي أبو ظبي والسعودية في تفسير التغيرات في سوق مسقط للأوراق المالية بـ 65.71% و 53.72%. بينما كان ارتباطها ضعيفا جدا مع بورصة البحرين. وبذلك كان إجمالي تأثير هذه الدول على بورصة مسقط 91.06%.

- ترابط سوق البحرين للأوراق المالية بالبورصات الأمريكية:

$$BSE = 2378.66 + 0.04DOW(-1) + 0.005NAS(-1) - 0.43S\&P(-1)$$

(41.03)      (3.88)      (0.80)      (-5.23)

$R^2 = 0.1968$        $N=138$

- ترابط سوق البحرين للأوراق المالية بالبورصات الأوروبية:

$$BSE = 2257.06 + 0.07FTSE(-1) + 0.02DAX(-1) - 0.09CAC(-1)$$

(21.8)      (2.16)      (1.74)      (-4.75)

$R^2 = 0.1627$        $N=138$

- ترابط سوق البحرين للأوراق المالية بالبورصات الآسيوية:

$$BSE = 2505.81 - 0.007NIK(-1) - 0.01HS(-1) + 0.02ST(-1)$$

(64.89)      (-1.50)      (-1.74)      (0.31)

$R^2 = 0.1658$        $N=138$

رغم الجهود المبذولة من قبل سوق البحرين للانتزاع على المجتمع الدولي، لم تتأثر كثيرا بالبورصات العالمية في فترة الدراسة وكانت النتائج عكس المتوقع، فقد ساهمت البورصات الأمريكية بـ 19.68% فقط في تغيرها، فيما لم تأثر البورصات الأوروبية سوى بـ 16.27% في أداءها، كما ساهمت البورصات الآسيوية في تغيرها بـ 16.58% فقط. وحتى باستعمال المتغيرات المبطأة لأكثر من يوم لم تتغير النتائج كثيرا.

- ترابط سوق البحرين للأوراق المالية بالبورصات الخليجية:

$$BSE = 2658.78 - 0.17ADSM + 0.03KSM - 1.04MSM + 0.02SSM$$

(37.13)      (-2.49)      (2.03)      (-2.26)      (2.30)

$R^2 = 0.2315$        $N=138$

$$BSE = 2498 - 0.09ADSM$$

(65.36)      (-3.88)

$R^2 = 0.1180$        $N=138$

$$BSE = 2372.29 - 0.009SSM$$

(100.3)      (-1.91)

$R^2 = 0.0355$        $N=138$

كما تظهر النماذج السابقة لم يكن لسوق البحرين للأوراق المالية تأثيراً يذكر بالبورصات الخليجية، رغم الروابط الاقتصادية التي تجمعهم في إطار مجلس التعاون الخليجي، فقد أسهمت هذه الأخيرة بـ 23.15% فقط من تغيرات سوق البحرين للأوراق المالية وتعود 76.85% الباقية إلى عوامل أخرى.

- ترابط سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالبورصات الأمريكية:

$$ADSM = 100.69 - 0.13DOW(-1) - 0.04NAS(-1) + 2.03S\&P(-1)$$

(5.94)                  (-4.29)                  (-2.19)                  (8.57)

$$R^2 = 0.4827 \quad N=138$$

- ترابط سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالبورصات الأوروبية:

$$ADSM = 1833.66 - 0.35FTSE(-1) - 0.28DAX(-1) + 0.74CAC(-1)$$

(10.06)                  (-6.23)                  (-9.74)                  (19.49)

$$R^2 = 0.7813 \quad N=138$$

- ترابط سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالبورصات الآسيوية:

$$ADSM = 729.35 + 0.007NIK(-1) - 0.05HS(-1) + 0.91ST(-1)$$

(7.54)                  (0.70)                  (-3.50)                  (5.57)

$$R^2 = 0.6287 \quad N=138$$

لا يوجد اختلاف كبير عن البحرين في ارتباط سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالأسواق الأمريكية الذي لم يتعدى 46.84%، في حين كان ارتباطها بالأسواق الأوروبية جد قوي وقدر بـ 77.53%، وأسهمت الأسواق الآسيوية بـ 62.87% من التغيرات في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

- ترابط سوق أبو ظبي للأوراق المالية بالبورصات الخليجية:

$$ADSM = 1779.5 + 0.05KSM + 0.56MSM - 0.39BSE + 0.10SSM$$

(4.44)                  (2.33)                  (0.80)                  (-2.49)                  (-8.76)

$$R^2 = 0.8474 \quad N=138$$

$$ADSM = 1123.12 + 0.14SSM$$

(25.27)                  (15.72)

$$R^2 = 0.7288 \quad N=138$$

أظهرت سوق أبو ظبي للأوراق المالية ارتباطاً قوياً ببورصة السعودية، وأسهمت الدول الخليجية في تفسير 84.74% من تغيراتها.



- ترابط سوق الأسهم السعودية بالبورصات الأمريكية:

$$SSM = 1725.17 - 0.85DOW(-1) - 0.26NAS(-1) + 11.06S\&P(-1)$$

(1.59)            (-4.35)            (-2.00)            (7.35)

$$R^2 = 0.4127 \quad N=138$$

- ترابط سوق الأسهم السعودية بالبورصات الأوروبية:

$$SSM = 4637.8 - 1.41FTSE(-1) - 2.37DAX(-1) + 4.35CAC(-1)$$

(4.14)            (-4.15)            (-11.97)            (19.05)

$$R^2 = 0.8108 \quad N=138$$

- ترابط سوق الأسهم السعودية بالبورصات الآسيوية:

$$SSM = -476.46 + 0.28NIK(-1) - 0.29HS(-1) + 3.24ST(-1)$$

(-1.35)            (6.72)            (-5.28)            (5.31)

$$R^2 = 0.8481 \quad N=138$$

تعتبر بورصة السعودية أكبر البورصات الخليجية تأثراً بالأسواق الأوروبية كما هو موضح في النموذج أعلاه، حيث فسرت البورصات الأوروبية 81.08% من تغيرات أداء بورصة السعودية. ولقد كانت الأسواق الآسيوية أكبر البورصات العالمية تأثيراً على سوق الأسهم السعودية بـ 84.81%، ولم تسهم البورصات الأمريكية سوى بـ 41.27% من تغيراتها. وتجدد الإشارة إلى درجة الارتباط الغير عادية بين بورصتي اليابان والسعودية مقارنة ببقية البورصات الخليجية. حيث ساهمت بورصة اليابان بـ 82.12% من التغيرات في بورصة السعودية، وتعود قرابة 17% إلى تأثير العوامل الأخرى.

- ترابط سوق الأسهم السعودية بالبورصات الخليجية:

$$SSM = -10500.4 + 4.5ADSM - 0.81KSM + 19.19MSM + 2.36BSE$$

(-3.94)            (8.76)            (-5.64)            (4.68)            (2.30)

$$R^2 = 0.8087 \quad N=138$$

كما هو مبين في النموذج فقد كان ارتباط سوق الأوراق المالية السعودية بالبورصات الخليجية قوي نسبياً وقد بلغ 79.96%.

## 3-3-5 أثر المعلومات الموازية:

جاء أثر المعلومات الموازية على الأسواق المالية سواء المتقدمة منها أو الخليجية ضعيفا، وغير معنوي في أحيان أخرى، رغم ما شهدته فترة الدراسة من ارتفاع في سعر صرف الأورو مقابل الدولار وسعر البرنت. فقد كان مؤشر DOW أكبر المؤشرات الأمريكية تأثرا بسعر صرف الأورو مقابل الدولار الذي لم يتعدى 19% كما هو مبين في النموذج. في حين أسهم سعر صرف الأورو مقابل الدولار في تفسير 14.65% من تغيرات بورصة فرانكفورت، ولم يكن له تأثير يذكر على بورصة باريس ولندن. وعلى العكس بالنسبة لبورصة طوكيو فقد فسر نسبة متوسطة من تغيراتها قدرت بـ 43.84%.

$$\begin{aligned} \text{DOW} &= 6903.58 + 2872.93\text{EURO} \\ &\quad (8.75) \quad (4.53) \\ R^2 &= 0.1873 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{DAX} &= 1906.63 + 1691.01\text{EURO} \\ &\quad (3.54) \quad (3.90) \\ R^2 &= 0.1465 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{NIK} &= 29055.18 - 14551.03\text{EURO} \\ &\quad (13.54) \quad (-8.42) \\ R^2 &= 0.4384 \quad N=138 \end{aligned}$$

وتعد سوق السعودية للأوراق المالية البورصة الوحيدة من بين البورصات الخليجية التي أظهرت نوع من الارتباط المتوسط بسعر صرف الأورو مقابل الدولار، والنموذج التالي يوضح ذلك.

$$\begin{aligned} \text{SSM} &= 14106.14 - 7600.77\text{EURO} \\ &\quad (10.07) \quad (-6.75) \\ R^2 &= 0.3812 \quad N=138 \end{aligned}$$

أما بالنسبة لسعر مزيج برنت فقد كانت بورصة طوكيو أيضا أكبر البورصات المتقدمة تأثرا به، حيث ساهم في تفسير 47.03% من تغيراتها.

$$\begin{aligned} \text{NIK} &= 2341.64 + 274.72\text{BRENT} \\ &\quad (2.85) \quad (10.49) \\ R^2 &= 0.4746 \quad N=138 \end{aligned}$$

لم تكن نتائج ترابط الأسواق المالية الخليجية بتغيرات أسعار مزيج برنت كما هو متوقع رغم المكانة التي تحتلها الدول الخليجية في إنتاج وتصدير النفط، حتى باستخدام القيم المبطأة للمتغيرات المستقلة اتضح أن أثرها على أداء السوق يقل بزيادة فترة الإبطاء، حيث جاءت ضعيفة بالنسبة لبورصتي البحرين والكويت، بينما ارتبطت بها كل من بورصة مسقط وأبو ظبي والسعودية بعلاقة متوسطة نسبيا، كما هو موضح في النماذج التالية.

$$\begin{aligned} \text{BSE} &= 2428.57 - 3.25\text{BRENT} \\ &\quad (86.17) \quad (-3.61) \\ R^2 &= 0.0995 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{KSM} &= 2838.5 + 69.71\text{BRENT} \\ &\quad (7.08) \quad (5.44) \\ R^2 &= 0.1914 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{SSM} &= 273.31 + 140.40\text{BRENT} \\ &\quad (0.59) \quad (9.52) \\ R^2 &= 0.4832 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ADSM} &= 1226.75 + 19.15\text{BRENT} \\ &\quad (12.04) \quad (5.88) \\ R^2 &= 0.2412 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{MSM} &= 149.18 + 4.45\text{BRENT} \\ &\quad (9.04) \quad (8.44) \\ R^2 &= 0.3709 \quad N=138 \end{aligned}$$

وفيما يخص أسعار صرف عملات الدول الخليجية مقابل الدولار فكما هو موضح في النماذج، لم يكن لها تأثير يذكر على أداء الأسواق، كما لم يسجل تغير ملحوظ في أسعار صرف هذه العملات مقابل الدولار إلا خلال أيام قليلة من فترة الدراسة.

$$\begin{aligned} \text{ADSM} &= -99583.78 + 27619.21\text{DI} \\ &\quad (-2.44) \quad (2.49) \\ R^2 &= 0.0720 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{KSM} &= -2529.64 + 103332.5\text{DK} \\ &\quad (-1.12) \quad (1.34) \\ R^2 &= 0.0207 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{SSM} &= 518829.8 - 137117.9\text{RS} \\ &\quad (3.15) \quad (-3.12) \\ R^2 &= 0.1211 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{MSM} &= -1039.36 + 3466\text{RA} \\ &\quad (-0.58) \quad (0.75) \\ R^2 &= 0.0063 \quad N=138 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{BSE} &= 1986.18 + 906\text{DB} \\ &\quad (2.70) \quad (0.46) \\ R^2 &= 0.0026 \quad N=138 \end{aligned}$$



# الاستنتاجات والاقتراحات

## الاستنتاجات والاقتراحات:

من خلال الدراسة النظرية يتضح أن:

- العولمة المالية ساهمت في توحيد نشاطات الأسواق المالية الدولية، كما أدت إلى تنشيط التداول في هذه الأسواق نتيجة الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية. وترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة ببعضها البعض، والتي توفر المعلومات عن الأدوات المالية التي تتعامل فيها تلك الأسواق.
- رغم المنافع التي تحققها العولمة المالية وترابط الأسواق المالية فقد تحدث أثارا ضارة بالاستقرار الاقتصادي، نتيجة التدفقات المفاجئة والمتقلبة لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، كما أنها تؤدي إلى انتقال عدوى الأزمات المالية من دولة إلى أخرى.
- رغم اختلاف الأوضاع وأفاق التطور والنمو للأسواق المالية الخليجية، إلا أن مصيرها يعد واحدا على أية حال، في عالم تسوده التكتلات والتحالفات لتحقيق المصالح المشتركة.
- وانطلاقا من الدراسة التطبيقية نستنتج مايلي:
- بورصتا لندن وطوكيو تعمل بالموازاة مع البورصات الأمريكية فهي لا تتأثر بها كثيرا، إذ ربطتها علاقة متوسطة بها.
- للبورصات الأمريكية تأثير كبير على بورصتي باريس وفرانكفورت.
- تعد البورصات الآسيوية من أكبر البورصات الإقليمية ترابعا فيما بينها، فمثلا تفسر بورصة طوكيو وهونغ كونغ 90.28% من التغيرات في بورصة سنغافورة.
- رغم التفاوت المسجل في درجة ارتباط الأسواق الخليجية بالأسواق الدولية، إلا أنها على العموم ربطتها علاقة قوية نسبيا بها، ماعدا سوق البحرين للأوراق المالية التي لم تبد أي ارتباط يذكر ببقية الأسواق حتى الخليجية منها، رغم الجهود المبذولة من طرف سلطات السوق لتحويلها إلى سوق دولية.
- لم يكن للتذبذب الذي شهدته فترة الدراسة في أسعار مزيج برنت تأثير كبير على أداء الأسواق المالية، خاصة الخليجية منها رغم أن النفط يمثل مادة إستراتيجية بالنسبة لهذه لدول، وقد يرجع ذلك لكون الشركات النفطية في هذه الدول ليست شركات مساهمة وبالتالي غير مسجلة في البورصة.
- من خلال الارتباط المتوسط والطردي الذي ربط كل من بورصة طوكيو وسوق الأسهم السعودية بسعر صرف الأورو مقابل الدولار يتضح أنهما استفادتا من ارتفاع سعر صرف الأورو مقابل الدولار.
- لم تشهد أسعار صرف العملات الخليجية مقبل الدولار تغيرات كبيرة خلال فترة الدراسة، وبالتالي لم يكن لها تأثير كبير على أداء الأسواق المالية الخليجية.

- لاحظنا أن قصور التدفقات المالية الاستثمارية فيما بين الدول العربية، يرجع إلى حد كبير إلى ضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل للسوق المالية في كل دولة.

ولذلك فإن تعزيز التعاون الاقتصادي والمالي بين دول المنطقة العربية بات ضرورة ملحة من ضرورات هذا العصر الذي يشهد نزعة متزايدة نحو التكتل والتكامل بين دول عدة أقاليم ومناطق، ولا سبيل للوطن العربي من تثبيت وتدعيم مركزه على الساحة العالمية إلا من خلال توثيق أواصر التعاون والتكامل الاقتصادي. ولقد صار ضروريا تحقيق التعاون والتكامل العربي المشترك وتفعيله في مختلف المجالات لتعزيز قدرته لمواجهة المتغيرات على الساحة الدولية. ونوجز فيما يلي بعض الخطوات العملية والسبل المقترحة لربط البورصات العربية:

- ♦ التركيز على أسلوب المراحل في التعامل مع العولة إذ أن التسرع في إطار الاندماج في السوق الرأسمالية العالمية والقبول بوصفات المنظمات الاقتصادية والدولية، وبخاصة فيما يتعلق بالتوجه نحو التحرير المالي سوف يترتب عليه بعض المخاطر التي يجب الاحتياط لها. والعمل على إعداد دراسة عن الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية (الخدمات المالية) وانعكاساتها على الدول العربية لدعم قدرتها على منافسة الشركات الأجنبية.

- ♦ توفير الدعم السياسي والإعلامي من قبل المسؤولين في الدول العربية، للقضاء على أية مصاعب قد تواجهها أثناء التطبيق وإبراز الجوانب الإيجابية منها.

- ♦ إتباع سياسات داخلية سليمة في مجال الاقتصاد الكلي، تسمح بتوفير بيئة اقتصادية تتسم بالاستقرار الذي يؤهلها لاستقبال الاستثمارات الأجنبية. بما يعود عليها بآثار إيجابية بدلا من أثارها السلبية المتمثلة في سيطرة رأس المال الأجنبي على الأسواق وشيوع المضاربة. ويعتبر بحاج خطوات الإصلاح الاقتصادي على مستوى دول المنطقة العربية العامل الحاسم في تعزيز التعاون الاقتصادي بين هذه الدول على المدى الطويل، إضافة إلى ما سيسفر عنه من معدلات متزايدة للنمو، وانحسار الضغوط التضخمية، واستقرار اقتصادي ومالي.

- ♦ تنويع وتنسيق فرص الاستثمار في الأسواق المالية الخليجية من أجل جذب الاستثمارات العربية، والعمل على تطوير التشريعات الاستثمارية والنقدية والمالية لجعلها أكثر ملاءمة لمقتضيات انسياب رؤوس الأموال إلى مواطن الاستثمار. كما يتعين العمل على إزالة المعوقات الإدارية التي كثيرا ما تمثل العنصر الأكثر تنفيرا للمستثمرين، مع تجنب إصدار القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وعوائده وذلك للمساعدة على ترسيخ الثقة المتبادلة بين الأطراف المعنية بالاستثمار. كذلك تقديم حوافز لإرجاع الاستثمارات العربية الخارجية كمنحها إعفاءات ضريبية وجمركية وإيجاد فرص استثمارية مناسبة لها.

- ♦ تطوير وتنظيم الأسواق المالية العربية، والذي يعد شرطا أساسيا وجوهريا من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربيا، نظرا لاختلاف مستويات تنظيم هذه الأسواق وكون البعض منها غير مؤهل للارتباط بغيره



من الأسواق لعدم استكمال ما ينظمه من أطر قانونية ومؤسسية. لهذا أصبحت الحاجة ماسة إلى استكمال كافة الأطر القانونية والمؤسسية للأسواق المالية لتحقيق أقصى قدر ممكن من توحيد الأنظمة المعمول بها في هذه الأسواق. ومن المهم في هذا الإطار أن تتضمن التشريعات والقوانين الجديدة أحكاماً تساعد على تطوير آليات عمل الأسواق وعلى الربط فيما بينها، كالتشريعات المتعلقة بتنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية والتشريعات المتصلة بشروط إدراج أسهم الشركات في البورصات العربية.

♦ دعم الهياكل التنظيمية والمؤسسية للأسواق العربية وتطويرها بما يتناسب مع توفير الحدود الدنيا لأسس التعاون. إن الأجهزة والمؤسسات المالية العاملة في البورصات العربية، تعد بمثابة القنوات التي تتدفق من خلالها الاستثمارات. لذلك يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والتطور، لأن ضعف هذه الأجهزة (مؤسسات التقاص وشركات الوساطة) أو عدم توفرها، سيحد كثيراً من إمكانيات نجاح التنسيق المالي بين الأسواق العربية.

♦ تعميق الوعي الادخاري والتوظيفي بمختلف وسائل التوعية والاتصال، وهو ما يمثل البداية الصحيحة في اتجاه تشجيع وتنمية البورصات. كذلك فإن وجود تشريعات جيدة ورقابة محكمة على البورصات لا تكفي وحدها لتجعل من البورصة أداة لجذب المستثمرين، بل لابد من اتخاذ سلسلة من الإجراءات الأخرى كمنح الحوافز الضريبية والتأكيد على إشهار المعلومات وتوفيرها بعدالة أو خلق الثقة من خلال حماية حقوق المستثمرين وضمان الشفافية على الصعيد الوطني، لإضفاء مصداقية على السياسات، وبناء القدرات، وإيجاد ترتيبات تنظيمية وإشرافية سليمة تعزز النظام المالي المحلي.

♦ تبني أنظمة آلية للتداول في البورصات والعمل على التقارب والتشابه فيما بينها، لما لها من دور رئيسي في تسهيل العمل عبر الأسواق من خلال اتفاقية الربط، وتلبية احتياجات المتعاملين وتنفيذها باليسر والسهولة المطلوبين لتسهيل تداول الأوراق المالية بالبورصات.

♦ إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة لتأمين سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها. والعمل على إنشاء مركز عربي للمعلومات تكون مهمته تجميع المعلومات عن الفرص الاستثمارية والوظيفية داخل الدول العربية، وجعلها في متناول رجال الأعمال والمؤسسات الاقتصادية لاتخاذ القرار الصحيح. وربط الأسواق المالية العربية بشبكات الاتصال العالمية ومحطات الأقمار الصناعية.

♦ تشجيع قيام مؤسسات الاستثمار، وشركات تطوير السوق الأولية والثانوية التي تنوى الترويج للأوراق المالية والإصدارات الجديدة ووضع الضوابط لها. والعمل على تنويع أدوات الاستثمار المالي في بورصات الأوراق المالية للدول العربية.

♦ العمل الجاد على إنشاء مؤسسة عربية للتقاص والتسويات بهدف توفير الوسيلة الفعالة لتيسير عقد الصفقات المبرمة بين المتعاملين في الأسواق العربية، وتوفير الآلية اللازمة لتكامل العمل المالي للأسواق المالية العربية والربط بينها.

# الخاتمة

## الخلاصة:

حاولت هذه الدراسة قياس مدى ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية التي استفادت من التطورات الهائلة التي شهدتها العالم من ثورة تكنولوجية ومعلوماتية ساهمت في تطور هذه الأسواق وزيادة ترابطها واندماجها. ولقد اتضح أن الدول الخليجية تشهد حالياً تغيرات هيكلية في مجال تطبيق برامج الخصخصة، والاتجاه نحو تحرير القطاعات التجارية الداخلية والخارجية، ودعوة الاستثمارات الخاصة للمشاركة في خططها التنموية، إضافة إلى المرونة في أسعار الصرف والفائدة بما يتماشى مع أوضاع الاقتصاد العالمي. كذلك درجت بعض الدول الخليجية على تطوير أسواقها المالية من خلال السماح للمستثمرين الأجانب بدخول تلك الأسواق، أو السماح بطرح أوراق مالية غير وطنية في الأسواق المحلية، كما درجت دول أخرى إلى إصدار قوانين تهدف إلى تنظيم عمل سوق الأوراق المالية وتحفيز المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية. وبالتالي تحولت هذه الأسواق المالية إلى مراكز جذب مغرية لكل من الاستثمارات المحلية، والاستثمارات الأجنبية خاصة في أعقاب الأزمات المالية التي ضربت بالعديد من الأسواق الناشئة وتحول الأنظار عنها باحثاً عن أماكن أكثر استقراراً.

ولقد توصلت الدراسة التطبيقية إلى إثبات وجود ارتباط قوي نسبياً بين الأسواق المالية الخليجية والأسواق المالية الدولية يسمح لها بالاستفادة من التعاون والترابط بين الأسواق المالية، في إطار العولمة المالية، الذي يؤدي إلى توزيع أفضل للعمليات المالية، وذلك بما يوفره للمستثمر في أية دولة طرف في الاتفاق، من رؤية ومجال أوسع للاختيار بين الفرص الاستثمارية المتاحة، ومن ثم القدرة على اختيار المجموعة التي تناسبه من الأدوات والأساليب الاستثمارية دون الاقتصار فقط على السوق المحلية، ومن ثم يصبح بالإمكان تنويع حافظة الأوراق المالية على مستوى الدول أعضاء الاتفاقية، بما يترتب عليه في النهاية، من تحقيق عائد أكبر على الاستثمارات. هذا بالإضافة إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل.

إلا أن الحديث عن ترابط الأسواق المالية الخليجية واندماجها في السوق العالمية لا يجوز أن ينصرف فقط إلى المزايا المتوقعة منها فحسب، بل يجب الإحاطة أيضاً بالمخاطر التي تنجم عنه. وهي مخاطر لا يجوز التهوين من شأنها، فهي تؤدي إلى الكثير من الانعكاسات السلبية على استقرار الاقتصاد الكلي وذلك في حالة التقلبات الفجائية التي تحدث في حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل. كما أنها تعرض النظام المالي للأزمات، ولتدفق الأموال القدرة، وتعرض البلد لهجمات المضاربين، وهروب الأموال الوطنية إلى الخارج، وإضعاف السيادة الوطنية للبلد في مجال السياسة النقدية والمالية.

ومن هذا المنطلق نود أن نؤكد على أهمية التكامل الإقليمي في تعزيز القوة الهيكلية والتفاوضية للدول العربية كل على إنفراد، أو على مستوى المناطق في حالة اندماجها بالاقتصاد العالمي... كالعامل الحاد على تشكيل سوق مالية عربية موحدة أو على الأقل تشكيل سوق مالية خليجية أو مغاربية. خصوصاً وأن هذه الدول معرضة



في الوقت الراهن لاخترافات واسعة سواء بالمشروع الأمريكي الشرق أوسطي، أو بالمشروع الأوربي (للشراكة الأورو-متوسطية) أو المنظمة العالمية للتجارة.

وفي هذا الإطار، فإن تنمية وربط الأسواق المالية العربية يتطلب توفر قناعة ملموسة لدى صانعي القرار السياسي الاقتصادي باتجاه عمليات التكامل الإقليمي، واعتماد مقاييس وشروط موحدة للإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية، وتبني أسس موحدة للمحاسبة والتدقيق، وتوفير إجراءات الحماية للمتعاملين والعقوبات للمخالفين، وغير ذلك مما يمثل الرد المثالي للتحدي الناجم عن تحول أسواق رأس المال الدولية إلى سوق عالمية شاملة تحكمها آليات ومعايير موضوعية الأمر الذي يضع الأسواق المالية العربية أمام تحديات تكيف.

وتجدر الإشارة إلى ضرورة جعل اتفاقية الربط الثلاثية (مصر-لبنان-الكويت) نقطة ارتكاز لتحقيق التعاون الإقليمي بين الأسواق المالية العربية.

وفي الأخير ومن كل ما سبق يمكن التأكيد على أن هذا الموضوع ذا أهمية بالغة وبالتالي نشير إلى أنه يبقى بحاجة إلى البحث فيه أكثر فأكثر وخاصة الجوانب التي لم تتمكن من الإلمام بها باعتباره موضوعا واسعا. وفي الختام نأمل أن نكون قد وفقنا في معالجة هذا الموضوع ولو بالقليل.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### I. الكتب:

#### أ. باللغة العربية:

1. أحمد، عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، الطبعة الثانية، 2001.
2. بوراس، أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003.
3. جبار، محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هوم، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2002.
4. جبار، محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هوم، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، 2002.
5. جمال، ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية، الطبعة الأولى، 1998.
6. جودة، صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2000.
7. حميد، محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة، 1993.
8. الحناوي، محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، 1998.
9. الحناوي، محمد الصالح، السيدة، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، 1998.
10. الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، 2002.
11. حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، 2003.
12. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، أسواق المال: بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار، دار الجامعة الجديدة، 2003.
13. حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، 2002.
14. الخضير، محسن أحمد، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، 1996.



15. الخضيرى، محسن أحمد، العولمة مقدمة في فكر واقتصاد وإدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، 2000.
16. زكي، رمزي، العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، دار المستقبل للنشر، 1999.
17. السعد، عبد الأمير، مبادئ في الاقتصاد الدولي، مطبوعات بداغوجية، 1999.
18. السيد، علي عبد المنعم، العيسى، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار ومكتبة الحامد، الطبعة الأولى، 2004.
19. السيسى، صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، الطبعة الثانية، 2003.
20. الشرقاوي، عبد الحكيم مصطفى، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، 2003.
21. صقر، عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، 2000-2001.
22. عبد الحميد، عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، 2001.
23. فياض، عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 1988.
24. مبارك، عبد النعيم، الشناوي، إسماعيل أحمد، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، 2002.
25. مسعد، محي محمد، ظاهر العولمة: الأوهام والحقائق، مكتبة الإشعاع الفنية، 2003.
26. مصطفى، محمد عبده، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 1998.
27. الناقه، أحمد أبو الفتوح على، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية: مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، الطبعة الأولى، 2001.
28. النجار، فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة، 1998-1999.
29. هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 2002.

#### ب. باللغة الفرنسية:

1. Aglietta, M, et al, Globalisation financière: l'aventure obligée, Economica, 1990.
2. Bellatante, B; la Bourse: Mécanismes et financement des entreprise, Presse Universitaires de Lyon, 2<sup>ème</sup> édition, 1985.
3. Belletante, B; La bourse, Hatier, 5<sup>e</sup> édition, 1991.

4. Brunhoff, S; et al; La mondialisation financière: genèse, coûts et enjeux, Syros, 1996.
5. Dufour, J-F; les marchés émergents, édition Armand colin, 1999.
6. Lelart, M; Les aspects internationaux de la désintermédiation financière, in: Cazars, M; et al; économie d'endettement, économie de marchés financiers, cas de la France et de la Tunisie, édition cigas, 2001.
7. Mathis, J; Marchés Internationaux des Capitaux, Economica, 2<sup>ème</sup> édition, 2000.
8. Serre, A; Carnot, S; Capitaux permanents et Marché financier, Presse Universitaire de France, 1977.
9. Siroen, J-m; L'économie Mondiale: contraintes et perspectives, édition Armand colin, 1994.

## II. المجلات والمقتنيات:

### أ. باللغة العربية:

1. أبو العسلي، رجا، دور مؤسسات التقاص في ربط البورصات العربية، بحث مقدم في ملتقى ربط البورصات العربية: الآلية والأهداف، الهيئة العامة لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، جوان 1997.
2. بن سلطان، مقبول، السلطنة مقبلة على مرحلة جديدة للاعتماد على الصادرات غير النفطية، مجلة سوق المال، مسقط، العدد 24، ديسمبر 2003.
3. جبار، محفوظ، مؤشرات البورصة: كيفية بنائها وتسييرها، مجلة سوق المال، سوق مسقط للأوراق المالية، العدد 10، يناير/يوليو 1999.
4. جبار، محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 7، ديسمبر 2002.
5. الخلواني، محمد هاني، الوسطاء ودورهم في ربط البورصات العربية، بحث مقدم في ملتقى ربط البورصات العربية: الآلية والأهداف، الهيئة العامة لاتحاد البورصات وأسواق المال العربية، جوان 1997.
6. مفتاح، صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002.
7. هاوسلر، جيرد، عولمة التمويل، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 39، العدد 1، مارس 2002.
8. تحسن ملحوظ في أداء البورصات العربية خلال العام المنصرم، سوق المال، مسقط، العدد 25، مارس 2004.

ب. باللغة الفرنسية:

1. Karyotis, D; La notation financière : quand une information devient un instrument de décision, Revue d'Économie Financière, n° 41, 01/06/1997.
2. Lounaci, G; La Problématique D'évaluation Du Risque Pays, BNA finance, Revue Trimestrielle, N°6, Octobre/Décembre 2003.
3. Société de Gestion de la Bourse des valeurs, la Négociation en Bourse, Ouvrage collectifs, la bourse algérienne, Publication N°3, Décembre 1998.
4. Société Inter Bancaire de Formation, le Marché Financier, Ouvrage Collectif, 2000.

III. مواقع الانترنت:

أ. باللغة العربية:

1. الغزالي، عيسى محمد، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، السنة الثالثة، [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org).
2. قوناش، أنور هاقان، أزمة شرق آسيا : عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، [www.mafhoum.com](http://www.mafhoum.com).
3. كامل، نانسي، وآخرون، مواجهة الأزمات المالية ومشاكل سعر الصرف: التجربة المكسيكية، مارس 2003، [www.eip.gov.eg](http://www.eip.gov.eg).
4. المنذري، سليمان، البورصات العربية وصفة للعلاج، 2001/05/10، [www.islamonline.net](http://www.islamonline.net).
5. نور، بسام، أساسيات التجارة الإلكترونية، 2002، [www.c4arab.com](http://www.c4arab.com).
6. ولد سيدي محمد، مصطفى، تأثير منظمة التجارة العالمية على الاقتصاد العالمي، جانفي 2001، [www.BlueNilleTradesPoint.com](http://www.BlueNilleTradesPoint.com).
7. بورصتي القاهرة والإسكندرية، تعريفات، [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com).
8. سوق أبوظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي الثاني 2002، [www.adsm.co.ae](http://www.adsm.co.ae).
9. سوق الأوراق المالية السعودية، نبذة تاريخية، [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).
10. سوق البحرين للأوراق المالية، المؤشرات الإحصائية، الربع الأول 2004، [www.bahrainstock.com](http://www.bahrainstock.com).
11. سوق الكويت للأوراق المالية، [www.kuwaitse.com](http://www.kuwaitse.com).



12. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، إصدارات متعددة، 2003، [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae).
13. مركز الأهرام للدراسات والسياسات الإستراتيجية، العالم بين الاختبار وإعادة التكيف، 2001، [www.ahram.org.eg](http://www.ahram.org.eg).
14. الهيئة العامة لسوق المال، [www.cma-oman.com](http://www.cma-oman.com).
15. الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي لعام 2003، [www.cma-oman.com](http://www.cma-oman.com).
16. الواقع الاقتصادي والتعليمي والسكاني لدول مجلس التعاون الخليجي، [www.arabss.com](http://www.arabss.com).
17. 152.2 مليار دولار القيمة السوقية لتسع أسواق عربية في نهاية 2001، [www.albayan.com](http://www.albayan.com).

ب. باللغة الفرنسية:

1. APFA, [www.press-francophone.org](http://www.press-francophone.org)
2. Baude, E ; Hautiere, R ; l'optimisation du financement internationale pour une entreprise européenne : quel recours aux émissions d'obligations libellées en devises étrangères, laboratoire de recherches financières Céréfia, faculté des sciences économiques, Université de Rennes, promotion 2001-2002, [www.cerfia.eco.univ-rennes1.fr](http://www.cerfia.eco.univ-rennes1.fr).
3. Bryant, R; Les opérations bancaires sur eurodevises: alarmisme et problèmes réels, [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
4. Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, les valeurs mobilières, la bourse algérienne, [www.cosob.com.dz](http://www.cosob.com.dz).
5. Crepin, C; l'impact des technologies des communications sur les marchés financiers – les enjeux de la commission des valeurs mobilières du Québec, mars 2000, [www.cvmq.com](http://www.cvmq.com).
6. Grau, P; Mondialisation financière: stade suprême du capitalisme, [www.c3ed.uvs.fr](http://www.c3ed.uvs.fr).
7. La BCE, l'intégration des marchés financiers européens, ouvrage collectif, [www.upmf-grnoble.fr](http://www.upmf-grnoble.fr).
8. Lichtner, E; Les agences de notation financière n'ont pas le réflexe du développement durable, 03/03/2003, [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr).
9. Marie et Sébastien, Mondialisation et théories économiques, février 1999, [www.attac.fr](http://www.attac.fr).
10. Nations unies "conseil économique et social", intégration financière mondiale et développement: les nouveaux enjeux, avril 1998, [www.un.org](http://www.un.org).

11. Thiessen, G; La mondialisation des marchés financiers et la politique monétaire, mai 1998, [www.Banqueducanada.ca](http://www.Banqueducanada.ca).
12. Exemples d'indices boursiers? [www.finance.wat.ch](http://www.finance.wat.ch).
13. la place financière suisse face à la concurrence internationale, [www.eda.admin.ch](http://www.eda.admin.ch).
14. Le rapport annuel d'euronext, 2001, [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
15. Le virt-x accomplit le lancement échelonné du marché européen, juillet 2001, [www.virt-x.com](http://www.virt-x.com)
16. Les coulisses de la finance, 11 janvier 1990, [www.annufinance.com](http://www.annufinance.com)
17. Qu'est – ce qu'un indice boursier? 03/12/2002. [www.leleux.be](http://www.leleux.be).
18. Qu'est – ce qu'un indice ? [www.finance.wat.ch](http://www.finance.wat.ch).

#### ج. باللغة الانجليزية:

1. Abdel Shahid, Sh; The impact of globalization on capital markets: the Egyptian case, 2002, [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com).
2. Bahrain Stock Exchange, Brief History, [www.bahrainstock.com](http://www.bahrainstock.com)
3. El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; world stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges? Working paper series N<sup>o</sup> 2, Cairo & Alexandria stock exchanges, October 2002, [www.egyptse.com](http://www.egyptse.com).

#### IV. الرسائل العلمية:

1. جبار محفوظ، البورصة: التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية، دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي، رسالة دكتوراه دولة، 1997.

# الملاحق



## ملحق رقم (1): المؤشر الأمريكي Dow Jones

التاريخ: 2002/12/3

| الشركات المكونة للمؤشر                 | نسبة المشاركة في المؤشر " % " |
|----------------------------------------|-------------------------------|
| <u>American Express</u>                | 2.73                          |
| <u>General Electric</u>                | 2.25                          |
| <u>JP Morgan</u>                       | 2.36                          |
| <u>International Business Machine</u>  | 5.66                          |
| <u>Hewlett Packard</u>                 | 1.14                          |
| <u>Intel Corporation</u>               | 1.57                          |
| <u>Microsoft</u>                       | 4.22                          |
| <u>Procter &amp; Gamble</u>            | 6.46                          |
| <u>3M Co</u>                           | 9.43                          |
| <u>Johnson&amp;Johnson</u>             | 4.11                          |
| <u>Exxon Mobil Corporation</u>         | 2.89                          |
| <u>General Motors Corporation</u>      | 3.71                          |
| <u>Merck&amp;Co</u>                    | 3.57                          |
| <u>Alcoa Inc</u>                       | 2.37                          |
| <u>Eastman Kodak</u>                   | 2.34                          |
| <u>Home Depot Inc</u>                  | 2.53                          |
| <u>Du Pont</u>                         | 3.37                          |
| <u>Wal-Mart Stores</u>                 | 4.02                          |
| <u>Citigroup Inc</u>                   | 3.01                          |
| <u>Coca Cola</u>                       | 4.09                          |
| <u>United Technologies Corporation</u> | 5.10                          |
| <u>AT&amp;T Corporation</u>            | 0.83                          |
| <u>Honey Well Intl</u>                 | 2.65                          |
| <u>Paper Co</u>                        | 3.25                          |
| <u>Boeing Co</u>                       | 3.41                          |
| <u>Caterpillar Inc</u>                 | 3.51                          |
| <u>SBC Communication</u>               | 2.40                          |
| <u>Disney Co</u>                       | 1.45                          |
| <u>Mc Donald's</u>                     | 2.07                          |
| <u>Philip Morris Co</u>                | 3.52                          |

SUORCE: [www.leleux.be](http://www.leleux.be)

ملحق رقم (2): المؤشر الفرنسي CAC 40

التاريخ: 2002/12/3

| الشركات المكونة للمؤشر           | نسبة المشاركة في المؤشر " % " |
|----------------------------------|-------------------------------|
| <u>Accor</u>                     | 0.99                          |
| <u>Compagnie de Saint Gobain</u> | 2.01                          |
| <u>AGF</u>                       | 1.07                          |
| <u>Air Liquide</u>               | 2.09                          |
| <u>Alcatel</u>                   | 1.23                          |
| <u>Vinci</u>                     | 0.80                          |
| <u>Aventis</u>                   | 7.29                          |
| <u>AXA</u>                       | 3.56                          |
| <u>BNP</u>                       | 6.14                          |
| <u>Bouygues</u>                  | 1.24                          |
| <u>Dassault Systeme</u>          | 0.63                          |
| <u>Cap Gemini</u>                | 0.68                          |
| <u>Carrefour</u>                 | 4.74                          |
| <u>Casino Guichard</u>           | 1.05                          |
| <u>Thomson Multimedia</u>        | 0.99                          |
| <u>Crédit Lyonnais</u>           | 2.11                          |
| <u>Danone</u>                    | 2.57                          |
| <u>Dexia</u>                     | 2.31                          |
| <u>Thales</u>                    | 0.94                          |
| <u>France Telecom</u>            | 2.53                          |
| <u>Lafarge</u>                   | 1.80                          |
| <u>Lagardere</u>                 | 0.82                          |
| <u>L'Oréal</u>                   | 6.95                          |
| <u>LVMH Moët Vuitton</u>         | 3.14                          |
| <u>Michelin "B"</u>              | 0.71                          |
| <u>Peugeot</u>                   | 1.64                          |
| <u>Pinault-Printemps-Redoute</u> | 1.53                          |
| <u>Renault</u>                   | 1.69                          |
| <u>European Aeronotics</u>       | 1.84                          |
| <u>Sanofi-Synthelabo</u>         | 3.28                          |
| <u>Schneider Electric SA</u>     | 1.55                          |
| <u>Société Générale</u>          | 3.51                          |
| <u>Sodexho-Alliance</u>          | 0.67                          |
| <u>STMicroelectronics NV</u>     | 3.35                          |
| <u>Suez Lyonnaise des Eaux</u>   | 3.37                          |
| <u>TF1-TV Française</u>          | 0.47                          |
| <u>Orange</u>                    | 0.52                          |
| <u>Totalfina</u>                 | 18.99                         |
| <u>Vivendi Environnement</u>     | 0.73                          |
| <u>Vivendi Universal</u>         | 2.63                          |

SUORCE: [www.leleux.be](http://www.leleux.be)

ملحق رقم (3): المؤشر الألماني DAX

التاريخ: 2002/12/3

| الشركات المكونة للمؤشر                 | نسبة المشاركة في المؤشر " % " |
|----------------------------------------|-------------------------------|
| <u>Adidas-Salomon AG</u>               | 0.87                          |
| <u>Allianz AG</u>                      | 7.79                          |
| <u>BASF AG</u>                         | 5.34                          |
| <u>Bayer AG</u>                        | 4.98                          |
| <u>Bayer Hypo - und Vereinsbank AG</u> | 2.33                          |
| <u>Bayerische Motoren Werke AG</u>     | 2.76                          |
| <u>Commerzbank AG</u>                  | 1.29                          |
| <u>Daimlerchrysler AG</u>              | 9.03                          |
| <u>Degussa-Huels AG</u>                | 0.60                          |
| <u>DT. Bank AG</u>                     | 10.05                         |
| <u>DT. Lufthansa AG</u>                | 1.03                          |
| <u>DT. Telekom AG</u>                  | 7.05                          |
| <u>MLP</u>                             | 0.41                          |
| <u>Fresenius Medical Care AG</u>       | 0.39                          |
| <u>Henkel KGAA</u>                     | 0.97                          |
| <u>Deutsche Post AG</u>                | 0.91                          |
| <u>Linde AG</u>                        | 0.97                          |
| <u>MAN AG</u>                          | 0.36                          |
| <u>Epcos AG</u>                        | 0.34                          |
| <u>Metro AG</u>                        | 0.88                          |
| <u>Muenchener Rueckvers.-Ges.</u>      | 5.91                          |
| <u>IUI</u>                             | 0.67                          |
| <u>RWE AG</u>                          | 3.22                          |
| <u>SAP AG</u>                          | 4.00                          |
| <u>Schering AG</u>                     | 2.28                          |
| <u>Siemens AG</u>                      | 11.96                         |
| <u>Thyssen Krupp AG</u>                | 1.28                          |
| <u>E. ON AG</u>                        | 8.30                          |
| <u>Infineon Technology AG</u>          | 1.77                          |
| <u>Volkswagen AG</u>                   | 2.25                          |

SUORCE: [www.leleux.be](http://www.leleux.be)



ملحق رقم (4): المؤشر البريطاني FTSE 100

التاريخ: 2002/12/3

| الشركات المكونة للمؤشر | نسبة المشاركة في المؤشر % |
|------------------------|---------------------------|
| BP Amoco               | 11.06                     |
| Vodafone Airtouch      | 6.73                      |
| British Telecom        | 2.08                      |
| HSBC Holdings          | 6.78                      |
| GlaxoSmithkline        | 6.965                     |
| Astrazeneca            | 4.01                      |
| Shell Transport        | 4.25                      |
| Lloyds TSB             | 3.33                      |
| British American       | 1.08                      |
| Barclays               | 3.12                      |
| HBOS PLC               | 2.29                      |
| Diageo                 | 2.38                      |
| Prudential Corp.       | 0.97                      |
| Unilever               | 1.60                      |
| Aviva PLC              | 0.98                      |
| BHP Billiton           | 0.780                     |
| Abbey National         | 1.04                      |
| BAE Systems            | 0.96                      |
| Anglo American         | 1.51                      |
| BG                     | 0.94                      |
| Cadbury Schweppes      | 0.91                      |
| Tesco                  | 1.48                      |
| Royal Bank Of Scotland | 4.62                      |
| Rio Tinto (Reg.)       | 1.21                      |
| Lattice Grp            | 0.54                      |
| Centrica PLC           | 0.71                      |
| Standard Charter       | 0.73                      |
| Compass Group Plc      | 0.77                      |
| British Sky Broadcast  | 0.80                      |
| Boots                  | 0.53                      |
| Reckitt Benckiser      | 0.67                      |
| Scottish Power         | 0.57                      |
| National Grid          | 0.75                      |
| Legal and General      | 0.59                      |
| Six Continents         | 0.53                      |
| Reed International     | 0.68                      |
| BAA PLC                | 0.55                      |
| Marks & Spencer        | 0.79                      |
| WPP Group              | 0.58                      |

SUORCE: www.leleux.be

# ملحق رقم (5): المؤشر الياباني Nikkei

التاريخ: 2002/12/3

| الشركات المكونة للمؤشر      | نسبة المشاركة في المؤشر % |
|-----------------------------|---------------------------|
| <u>Sony Corporation</u>     | 2.46                      |
| <u>NTT Data Corporation</u> | 2.13                      |
| <u>Takeda Chemicals</u>     | 2.21                      |
| <u>Shin-Etsu Chemicals</u>  | 2.03                      |
| <u>Yamanouchi Pharma</u>    | 1.26                      |
| <u>Fuji Photo Film</u>      | 1.57                      |
| <u>Toyota Motor</u>         | 1.29                      |
| <u>Canon Inc</u>            | 1.81                      |
| <u>Honda Motor</u>          | 2.13                      |
| <u>Matsushita Commu.</u>    | 1.97                      |
| <u>Kyocera Corp.</u>        | 3.77                      |
| <u>Nomura Secs</u>          | 0.75                      |
| <u>Pioneer Electronics</u>  | 0.93                      |
| <u>Matsus Electric</u>      | 0.69                      |
| <u>Advantest Corp.</u>      | 3.15                      |
| <u>Sankyo Co</u>            | 0.68                      |
| <u>Denso Corporation</u>    | 0.83                      |
| <u>TDK Corporation</u>      | 2.47                      |
| <u>Ricoh Co Ltd</u>         | 0.88                      |
| <u>Fanuc</u>                | 2.57                      |
| <u>Fujisawa Pharma</u>      | 1.15                      |
| <u>Tokyo Electron</u>       | 3.17                      |
| <u>Secom</u>                | 2.60                      |
| <u>Daikin Industries</u>    | 1.02                      |
| <u>Bridgestone Corp</u>     | 0.71                      |
| <u>KDDI Corp</u>            | 1.54                      |
| <u>Toyo Seikan</u>          | 0.71                      |
| <u>Credit Saison Co</u>     | 1.29                      |
| <u>Yamato Transport</u>     | 0.94                      |
| <u>Ito Yokado Co</u>        | 2.66                      |
| <u>Taivo Yuden Co</u>       | 0.80                      |
| <u>Eisai Co</u>             | 1.27                      |
| <u>Daiichi Pharma</u>       | 0.90                      |
| <u>Mitsumi Electric Co</u>  | 0.85                      |
| <u>Aeon</u>                 | 1.49                      |
| <u>Dai Nippon Printing</u>  | 0.69                      |
| <u>Alps Electric</u>        | 0.69                      |
| <u>KAO Corp</u>             | 1.23                      |

SUORCE: [www.leleux.be](http://www.leleux.be)



ملحق رقم (6): تطور مؤشرات البورصات العالمية خلال فترة الدراسة

الوحدة: نقطة

| DATE       | DOW      | NAS     | SP      | FTSE    | DAX     | CAC     | NIK      | HS       | ST      |
|------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 1/12/2003  | 9842.700 | 1989.82 | 1066.88 | 4329.57 | 3833.78 | 3392.63 | 10403.27 | 12447.68 | 1737.75 |
| 2/12/2003  | 9853.640 | 1980.07 | 1066.62 | 4312.16 | 3809.26 | 3423.19 | 10410.15 | 12412.23 | 1728.96 |
| 3/12/2003  | 9873.420 | 1960.25 | 1064.73 | 4392.00 | 3875.66 | 3501.93 | 10326.39 | 12361.18 | 1737.46 |
| 4/12/2003  | 9930.820 | 1968.80 | 1069.72 | 4378.20 | 3874.78 | 3496.55 | 10429.99 | 12342.65 | 1732.01 |
| 5/12/2003  | 9862.680 | 1937.82 | 1061.50 | 4367.00 | 3841.73 | 3457.40 | 10373.46 | 12317.47 | 1733.00 |
| 6/12/2003  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 7/12/2003  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 8/12/2003  | 9965.270 | 1948.85 | 1069.30 | 4359.80 | 3806.54 | 3434.91 | 10045.34 | 12177.44 | 1719.33 |
| 9/12/2003  | 9923.420 | 1908.32 | 1066.20 | 4379.60 | 3846.18 | 3456.12 | 10124.28 | 12393.64 | 1711.36 |
| 10/12/2003 | 9918.600 | 1930.16 | 1067.85 | 4408.90 | 3835.73 | 3457.18 | 9910.100 | 12398.38 | 1711.15 |
| 11/12/2003 | 10008.16 | 1942.32 | 1071.21 | 4468.68 | 3858.85 | 3467.90 | 10074.68 | 12554.58 | 1720.19 |
| 12/12/2003 | 10027.57 | 1949.00 | 1074.17 | 4347.60 | 3860.13 | 3470.60 | 10169.66 | 12570.25 | 1727.70 |
| 13/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 14/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 15/12/2003 | 10022.82 | 1918.26 | 1068.04 | 4348.00 | 3875.47 | 3490.42 | 10490.77 | 12520.17 | 1743.14 |
| 16/12/2003 | 10129.56 | 1924.29 | 1075.13 | 4333.00 | 3865.98 | 3486.60 | 10271.60 | 12260.33 | 1729.04 |
| 17/12/2003 | 10145.26 | 1921.33 | 1076.49 | 4354.20 | 3847.57 | 3479.87 | 10092.64 | 12193.12 | 1723.57 |
| 18/12/2003 | 10248.08 | 1956.18 | 1089.19 | 4397.30 | 3870.88 | 3503.21 | 10104.00 | 12240.39 | 1715.63 |
| 19/12/2003 | 10278.22 | 1951.02 | 1088.67 | 4412.30 | 3898.42 | 3502.04 | 10284.54 | 12371.75 | 1710.81 |
| 20/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 21/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 22/12/2003 | 10338.00 | 1955.80 | 1092.94 | 4424.00 | 3876.94 | 3485.87 | 10372.51 | 12487.99 | 1722.79 |
| 23/12/2003 | 10341.26 | 1974.78 | 1096.02 | 4440.90 | 3903.34 | 3498.90 | NA       | 12420.51 | 1720.92 |
| 24/12/2003 | 10305.19 | 1969.23 | 1094.04 | 4444.70 | NA      | NA      | 10371.27 | 12456.70 | 1725.87 |
| 25/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | 10365.35 | NA       | NA      |
| 26/12/2003 | 10324.67 | 1973.14 | 1095.89 | NA      | NA      | NA      | 10417.41 | 12456.70 | 1730.23 |
| 27/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 28/12/2003 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 29/12/2003 | 10450.00 | 2006.48 | 1107.96 | 4457.50 | 3952.72 | 3520.79 | 10500.62 | 12464.29 | 1741.01 |
| 30/12/2003 | 10425.04 | 2009.88 | 1109.64 | 4470.40 | 3965.16 | 3529.18 | 10676.64 | 12526.74 | 1763.87 |
| 31/12/2003 | 10453.92 | 2003.37 | 1111.92 | 4476.90 | NA      | 3557.90 | NA       | 12575.94 | 1764.52 |
| 1/01/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 2/01/2004  | 10409.85 | 2006.68 | 1108.48 | 4510.20 | 4018.50 | 3598.80 | NA       | 12801.48 | 1791.35 |
| 3/01/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 4/01/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 5/01/2004  | 10544.07 | 2047.38 | 1122.22 | 4513.30 | 4035.90 | 3608.29 | 10825.17 | 13005.33 | 1818.18 |
| 6/01/2004  | 10538.66 | 2057.37 | 1023.67 | 4505.20 | 4035.44 | 3595.82 | 10813.99 | 13036.32 | 1828.72 |
| 7/01/2004  | 10529.03 | 2115.90 | 1126.33 | 4473.00 | 4004.40 | 3563.51 | 10757.82 | 13157.68 | 1835.96 |
| 8/01/2004  | 10592.44 | 2138.44 | 1131.92 | 4494.20 | 4045.43 | 3592.73 | 10837.66 | 13203.59 | 1841.68 |
| 9/01/2004  | 10458.99 | 2125.11 | 1121.86 | 4466.30 | 4016.18 | 3574.80 | 10965.05 | 13385.80 | 1852.53 |
| 10/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 11/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 12/01/2004 | 10485.18 | 2111.78 | 1116.49 | 4449.60 | 3995.91 | 3560.10 | 10965.05 | 13352.20 | 1842.49 |
| 13/01/2004 | 10427.18 | 2096.44 | 1121.22 | 4440.10 | 3996.22 | 3576.18 | 10849.68 | 13393.77 | NA      |



|            |          |         |         |         |         |         |          |          |         |
|------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 14/01/2004 | 10538.37 | 2111.13 | 1130.52 | 4461.40 | 4055.21 | 3612.55 | 10863.00 | 13320.88 | 1860.53 |
| 15/01/2004 | 10553.85 | 2109.08 | 1132.05 | 4456.10 | 4068.75 | 3626.97 | 10665.15 | 13249.80 | 1829.98 |
| 16/01/2004 | 10600.51 | 2140.46 | 1139.83 | 4487.90 | 4111.64 | 3671.80 | 10857.20 | 13167.76 | 1836.87 |
| 17/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 18/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 19/01/2004 | NA       | NA      | NA      | 4518.10 | 4139.92 | 3689.97 | 11036.33 | 13253.31 | 1849.21 |
| 20/01/2004 | 10528.66 | 2147.98 | 1138.77 | 4499.30 | 4106.41 | 3660.19 | 11103.10 | 13570.43 | 1865.44 |
| 21/01/2004 | 10623.62 | 2142.45 | 1147.62 | 4511.20 | 4138.04 | 3676.38 | 11002.39 | 13750.58 | 1775.70 |
| 22/01/2004 | 10623.18 | 2119.01 | 1143.94 | 4476.80 | 4139.86 | 3695.60 | 11000.70 | 13750.58 | 1889.56 |
| 23/01/2004 | 10568.29 | 2123.87 | 1141.55 | 4460.80 | 4151.83 | 3693.36 | 11069.00 | 13750.58 | 1889.56 |
| 24/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 25/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 26/01/2004 | NA       | NA      | NA      | 4445.50 | 4128.68 | 3675.72 | 10972.60 | 13727.27 | 1899.98 |
| 27/01/2004 | 10475.70 | 2086.08 | 1130.23 | 4447.00 | 4134.42 | 3697.42 | 10928.03 | 13761.88 | 1904.55 |
| 28/01/2004 | 10468.37 | 2077.35 | 1128.48 | 4468.10 | 4150.24 | 3706.79 | 10852.47 | 13431.78 | 1863.84 |
| 29/01/2004 | 10510.29 | 2068.21 | 1134.11 | 4411.50 | 4095.71 | 3662.30 | 10779.44 | 13334.01 | 1842.32 |
| 30/01/2004 | 10488.07 | 2066.13 | 1131.13 | 4390.70 | 4058.60 | 3638.44 | 10783.61 | 13289.37 | 1848.36 |
| 31/01/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 1/02/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 2/02/2004  | 10499.18 | 2063.15 | 1135.26 | 4381.40 | 4071.60 | 3638.44 | 10776.73 | 12974.98 | NA      |
| 3/02/2004  | 10505.18 | 2066.21 | 1136.03 | 4390.60 | 4057.51 | 3611.63 | 10641.92 | 13065.01 | 1845.13 |
| 4/02/2004  | 10470.74 | 2014.14 | 1126.52 | 4398.50 | 4028.37 | 3580.99 | 10447.25 | 13086.73 | 1834.64 |
| 5/02/2004  | 10495.55 | 2019.56 | 1128.59 | 4384.40 | 4014.79 | 3583.73 | 10464.60 | 13030.94 | 1828.66 |
| 6/02/2004  | 10593.03 | 2064.01 | 1142.76 | 4402.70 | 4044.99 | 3598.14 | 10464.60 | 13030.94 | 1828.66 |
| 7/02/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 8/02/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 9/02/2004  | 10579.03 | 2060.57 | 1139.81 | 4434.40 | 4098.97 | 3663.69 | 10402.61 | 13576.68 | 1888.20 |
| 10/02/2004 | 10613.85 | 2075.33 | 1145.54 | 4404.90 | 4110.80 | 3668.41 | 10365.40 | 13515.66 | 1872.68 |
| 11/02/2004 | 10737.70 | 2089.66 | 1157.76 | 4396.00 | 4122.16 | 3677.81 | 10365.40 | 13524.76 | 1868.51 |
| 12/02/2004 | 10694.07 | 2073.61 | 1152.11 | 4377.70 | 4121.65 | 3681.52 | 10459.26 | 13625.13 | 1862.94 |
| 13/02/2004 | 10627.85 | 2053.56 | 1145.81 | 4412.00 | 4057.05 | 3649.30 | 10557.69 | 13739.80 | 1864.07 |
| 14/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 15/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 16/02/2004 | NA       | NA      | NA      | 4408.10 | 4070.46 | 3678.03 | 10548.72 | 13831.53 | 1861.39 |
| 17/02/2004 | 10714.88 | 2080.35 | 1156.99 | 4461.50 | 4095.86 | 3703.78 | 10701.13 | 13815.44 | 1893.47 |
| 18/02/2004 | 10671.99 | 2076.47 | 1151.82 | 4442.90 | 4095.34 | 3708.98 | 10676.81 | 13928.38 | 1888.51 |
| 19/02/2004 | 10664.73 | 2045.96 | 1147.06 | 4515.60 | 4141.53 | 3759.28 | 10750.80 | 13928.38 | 1889.96 |
| 20/02/2004 | 10619.03 | 2037.93 | 1144.11 | 4515.00 | 4073.35 | 3733.24 | 10720.69 | 13868.37 | 1891.78 |
| 21/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 22/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 23/02/2004 | 10609.62 | 2007.52 | 1140.99 | 4524.30 | 4077.99 | 3731.11 | 10868.96 | 13765.07 | 1884.53 |
| 24/02/2004 | 10566.37 | 2005.44 | 1139.09 | 4496.80 | 4000.70 | 3683.40 | 10644.13 | 13756.41 | 1878.41 |
| 25/02/2004 | 10601.62 | 2022.89 | 1143.67 | 4507.50 | 4004.62 | 3702.59 | 10658.73 | 13599.47 | 1868.78 |
| 26/02/2004 | 10580.14 | 2032.57 | 1144.91 | 4515.90 | 4017.09 | 3714.45 | 10815.29 | 13674.64 | 1888.70 |
| 27/02/2004 | 10583.92 | 2029.82 | 1144.94 | 4492.20 | 4018.16 | 3725.44 | 11041.92 | 13907.03 | 1888.63 |
| 28/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 29/02/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA      | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 1/03/2004  | 10678.14 | 2057.80 | 1155.97 | 4537.00 | 4054.43 | 3748.83 | 11271.12 | 13918.65 | 1891.73 |



|            |          |         |         |         |          |         |          |          |         |
|------------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|---------|
| 2/03/2004  | 10591.48 | 2039.65 | 1149.10 | 4540.10 | 4100.34  | 3785.32 | 11361.51 | 13731.35 | 1892.93 |
| 3/03/2004  | 10593.11 | 2033.36 | 1151.03 | 4525.10 | 4071.70  | 3758.47 | 11251.92 | 13454.09 | 1892.93 |
| 4/03/2004  | 10588.00 | 2055.11 | 1154.87 | 4536.50 | 4086.23  | 3761.85 | 11401.79 | 13451.56 | 1892.93 |
| 5/03/2004  | 10595.55 | 2047.63 | 1156.86 | 4524.50 | 4078.59  | 3764.96 | 11537.29 | 13454.76 | 1891.54 |
| 6/03/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 7/03/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 8/03/2004  | 10529.48 | 2008.78 | 1147.20 | 4531.20 | 4098.44  | 3785.23 | 11502.86 | 13573.54 | 1888.35 |
| 9/03/2004  | 10456.96 | 1995.16 | 1140.58 | 4519.40 | 4040.00  | 3740.88 | 11532.04 | 13397.25 | 1885.20 |
| 10/03/2004 | 10296.89 | 1963.55 | 1123.62 | 4524.40 | 4001.13  | 3758.09 | 11433.24 | 13214.20 | 1875.02 |
| 11/03/2004 | 10128.38 | 1943.26 | 1106.51 | 4424.30 | 3861.38  | 3646.43 | 11397.04 | 13024.60 | 1847.78 |
| 12/03/2004 | 10240.08 | 1984.71 | 1120.33 | 4467.40 | 3912.22  | 3661.78 | 11162.75 | 12932.23 | 1835.08 |
| 13/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 14/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 15/03/2004 | 10102.89 | 1939.20 | 1104.25 | 4413.90 | 3807.60  | 3573.84 | 11317.90 | 12919.41 | NA      |
| 16/03/2004 | 10184.67 | 1943.09 | 1110.46 | 4428.50 | 3822.64  | 3588.04 | 11242.29 | 12932.62 | 1826.32 |
| 17/03/2004 | 10300.30 | 1976.76 | 1123.51 | 4456.40 | 3897.06  | 3656.04 | 11436.86 | 12975.72 | NA      |
| 18/03/2004 | 10295.78 | 1962.44 | 1122.08 | 4397.90 | 3827.43  | 3589.98 | 11484.28 | 12816.19 | 1835.13 |
| 19/03/2004 | 10186.60 | 1940.47 | 1109.74 | 4417.80 | 3819.15  | 3613.28 | 11418.51 | 12790.58 | 1839.12 |
| 20/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 21/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 22/03/2004 | 10064.75 | 1909.90 | 1095.45 | 4333.80 | 3729.23  | 3539.22 | 11318.51 | 12550.91 | 1835.08 |
| 23/03/2004 | 10063.64 | 1901.80 | 1093.95 | 4318.50 | 3728.82  | 3539.91 | 11281.01 | 12580.62 | 1818.41 |
| 24/03/2004 | 10048.23 | 1909.48 | 1091.33 | 4309.40 | 3726.07  | 3518.45 | 11364.91 | 12670.39 | 1833.84 |
| 25/03/2004 | 10218.82 | 1967.17 | 1109.19 | 4373.60 | 3811.92  | 3570.40 | 11530.91 | 12520.21 | 1830.40 |
| 26/03/2004 | 10212.97 | 1960.02 | 1108.03 | 4357.50 | 3822.33  | 3592.39 | 11770.65 | 12483.24 | 1827.11 |
| 27/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 28/03/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 29/03/2004 | 10329.63 | 1992.57 | 1122.44 | 4406.70 | 3881.25  | 3634.18 | 11718.24 | 12427.34 | 1836.54 |
| 30/03/2004 | 10381.70 | 200.630 | 1127.00 | 4412.80 | 3874.04  | 3620.10 | 11693.68 | 12641.39 | 1844.54 |
| 31/03/2004 | 10357.70 | 1991.22 | 1126.21 | 4385.70 | 3856.70  | 3625.23 | 11715.39 | 12681.67 | 1858.92 |
| 1/04/2004  | 10373.33 | 2015.01 | 1132.17 | 4410.70 | 3924.86  | 3669.98 | 11683.42 | 12676.25 | 1870.70 |
| 2/04/2004  | 10470.59 | 2057.17 | 1141.80 | 4465.60 | 4007.61  | 3739.91 | 11815.95 | 12731.76 | 1880.45 |
| 3/04/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 4/04/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 5/04/2004  | 10558.37 | 2079.12 | 1150.56 | 4480.76 | 4048.60  | 3781.20 | 11958.32 | 12874.13 | 1890.20 |
| 6/04/2004  | 10570.81 | 2059.90 | 1148.15 | 4472.86 | 4022.81  | 3746.11 | 12079.70 | 12886.97 | 1881.67 |
| 7/04/2004  | 10480.15 | 2050.24 | 1140.52 | 4468.76 | 4001.16  | 3734.56 | 12018.62 | 12920.05 | NA      |
| 8/04/2004  | 10442.03 | 2052.88 | 1139.31 | 4489.76 | 4013.53  | 3740.11 | 12091.59 | 12909.37 | NA      |
| 9/04/2004  | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | 11896.51 | NA       | 1901.92 |
| 10/04/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 11/04/2004 | NA       | NA      | NA      | NA      | NA       | NA      | NA       | NA       | NA      |
| 12/04/2004 | 10515.56 | 2065.48 | 1145.19 | 4489.70 | 4013.53  | 3740.11 | 12042.70 | 12909.37 | 1898.27 |
| 13/04/2004 | 10381.28 | 2030.08 | 1129.43 | 4515.80 | 4071.42  | 3774.69 | 12127.82 | 13031.81 | 1895.51 |
| 14/04/2004 | 10377.95 | 2024.85 | 1128.16 | 4485.40 | 4012.77  | 3731.43 | 12098.18 | 12669.86 | NA      |
| 15/04/2004 | 10397.46 | 2002.17 | 1128.83 | 4505.50 | 4004.61  | 3722.76 | 11800.40 | 12479.26 | 1844.38 |
| 16/04/2004 | 10451.97 | 1995.74 | 1134.61 | 4537.30 | 4033.980 | 3751.59 | 11824.56 | 12458.38 | 1853.99 |

NA : note available

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الانترنت والقنوات التلفزيونية.

ملحق رقم (7): تطور مؤشرات البورصات العربية خلال فترة الدراسة

الوحدة: نقطة

| date       | MSM      | KSM      | BSE      | ADSM     | SSM      |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1/12/2003  | 271.2140 | 4551.300 | 2302.900 | 1771.030 | 4328.530 |
| 2/12/2003  | 272.1250 | 4573.500 | 2306.500 | NA       | 4321.710 |
| 3/12/2003  | 271.6030 | 4589.700 | 2315.490 | NA       | 4360.680 |
| 4/12/2003  | 271.2330 | NA       | 2330.850 | NA       | 4372.020 |
| 5/12/2003  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 6/12/2003  | NA       | 4580.000 | NA       | 1771.000 | 4372.230 |
| 7/12/2003  | 271.3930 | 4582.200 | 2336.270 | 1771.400 | 4370.880 |
| 8/12/2003  | 270.6480 | 4561.500 | 2339.290 | 1771.800 | 4388.510 |
| 9/12/2003  | 270.8220 | 4553.400 | 2335.530 | 1767.000 | 4380.510 |
| 10/12/2003 | 270.9850 | 4581.100 | 2333.740 | 1764.700 | 4394.600 |
| 11/12/2003 | 271.2160 | NA       | 2341.520 | NA       | 4383.570 |
| 12/12/2003 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 13/12/2003 | NA       | 4615.200 | NA       | 1765.500 | 4387.200 |
| 14/12/2003 | 271.5610 | 4648.900 | 2341.820 | 1762.800 | 4455.200 |
| 15/12/2003 | 272.0000 | 4665.900 | 2340.150 | 1761.600 | 4462.460 |
| 16/12/2003 | 271.9710 | 4647.000 | NA       | 1762.400 | 4477.810 |
| 17/12/2003 | 271.9220 | 4643.100 | NA       | NA       | NA       |
| 18/12/2003 | 271.7490 | NA       | 2340.150 | NA       | 4478.720 |
| 19/12/2003 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 20/12/2003 | NA       | 4701.100 | NA       | NA       | 4489.240 |
| 21/12/2003 | 272.0190 | 4700.600 | 2336.990 | NA       | 4306.690 |
| 22/12/2003 | 271.7060 | 4692.600 | 2329.080 | NA       | 4306.690 |
| 23/12/2003 | 271.7670 | 4671.700 | 2330.640 | 1752.990 | 4361.910 |
| 24/12/2003 | 272.2180 | 4710.900 | 2328.270 | 1750.170 | 4359.910 |
| 25/12/2003 | 272.3510 | NA       | 2333.690 | NA       | 4365.830 |
| 26/12/2003 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 27/12/2003 | NA       | 4757.100 | NA       | 1750.100 | 4324.020 |
| 28/12/2003 | 272.3060 | 4795.900 | 2338.390 | 1751.110 | 4363.420 |
| 29/12/2003 | 272.0220 | 4802.700 | 2337.770 | 1744.890 | 4372.220 |
| 30/12/2003 | 272.6710 | 4819.000 | 2337.970 | 1747.210 | 4420.890 |
| 31/12/2003 | NA       | 4790.200 | 2346.290 | NA       | 4437.580 |
| 1/01/2004  | 274.1380 | NA       | NA       | NA       | 4432.510 |
| 2/01/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 3/01/2004  | NA       | 4863.300 | NA       | 1755.980 | 4413.390 |
| 4/01/2004  | 276.3560 | 4893.400 | 2347.940 | 1760.980 | 4419.030 |
| 5/01/2004  | 278.6330 | 4936.400 | 2350.440 | 1762.790 | 4424.770 |
| 6/01/2004  | 279.1570 | 5002.800 | 2341.490 | 1795.900 | 4426.630 |
| 7/01/2004  | 280.4720 | 4998.200 | 2339.630 | 1793.000 | 4441.680 |
| 8/01/2004  | 283.4330 | NA       | 2340.530 | NA       | 4450.800 |
| 9/01/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 10/01/2004 | NA       | 5058.700 | NA       | 1791.400 | 4450.800 |
| 11/01/2004 | 286.5350 | 5089.400 | 2340.060 | 1807.300 | 4492.220 |
| 12/01/2004 | 289.3290 | 5116.400 | 2340.960 | 1795.300 | 4490.040 |
| 13/01/2004 | 290.2640 | 5076.200 | 2335.740 | 1791.200 | 4477.050 |



|            |          |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 14/01/2004 | 292.1460 | 5086.600 | 2336.840 | 1790.400 | 4490.040 |
| 15/01/2004 | 293.4890 | NA       | 2344.180 | NA       | 4510.530 |
| 16/01/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 17/01/2004 | NA       | 5109.600 | NA       | 1782.700 | 4529.630 |
| 18/01/2004 | 295.1370 | 5112.200 | 2341.340 | NA       | 4528.140 |
| 19/01/2004 | 296.1600 | 5137.200 | 2343.430 | 1775.100 | 4523.110 |
| 20/01/2004 | 295.4130 | 5170.500 | 2328.060 | 1772.900 | 4524.890 |
| 21/01/2004 | 294.5790 | 5184.800 | 2321.460 | 1775.650 | 4538.450 |
| 22/01/2004 | 293.4310 | NA       | 2323.460 | NA       | 4538.450 |
| 23/01/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 24/01/2004 | NA       | 5218.700 | NA       | 1780.700 | NA       |
| 25/01/2004 | 292.5610 | 5162.800 | 2319.490 | 1755.900 | NA       |
| 26/01/2004 | 292.3730 | 5043.000 | 2308.020 | 1787.800 | NA       |
| 27/01/2004 | 290.5830 | 5065.900 | 2310.060 | 1801.700 | NA       |
| 28/01/2004 | 289.0510 | 5139.300 | 2314.560 | 1804.410 | NA       |
| 29/01/2004 | 291.3030 | NA       | 2325.080 | NA       | NA       |
| 30/01/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 31/01/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 1/02/2004  | NA       | 5139.300 | NA       | NA       | NA       |
| 2/02/2004  | NA       | 5139.300 | NA       | NA       | NA       |
| 3/02/2004  | NA       | 5139.300 | NA       | 1811.760 | 4584.260 |
| 4/02/2004  | 294.0130 | 5139.300 | 2325.080 | 1823.100 | 4584.260 |
| 5/02/2004  | 294.3850 | NA       | 2326.820 | NA       | NA       |
| 6/02/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 7/02/2004  | NA       | 5159.100 | NA       | 1870.810 | 4557.280 |
| 8/02/2004  | 294.3690 | 5124.400 | 2331.530 | 1874.440 | 4557.700 |
| 9/02/2004  | 293.9220 | 5171.900 | 2325.590 | NA       | 4567.690 |
| 10/02/2004 | 294.9170 | 5227.800 | 2328.470 | 1858.300 | 4599.510 |
| 11/02/2004 | 295.0750 | 5264.900 | 2325.070 | 1832.900 | 4613.560 |
| 12/02/2004 | 296.6360 | NA       | 2322.670 | NA       | 4601.110 |
| 13/02/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 14/02/2004 | NA       | 5266.400 | NA       | 1850.850 | 4615.050 |
| 15/02/2004 | 297.0860 | 5252.900 | 2314.490 | 1855.450 | 4610.410 |
| 16/02/2004 | 295.1850 | 5330.800 | 2313.790 | 1848.010 | 4645.530 |
| 17/02/2004 | 294.5180 | 5329.900 | 2313.550 | 1855.340 | 4664.070 |
| 18/02/2004 | 295.7000 | 5308.400 | 2309.860 | 1857.830 | 4659.690 |
| 19/02/2004 | 295.5520 | NA       | 2327.860 | NA       | NA       |
| 20/02/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 21/02/2004 | NA       | 5308.400 | NA       | 1859.300 | NA       |
| 22/02/2004 | NA       | 5355.600 | 2328.370 | 1862.780 | NA       |
| 23/02/2004 | 294.9620 | 5310.200 | 2320.930 | 1864.420 | NA       |
| 24/02/2004 | 293.9080 | 5296.300 | 2320.450 | 1856.400 | 4477.050 |
| 25/02/2004 | 294.6840 | 5296.300 | 2325.000 | 1881.900 | 4726.650 |
| 26/02/2004 | 294.7570 | NA       | 2327.380 | NA       | 4759.760 |
| 27/02/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 28/02/2004 | NA       | 5270.000 | NA       | 1885.800 | NA       |
| 29/02/2004 | 295.9010 | 5219.300 | 2332.640 | 1887.730 | 4832.070 |
| 1/03/2004  | 295.8080 | 5185.300 | NA       | 1886.600 | 4823.200 |

|            |          |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2/03/2004  | 296.8370 | 5181.600 | NA       | 1877.910 | 4865.960 |
| 3/03/2004  | 295.7120 | 5131.100 | 2330.330 | 1858.220 | 4865.960 |
| 4/03/2004  | 295.5660 | NA       | 2306.210 | NA       | 4865.960 |
| 5/03/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 6/03/2004  | NA       | 5027.300 | NA       | NA       | 4888.080 |
| 7/03/2004  | 294.6520 | 5086.400 | 2294.690 | 1854.700 | 4888.560 |
| 8/03/2004  | 293.8760 | 5128.600 | 2282.730 | 1858.800 | 4926.020 |
| 9/03/2004  | 292.8290 | 5108.400 | 2291.030 | 1854.460 | 4877.050 |
| 10/03/2004 | 293.4200 | 5138.000 | 2289.710 | 1858.160 | 4909.520 |
| 11/03/2004 | 294.0340 | NA       | 2297.550 | NA       | 4916.060 |
| 12/03/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 13/03/2004 | NA       | 5154.200 | NA       | 1853.810 | 4926.510 |
| 14/03/2004 | 295.1910 | 5095.600 | 2295.850 | 1856.120 | 4926.510 |
| 15/03/2004 | 296.3380 | 4997.900 | 2296.022 | 1858.500 | 4921.080 |
| 16/03/2004 | 296.7940 | 4960.200 | 2304.410 | NA       | 4921.080 |
| 17/03/2004 | 297.8010 | 4950.000 | 2311.650 | 1872.110 | NA       |
| 18/03/2004 | 298.4290 | NA       | 2312.450 | NA       | NA       |
| 19/03/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 20/03/2004 | NA       | 5000.900 | NA       | 1868.690 | NA       |
| 21/03/2004 | 298.1880 | 5035.900 | 2322.340 | 1867.610 | NA       |
| 22/03/2004 | 296.7530 | 5053.000 | 2323.300 | 1866.430 | NA       |
| 23/03/2004 | 297.1900 | 5036.800 | 2322.940 | 1860.910 | NA       |
| 24/03/2004 | 295.8200 | 4985.600 | 2324.780 | 1859.210 | NA       |
| 25/03/2004 | 296.4160 | NA       | 2325.580 | NA       | NA       |
| 26/03/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 27/03/2004 | NA       | 4985.800 | NA       | 1864.300 | 5104.810 |
| 28/03/2004 | 297.3230 | 4935.200 | 2329.770 | 1867.330 | 5069.600 |
| 29/03/2004 | 296.8900 | 4927.800 | 2330.390 | 1868.260 | 5088.500 |
| 30/03/2004 | 295.8990 | 4937.200 | 2322.800 | 1873.050 | 5160.850 |
| 31/03/2004 | 296.2390 | 4947.600 | 2321.200 | 1891.300 | 5166.350 |
| 1/04/2004  | 296.1000 | NA       | 2321.290 | NA       | NA       |
| 2/04/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 3/04/2004  | NA       | 5051.400 | NA       | 1903.310 | 5282.140 |
| 4/04/2004  | 295.7280 | 5077.500 | 2325.450 | 1910.370 | 5282.340 |
| 5/04/2004  | 295.6610 | 5130.800 | 2325.110 | 1907.900 | NA       |
| 6/04/2004  | 295.2030 | 5140.100 | 2325.640 | 1915.700 | NA       |
| 7/04/2004  | 295.5640 | 5174.700 | 2330.220 | 1924.360 | NA       |
| 8/04/2004  | 295.9850 | NA       | 2336.740 | NA       | 5297.820 |
| 9/04/2004  | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |
| 10/04/2004 | NA       | 5189.000 | NA       | 1922.430 | 5318.630 |
| 11/04/2004 | 298.7020 | 5242.300 | 2346.930 | NA       | 5318.510 |
| 12/04/2004 | 299.2540 | 5271.600 | 2347.490 | 1870.150 | 5415.080 |
| 13/04/2004 | 300.5680 | 5272.100 | 2347.690 | 1899.620 | 5424.360 |
| 14/04/2004 | 301.6250 | 5246.700 | 2354.900 | NA       | 5422.380 |
| 15/04/2004 | 302.3460 | NA       | 2368.510 | NA       | NA       |
| 16/04/2004 | NA       | NA       | NA       | NA       | NA       |

NA : note available.

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الانترنت والقنوات التلفزيونية.



ملحق رقم (8): تطور المعلومات الموازية خلال فترة الدراسة

| ريال سعودي | ريال عماني | دينار كويتي | دينار بحريني | درهم إماراتي | أورو | برنت  | التاريخ    |
|------------|------------|-------------|--------------|--------------|------|-------|------------|
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 28.49 | 1/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 29.19 | 2/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 29.23 | 3/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 29.22 | 4/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 29.28 | 5/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 6/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 7/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 30.05 | 8/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 30.14 | 9/12/2003  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 30.08 | 10/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 29.91 | 11/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 30.80 | 12/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 13/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 14/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | 30.99 | 15/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.23 | 30.58 | 16/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.24 | 31.77 | 17/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.24 | 31.33 | 18/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.24 | 30.56 | 19/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 20/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | NA   | NA    | 21/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.24 | 28.63 | 22/12/2003 |
| 3.749      | 0.384      | 0.294       | 0.375        | 3.670        | 1.24 | 28.22 | 23/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.378        | 3.673        | 1.23 | 29.44 | 24/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | NA          | 0.37         | NA           | 1.24 | 29.44 | 25/12/2003 |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.24 | 29.44 | 26/12/2003 |
| 3.750      | NA         | 0.294       | NA           | 3.672        | NA   | NA    | 27/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.376        | 3.672        | NA   | NA    | 28/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.376        | 3.672        | 1.24 | 29.51 | 29/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.376        | 3.672        | 1.25 | 30.04 | 30/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | 0.293       | 0.376        | 3.672        | 1.25 | 30.29 | 31/12/2003 |
| 3.750      | 0.384      | NA          | 0.376        | NA           | 1.24 | 30.29 | 1/01/2004  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.25 | 29.54 | 2/01/2004  |
| 3.750      | NA         | 0.294       | NA           | 3.672        | NA   | NA    | 3/01/2004  |
| 3.750      | NA         | 0.294       | 0.376        | 3.672        | NA   | NA    | 4/01/2004  |
| 3.749      | NA         | 0.294       | NA           | NA           | 1.26 | 31.07 | 5/01/2004  |
| 3.749      | 0.384      | 0.294       | 0.374        | 3.672        | 1.27 | 30.88 | 6/01/2004  |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.376        | 3.672        | 1.26 | 30.98 | 7/01/2004  |
| 3.750      | 0.384      | NA          | 0.376        | NA           | 1.27 | 31.28 | 8/01/2004  |
| NA         | NA         | NA          | NA           | NA           | 1.28 | NA    | 9/01/2004  |
| 3.750      | NA         | 0.294       | NA           | 3.672        | NA   | NA    | 10/01/2004 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.377        | 3.672        | NA   | NA    | 11/01/2004 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.377        | 3.672        | 1.28 | 31.74 | 12/01/2004 |
| 3.750      | 0.384      | 0.294       | 0.377        | 3.672        | 1.27 | 32.05 | 13/01/2004 |



|       |       |       |       |       |      |       |            |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------------|
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.377 | 3.672 | 1.27 | 31.79 | 14/01/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | NA   | 31.40 | 15/01/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | 30.20 | 16/01/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.295 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 17/01/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | 3.670 | NA   | NA    | 18/01/2004 |
| 3.750 | 0.385 | 0.295 | NA    | 3.670 | 1.23 | 30.60 | 19/01/2004 |
| 3.750 | 0.385 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.25 | 32.28 | 20/01/2004 |
| 3.750 | 0.385 | 0.294 | 0.375 | 3.672 | 1.26 | NA    | 21/01/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.375 | NA    | 1.27 | 32.47 | 22/01/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | 31.44 | 23/01/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.67  | NA   | NA    | 24/01/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 25/01/2004 |
| 3.750 | NA    | NA    | 0.376 | 3.671 | 1.25 | 30.71 | 26/01/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | 30.65 | 27/01/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.25 | 30.47 | 28/01/2004 |
| 3.745 | 0.384 | NA    | 0.375 | NA    | 1.26 | 28.85 | 29/01/2004 |
| 3.750 | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.23 | 29.67 | 30/01/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 31/01/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 1/02/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | 30.55 | 2/02/2004  |
| 3.745 | NA    | NA    | 0.375 | 3.671 | 1.25 | 29.71 | 3/02/2004  |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.25 | 29.64 | 4/02/2004  |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.26 | 28.77 | 5/02/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.27 | 29.10 | 6/02/2004  |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 7/02/2004  |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 8/02/2004  |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.26 | 29.89 | 9/02/2004  |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.673 | 1.27 | 30.05 | 10/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | 3.672 | NA   | 29.95 | 11/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.28 | 29.90 | 12/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.27 | 30.78 | 13/02/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 14/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 15/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.27 | 30.88 | 16/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.28 | 31.20 | 17/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.28 | 31.53 | 18/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | NA    | NA    | 1.27 | 31.49 | 19/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.25 | 31.15 | 20/02/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 21/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 22/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.27 | 31.51 | 23/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.26 | 31.26 | 24/02/2004 |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.25 | 31.11 | 25/02/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.24 | 31.76 | 26/02/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.24 | 31.76 | 27/02/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 28/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 29/02/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.24 | 32.48 | 1/03/2004  |

|       |       |       |       |       |      |       |            |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------------|
| 3.748 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.23 | 33.10 | 2/03/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.20 | 32.35 | 3/03/2004  |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.22 | 34.46 | 4/03/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.23 | 33.35 | 5/03/2004  |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 6/03/2004  |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 7/03/2004  |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | 3.672 | 1.23 | 34.46 | 8/03/2004  |
| 3.750 | 0.384 | NA    | 0.376 | 3.672 | NA   | 32.89 | 9/03/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 10/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.22 | NA    | 11/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.22 | 33.12 | 12/03/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 13/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 14/03/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.22 | 33.93 | 15/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.22 | 33.38 | 16/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | 33.38 | 17/03/2004 |
| 3.750 | 0.384 | NA    | NA    | NA    | 1.23 | 33.12 | 18/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.23 | 33.02 | 19/03/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | NA    | NA   | NA    | 20/03/2004 |
| 3.750 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 21/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.23 | 33    | 22/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 23/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 24/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.21 | 31.84 | 25/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.21 | 31.81 | 26/03/2004 |
| 3.750 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 27/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 28/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 29/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.22 | 32.50 | 30/03/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.23 | 31.67 | 31/03/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.23 | 31.49 | 1/04/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.21 | 30.58 | 2/04/2004  |
| 3.749 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | NA   | NA    | 3/04/2004  |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | NA   | NA    | 4/04/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.20 | 30.63 | 5/04/2004  |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.673 | 1.20 | 30.49 | 6/04/2004  |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | 3.672 | 1.21 | 32.56 | 7/04/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | 1.20 | 32.78 | 8/04/2004  |
| 3.749 | NA    | 0.294 | NA    | 3.672 | 1.20 | NA    | 9/04/2004  |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 10/04/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | NA    | NA   | NA    | 11/04/2004 |
| 3.749 | 0.384 | 0.294 | 0.376 | NA    | 1.20 | NA    | 12/04/2004 |
| NA    | NA    | NA    | NA    | 3.672 | NA   | 34.02 | 13/04/2004 |
| 3.749 | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | NA   | 33.00 | 14/04/2004 |
| NA    | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | 1.19 | 32.38 | 15/04/2004 |
| NA    | 0.384 | NA    | 0.376 | NA    | NA   | NA    | 16/04/2004 |

NA : note available

المصدر: مواقع البورصات على شبكة الانترنت والقنوات التلفزيونية.



### Résumé :

Cette étude a traité le thème de l'intégration des marchés financiers, en postant sur l'intégration des marchés financiers des pays du golf. Sur ce, elle a controversé dans un premier plan la base théorique assimilée par la présentation des marchés financiers, son rôle économique et ses différents instruments. Et aux importants changements structurels dans les marchés financiers mondiaux, en fixant sur la mondialisation financière et ses conséquences sur l'intégration et le fusionnement des marchés financiers.

Quant à la partie pratique, elle a ciblé surtout la mesure de l'intégration des marchés financiers des pays du golf avec les marchés financiers internationaux en utilisant des méthodes statistiques.

L'étude pratique a montré l'existence d'une relation de dépendance relativement forte entre les marchés financiers du golf et les marchés financiers mondiaux pendant la période de l'étude.

Mots clés : marchés financiers, indice boursier, mondialisation financière, l'intégration des marchés financiers, crise financière, contagion des crises financières.

المجلد: